

## Московская область (ВаЗ/ВВ-): новый рекорд на рынке облигаций

Регистрационный номер: RU34005MOOO  
Объем выпуска: 12 млрд. руб.  
Ожидаемое начало размещения: 5 апреля 2005 г.  
Срок обращения: 5 лет, амортизация по 25%  
номинала в даты выплаты 1 и 5 купонов

Ожидаемая дата погашения: 30 марта 2010 г.  
Купонный период: полгода  
Купонные ставки: постоянные, 10% годовых  
Тип размещения: аукцион по единой цене  
Статус Росбанка: совместный организатор

### Общая характеристика и политическая ситуация

Московская область – второй после Москвы субъект Российской Федерации по численности населения (6.6 млн. чел.). Доля региона по этому показателю составляет 4.5% всего населения России. В то же время площадь области составляет всего 47 тыс. кв. км, или менее чем 0.3% всей территории РФ (57 место по всем регионам), поэтому Подмосковье – один из наиболее густонаселенных регионов страны.

Губернатором области является Борис Громов, впервые избранный на эту должность в январе 2000 г. по итогам второго тура выборов (незначительно опередив другого кандидата – спикера Госдумы второго созыва Г. Селезнева). В декабре 2003 г. Б. Громов вновь баллотировался на губернаторских выборах и был переизбран на второй срок с поддержкой более чем 85% принявших участие в

голосовании избирателей. Срок полномочий губернатора составляет 5 лет, он завершается в декабре 2008 г.

Позиция Губернатора Громова на федеральном уровне, по нашей информации, является достаточно устойчивой. Мы полагаем, что на текущий момент шансы действующего Губернатора быть поддержанным Президентом В. Путиным в случае досрочной постановки вопроса о доверии ему являются очень высокими. Согласно Уставу Московской области посты Губернатора и Председателя Правительства совмещены. С момента формирования новой управленческой команды в областном Правительстве после первой победы Б. Громова на выборах в 2000 г. должность министра финансов непрерывно занимает А. Кузнецов.

### Экономика региона

Московская область – регион традиционно высокого уровня экономического развития. Бурный экономический рост в Подмосковье начался еще с XIX в., когда локомотивом роста явилась черная металлургия, машиностроение, железнодорожное строительство, а также легкая промышленность. На протяжении XX в. и особенно его второй половины происходила постепенная переориентация экономики области на сектор услуг. В результате по данным за 2003 г. структура валового регионального продукта (ВРП) области менее чем на 1/3 складывается из продукции промышленности, что типично для индустриально-развитых территорий.

По итогам 2004 г. Подмосковье – безусловный лидер по ключевым макроэкономическим показателям среди наиболее крупных регионов (табл. 1). За прошедший год физический объем промышленного производства в области вырос на 14%, что более чем вдвое превышает показатель по всей России. По динамике ввода жилья (рост в 2004 г. почти на 40%) область также значительно опережает остальные

регионы, как и по обороту розничной торговли (такой же прирост).

Ключевой характеристикой региона является его расположение непосредственно вокруг Москвы. Вместе со столицей Московская область образует крупнейшую в Восточной и Центральной Европе и одну из самых больших в мире агломерацию с совокупным населением более чем в 17 млн. чел. Такая высокая концентрация населения закономерно ведет к опережающему развитию отраслей промышленности, ориентированных на конечного потребителя.

В первую очередь это относится к пищевой промышленности, которая лидирует в структуре промышленного производства области по объемам выпуска, обеспечивая почти 1/3 его объема за 10 месяцев 2004 г. Среди крупных пищевых предприятий Подмосковья, в том числе, заводы Danone в Чеховском районе, Mars и Campina в Ступино, Ehrmann в Раменском районе, Клинский, Ступинский и Лыткаринский мясокомбинаты, Раменский молочный комбинат (Вимм-Билль-Данн), сыродельный завод

Табл. 1. Основные макроэкономические показатели по крупным регионам за 2004 г.

Показатели	Россия в целом	Московская	Самарская	Башкортостан	Саха (Якутия)	Краснодарский	Красноярский
Доля в населении РФ	-	4.5	2.2	2.8	0.7	3.5	2.0
Доля в промышленном пр-ве РФ	-	4.1	4.0	3.7	1.1	1.2	3.3
Темпы прироста к 2003 г. по реальным показателям							
Промышленное производство	6.1	14.1	7.9	3.3	12.8	4.8	2.1
Жилищное строительство	12.5	37.9	0.4	2.8	-8.8	8.8	13.3
Оборот розничной торговли	12.1	37.9	10.8	17.8	0.4	9.9	9.1
Средняя заработная плата	22.9	22.1	15.2	14.8	9.2	22	11

Крупнейшие по бюджетам регионы – эмитенты облигаций кроме Москвы, Петербурга, ХМАО и ЯНАО.

Источник: ФСГС, расчеты Росбанка

Hochland, мощности по розливу пива в Клину (холдинга SUN Interbrew) и напитков в Черноголовке (группа ОСТ), по производству детского питания «Истра - Нутриция», АПК «Михайловский» (фабрика «Петелинка»), овощеводческое ЗАО «Белая Дача» и т.д. Мы подчеркиваем, что экономика Московской области растет быстрее всего именно по пищевой промышленности (рост за 10 мес. прошлого года – более 29%, см. табл. 2).

Центральное положение региона также предопределяет большую роль торговли и транспорта в его экономике. Розничная торговля в последнее время стала одним из наиболее мощных «точек роста». По итогам прошлого года оборот розничной торговли в области в сопоставимых ценах вырос более чем на треть – это рекордный показатель по всей России. Мы особенно отмечаем быстрый рост торговли «нового формата» - крупных торговых-развлекательных комплексов – в непосредственной близости от Московской кольцевой автомобильной дороги в рамках программы «Губернское Кольцо». Здесь стоит отметить такие торговые комплексы, как «ИКЕА»/«Мега», «Крокус Сити», «Ашан», «Три кита», «Гранд» и др. Наличие концентрированного потребительского спроса также стимулирует развитие мебельной промышленности (среди крупных заводов - «Шатура-мебель», Чеховская мебельная фабрика).

В отношении транспорта Московская область – крупнейший узел железнодорожных, автомобильных и воздушных путей. В Подмосковье находятся аэропорты Шереметьево и Домодедово (Внуково находится на административной территории Москвы). Московская железная дорога (филиал ОАО «РЖД») – один из крупнейших налогоплательщиков области и стратегический партнер администрации региона (в вопросе модернизации объектов железнодорожных инфраструктуры и компенсации потерь от пригородных перевозок). По предварительным данным МЖД, в 2004 г. из 12 млрд. руб., выделенных на развитие, 5 млрд. магистраль освоила в пределах Московской области, 2 млрд. из которых - на пассажирский комплекс. Налоговые поступления в областной бюджет от МЖД в 2004 г. увеличились в 1.8 раза.

Машиностроение области (чуть менее четверти объема промышленного производства) представлено такими разнообразными предприятиями, как ОАО

«МСЗ» (топливные элементы для АЭС, структура холдинга «ТВЭЛ»), ОАО «Электростальский завод тяжелого машиностроения» (производство прокатных станков), завод «Криогенмаш» в Балашихе (установки по производству жидких и газообразных криогенных продуктов), завод фирмы «Отис» по производству лифтов (Щербинка), и т.д. Из транспортного машиностроения выделяются тепловозный Коломенский завод, вагоностроительные предприятия «Метровагонмаш» в Мытищах и по выпуску электропоездов в Демехово, а также автобусные заводы в Ликино-Дулево (ЛиАЗ) и более современные в Голицыно («Мерседес») и Яхроме. Значительная доля машиностроения Подмосковья связана с оборонными предприятиями, особенно авиационно-ракетного комплекса. В их числе РКК «Энергия» (Королев), НПО им. Лавочкина, НПО «Энергомаш» и НПО «Факел» (Химки), авиационный завод ОАО «МИГ» (Луховицы), комплекс авиационных институтов в Жуковском. Среди важнейших военных предприятий области – оптико-механические заводы в Красногорске и Сергиев-Посаде.

В химической и нефтехимической промышленности области (около 7% промышленного производства) развито производство минеральных удобрений, средств защиты растений, пластмасс,

Табл. 2. Структура и динамика промышленного производства по отраслям в 2004 г. (в %)

Отрасли промышленности	Доля	Темп роста
пищевая	32.8	29.4
машиностроение и металлообр.	23.4	8.7
строительных материалов	7.7	12.3
химическая и нефтехимическая	7.3	9.5
лесная, деревообр. и целл.-бум.	6.4	-0.5
электроэнергетика	5.0	-6.6
цветная металлургия	4.3	-21.2
черная металлургия	4.1	13.2
легкая	2.9	2.2
медицинская	2.1	13.6
прочее	3.9	-

По данным за январь – октябрь 2004 г. Доля – к совокупному промышленному производству, темп роста – по физическому объему к аналогичному периоду 2003 г. Источник: Министерство экономики МО, расчеты Росбанка

химических волокон, лаков, красок. Отраслевые центры - Воскресенск, Щелково, Клин, Серпухов, Орехово-Зуево. В металлургии ведущее положение занимают ОАО «Электросталь» и Ступинская металлургическая компания. Предприятия легкой промышленности, которая в прошлом была одной из наиболее важных отраслей экономики Подмосковья, сейчас в основной массе утратили свое значение и находятся в непростой финансовой ситуации.

### Положение областного бюджета

Московская область – регион с одним из крупнейших бюджетов по всем субъектам России. Фактически только бюджеты Москвы, Петербурга, Ханты-Мансийского автономного округа и Республики Татарстан превысили его по объемам полученных в 2004 г. доходов. Таким образом, Московская область – лидирующий по объемам доходов эмитент без учета столичных городов и крупнейших «сырьевых» регионов. За 2004 г. доходы неконсолидированного бюджета области составили почти 60 млрд. руб. Мы особенно подчеркиваем быстрые темпы роста доходной части областного бюджета – более чем вдвое за последние 3 года (табл. 3), что для крупных регионов является очень хорошим результатом.

При этом по результатам прошлого года 3/4 доходов Подмосковья формируется за счет налоговых поступлений (табл. 4). Наиболее крупные источники этой группы – налог на доходы физических лиц (около 18 млрд. руб.), а также налог на прибыль (около 12 млрд. руб.). Темпы роста поступлений по данным налогам в 2004 г. по сравнению с 2003 г. составили 11% и 55% соответственно, что несколько ниже средних по всем регионам - эмитентам уровней.

В прошлом году бюджет Подмосковья получил 6.2 млрд. руб. в виде акцизных платежей, при этом более 2.5 млрд. из них поступило по водочным акцизам. По акцизам на бензин совокупные поступления превысили 1.8 млрд. руб., и здесь в

Табл. 3. Рост доходов региональных бюджетов: 2001-2004 (млрд. руб.)

Регионы (упорядочены по темпам роста)	Доходы		Рост
	2001	2004	
Краснодарский	11.5	32.2	180%
Красноярский	12.6	32.8	161%
ХМАО	41.7	100.5	141%
Московская	27.3	59.7	118%
Санкт-Петербург	49.4	93.3	89%
Нижегородская	11.2	20.8	85%
Москва	232.7	393.6	69%
Самарская	17.1	26.1	53%
ЯНАО	21.8	31.5	44%
Башкортостан	25.0	31.4	26%
Саха (Якутия)	33.1	35.6	8%

Источник: Минфин РФ, расчеты Росбанка

рамках действующей системы Московская область является донором по этому виду акцизов – на ее территории бензиновых акцизов собирается больше, чем остается в региональном бюджете.

Очень высокая степень развития малого предпринимательства в Подмосковье хорошо прослеживается по большим поступлениям налогов на совокупный доход (т.е. по специальным налоговым режимам - единому налогу упрощенной системы и единому налогу на вмененный доход, но без единого сельхозналога). По этому показателю – почти 1.5 млрд. руб. за 2004 г. – область уверенно опережает все остальные регионы (в том числе не являющиеся эмитентами), уступая только столичным городам.

По сборам налога на имущество область занимает пятое место среди всех регионов (что совпадает с рейтингом региона по совокупным доходам). Платежи за пользование природными ресурсами принесли в прошлом году областному бюджету 2.1 млрд. руб., в т.ч. 1.7 млрд. руб. – земельный налог. В целом налоговые источники доходов Московской области мы считаем в достаточной степени диверсифицированными.

Табл. 4. Объем и структура доходной части бюджетов регионов РФ в 2004 г. (млрд. руб. и %)

Регионы (упорядочены по объему доходов)	Налоговые всего	Доля	На прибыль	НДФЛ	Акцизы	На совокупн. Доход	На имущество	Природные платежи	Налоговые всего	Доля	Безвозмездн. перечисления	Дотации на выравнивание	Доля	Всего
Московская	44.7	75%	11.9	17.9	6.2	1.5	3.3	2.1	3.1	5%	10.3	2.2	4%	59.7
Саха (Якутия)	13.1	37%	5.0	2.6	0.5	0.2	0.9	3.3	10.4	29%	11.1	5.1	14%	35.6
Красноярский	27.7	85%	12.5	7.9	2.4	0.0	1.9	2.0	1.8	5%	2.7	0.0	0%	32.8
Краснодарский	19.5	61%	3.4	8.4	2.9	0.4	1.9	1.0	2.3	7%	10.3	3.9	12%	32.2
Башкортостан	20.9	67%	7.4	4.5	4.3	0.5	1.1	1.8	1.6	5%	8.9	0.0	0%	31.4
Самарская	22.5	86%	10.5	5.2	1.9	0.0	2.1	1.8	1.5	6%	2.0	0.0	0%	26.1
Нижегородская	16.0	77%	5.7	4.3	2.5	0.7	1.2	0.5	1.0	5%	3.8	0.7	3%	20.8
Хабаровский	12.5	63%	4.3	4.3	1.6	0.3	0.8	0.7	0.8	4%	6.3	2.9	15%	19.9
Иркутская	12.5	71%	3.4	4.2	1.7	0.1	1.3	1.4	1.0	5%	3.9	1.0	6%	17.7
Новосибирская	11.4	65%	2.8	3.9	1.7	0.6	1.0	0.7	0.7	4%	5.7	3.5	20%	17.6
Кочи	15.3	89%	5.1	6.0	0.9	0.0	1.0	2.0	0.5	3%	1.4	0.0	0%	17.2
Ленинградская	12.3	82%	3.9	4.7	1.4	0.2	1.0	0.6	0.7	5%	1.5	0.0	0%	15.1

По месячным отчетам об исполнении неконсолидированных бюджетов за декабрь 2004 г. Безвозмездные перечисления – только от бюджетов других уровней. Источник: Минфин РФ, расчеты Росбанка

Формально область является дотационным регионом - на 2005 г. объем утвержденных средств из Федерального фонда финансовой поддержки субъектов в виде дотаций для региона составляет 1.9 млрд. руб. Мы подчеркиваем, однако, что дотационный характер региона не отражает его реальной бюджетной обеспеченности и связан исключительно с особенностями применяемой для расчета дотаций методики (см. Прил. 1).

Расходная часть бюджета Московской области выглядит вполне традиционно для всех регионов. Наиболее крупные направления расходов – финансовая помощь бюджетам других уровней (30% расходной части), строительство и ремонт дорог (через территориальный дорожный фонд, 13% расходов), а также расходы социальной направленности – здравоохранение, образование, социальная политика (в совокупности – 28% всех расходов за 2004 г.).

Если говорить о бюджетном балансе, то на протяжении всего периода работы нынешних властей

региона текущий баланс оставался профицитным. Совокупный дефицит бюджета определялся только значительными капитальными расходами (доля которых в общих расходах выросла с чуть более 5% в 2000 г. до 18.5% в 2002 г. и стабилизировалась около 12-13% после этого). Аналогичная ситуация по текущим расходам сохранилась и в прошедшем 2004 г.: хотя бюджет планировался с дефицитом по текущим операциям, фактическое исполнение позволило завершить его с превышением доходов над текущими расходами. Общий дефицит бюджета в 2004 г. составил 2.54 млрд. руб., или 5.3% доходов региона без учета финансовой помощи федерального бюджета. Финансирование значительных капитальных расходов в 2002-2003 гг. привело к формированию большей части имеющейся на сегодня задолженности. С другой стороны, ощутимая часть нынешнего долга области связана с поддержкой местных бюджетов в урегулировании их обязательств «Мособлгазу» в 2002 г. на сумму около 3.5 млрд. руб.

#### **Приложение 1. Московская область - дотационный регион?**

Мы неоднократно отмечали, что «дотационный статус» региона часто является обманчивым. Методика расчета дотаций на выравнивание уровня обеспеченности субъектов РФ содержит довольно много деталей, которые способны делать «дотационными» такие экономически сильные субъекты, как, например, Московская область или Краснодарский край.

Базой для расчета дотаций служит т.н. «индекс налогового потенциала» (ИНП). Этот показатель отражает относительные (к средним по России) масштабы производства добавленной стоимости в экономике региона (валового регионального продукта, ВРП) на душу населения. При расчете дотаций на 2005 г. использовались данные по добавленной стоимости 2000-2002 гг. и по промышленному производству за 2003 г. с корректирующими коэффициентами, отражающими отраслевую структуру региональной экономики. При этом исключалась добавленная стоимость страхования и сельскохозяйственной продукции, производимой населением. Индекс налогового потенциала затем корректируется на индекс бюджетных расходов (ИБР), отражающий различия в стоимости предоставления одного и того же набора бюджетных услуг на одного жителя – т.е. фактически на региональный уровень цен бюджетных услуг. На основе сопоставления ИНП и ИБР вычисляется уровень расчетной бюджетной обеспеченности, который и используется для распределения дотаций. В этой связи инвесторы должны иметь в виду следующие факторы:

1. В Подмосковье очень существенна доля населения, проживающего на территории региона, но работающего в Москве - согласно существующим оценкам это около 1 млн. человек. Труд этой категории граждан увеличивает экономические показатели города, а не области, а для расчета всех душевых показателей они все же учитываются как жители Подмосковья. Фактически такие граждане часть своего дохода тратят в Москве, часть – в области. Но в России ВРП учитывается по методу добавленной стоимости, а не расходов, поэтому весь вклад такой категории граждан «достается» Москве, хотя значительную часть своего дохода они тратят в области. Аналогично не учитываются и «областные» расходы москвичей (которых, по различным оценкам, в области летом проживает до 2 млн. чел.).
2. Распределение дотаций основано не на том, какова реальная бюджетная обеспеченность того или иного региона доходами, а на некоторой (очень упрощенной) оценке потенциала такой обеспеченности. При этом дотации рассчитываются на очень устаревших данных, и соответственно расчеты реагируют на рост относительный рост экономики региона с большим лагом. Соответственно для регионов, которые в последние годы росли особенно быстро, это обстоятельство имеет очень большое значение. По расчетному показателю величины подушевой добавленной стоимости относительно среднероссийских значений Московская область за последние годы продемонстрировала существенный рост: 66%, 71%, 84% и 89% за 2000-2003 гг. соответственно. Поэтому, даже несмотря на изложенный выше «фактор Москвы», если бы методика Минфина «не уходила» так далеко в прошлое, а ограничивалась бы, скажем, двумя последними годами, область формально была бы регионом-донором уже в этом году. Другими словами, если положение области относительно других регионов в будущем не будет хуже, чем сейчас, то даже по применяемой методике уже через два года область выйдет из числа дотационных регионов.

## Долговая нагрузка и кредитные рейтинги

По состоянию на 21 марта 2005 г. общий государственный долг Московской области составляет 29.6 млрд. руб. Его структура приведена в табл. 5.

Табл. 5. Государственный долг Московской области на 21 марта 2005 г. (млн. руб.)

	Сумма	Доля
Облигации	14 529.8	49%
Банковские кредиты	11 500.0	39%
Бюджетные ссуды	358.1	1%
Гарантии	3 198.5	11%
Итого	29 586.4	100%

Источник: МФ МО, расчеты Росбанка

В банковских кредитах (11.5 млрд. руб., или 39% всего долга) 6.3 млрд. руб. гасится до конца текущего года, остаток (5.2 млрд. руб.) – в течение 1 квартала следующего года. В бюджетных ссудах наиболее значительную долю составляют обязательства, по которым погашение рассрочено на период до конца 2010 г. – всего таких ссуд в долговой книге числится на сумму чуть менее 260 млн. руб. Еще одна ссуда на 100 млн. руб. должна быть погашена в течение 2006 г. В отношении выданных гарантий мы отмечаем, что в последнее время областной бюджет проводил оплату некоторых крупных условных обязательств: за прошлый год исполнение гарантий составило 2.3 млрд. руб., за позапрошлый – 1.1 млрд. руб. В обоих случаях это были самые крупные исполнения гарантий по всем субъектам РФ.

По показателю отношения накопленного долга к сумме доходов без учета финансовой помощи федерального бюджета (табл. 6) по итогам прошлого года Московская область относится к заемщикам с долговой нагрузкой выше среднего (39.8%). Характер областного долга является преимущественно активным: гарантии и бюджетные ссуды составляют всего 12% задолженности, а ее большая часть складывается из платных ресурсов. Это одна из причин, в силу которых долг Московской области в целом является достаточно дорогим (4.3% всех расходов бюджета связаны с обслуживанием долга). Вторая причина – относительно высокие ставки по «старым» выпускам облигаций (17% по 1 и 2 выпускам).

Закон «О государственном долге Московской области» установил ограничение на объем долга – до 30% доходов без учета финансовой помощи от бюджетов других уровней. В апреле 2003 г. эта планка была поднята до 50% доходов без учета помощи. Тем не менее, она по-прежнему остается гораздо более строгой, чем федеральные нормы, которые позволяют регионам накапливать задолженность до 100% доходов без учета финансовой помощи.

Московской области присвоены кредитные рейтинги двух ведущих рейтинговых агентств – Standard & Poor's и Moody's. При этом рейтинги области по международной шкале по версии обоих агентств совпадают – это нижняя ступень уровня

Табл. 6. Долговая нагрузка по итогам 2004 г.

Регионы (упорядочены по долгу)	Долг	Долговые расходы
Новосибирская	95.3%	6.1%
Костромская	67.7%	1.7%
Ярославская	64.6%	3.6%
Саха (Якутия)	53.8%	1.5%
Хабаровский	50.4%	2.0%
Нижегородская	40.5%	2.9%
Волгоградская	39.9%	1.4%
Московская	39.8%	4.3%
Чувашия	37.1%	1.0%
Томская	34.0%	2.0%
Карелия	33.9%	1.5%
Тверская	33.1%	2.2%
Красноярский	29.2%	2.1%
Белгородская	28.4%	1.3%
Москва	27.8%	1.8%
Ленинградская	26.1%	1.4%
Воронежская	25.6%	1.7%
Мурманская	24.2%	0.8%
Иркутская	22.2%	0.9%
Самарская	20.0%	0.8%
Коми	19.8%	1.8%
Санкт-Петербург	12.3%	1.9%
Башкортостан	10.6%	0.3%
Краснодарский	9.7%	0.3%
ЯНАО	5.9%	0.9%
ХМАО	4.2%	0.4%

Долг – весь государственный долг как доля доходов без учета финансовой помощи из федерального бюджета. Долговые расходы – доля расходов на обслуживание долга во всех расходах бюджета. Все показатели, включая накопленный долг, – по фактическому состоянию (исполнению) на 1 января 2005 г. Источник: Минфин РФ, расчеты Росбанка

«двойное В» (BB- со стабильным прогнозом по версии S&P и Ba3 по версии Moody's). По национальной шкале рейтинг S&P находится на уровне ruAA-. Рейтинг области с лета 2002 г. (когда он находился на уровне B- по мнению S&P) повышался три раза.

В настоящий момент, по оценке агентства S&P, кредитоспособность Подмоскovie находится на одном уровне с Башкирией и Самарской областью и немного уступает ХМАО, опережая все остальные регионы. Среди корпоративных аналогов по кредитному качеству (с таким же рейтингом S&P) можно указать Газпром, ТНК, МТС, Вымпелком, ММК. По мнению Moody's, Московская область несколько «отстает» от Башкортостана и Самарской области (соответственно на 2 и 1 ступени), но ее рейтинг совпадает с рейтингом Коми. Аналоги эмитента по шкале Moody's среди корпораций – это ЛУКОЙЛ, ТНК, Сибнефть, ММК, МТС.

Сравнительно быстрое повышение рейтингов Московской области за последние 3 года, среди прочего, отражает и хорошую кредитную историю региона. После смены управленческой команды в областной администрации в 2000 г. все просроченные долги были реструктурированы и по итогам 2001 г. полностью погашены. «Новая» кредитная история региона является безупречной.

## Оценка размещаемого выпуска

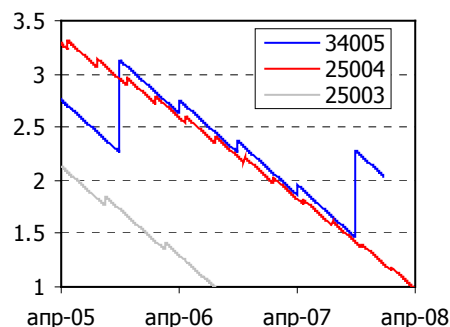
Новый выпуск облигаций Московской области RU34005MO00, начало размещения которого назначено на 5 апреля, будет рекордным по объему (12 млрд. руб.) не только среди региональных бумаг, но и в корпоративном секторе. Учитывая очень широкий круг инвесторов, у которых открыты лимиты на операции с долгами Подмосковья (и в том числе крупнейших государственных банков и большой группы операторов-нерезидентов), мы считаем, что выпуску будет гарантирована если не самая лучшая на рынке ликвидность, то в любом случае отсутствие каких-либо ощутимых проблем с ней. Мы ожидаем, что операторы не будут испытывать никакой сложности при работе с крупными блоками нового выпуска (как и с предыдущими выпусками 25003 и 25004).

Специфика размещаемого выпуска состоит в том, что в нем предусмотрена двукратная амортизация основной суммы долга. Эмитент обращается к амортизационной структуре впервые, и мы считаем такой шаг правильным (особенно в силу наличия рисков, вызванных очень крупными оттоками по погашению предыдущих выпусков, что отмечено, в том числе, агентством S&P). В дату выплаты первого купона (через полгода обращения) будет погашено 25% основной суммы, в дату выплаты пятого купона (через 2.5 года после размещения) – еще 25% номинала. Таким образом, половина номинала нового выпуска будет погашена еще до окончания срока обращения выпуска 25004 (который гасится в апреле 2009 г.). В результате дюрация нового выпуска 34005 при размещении составит примерно 2.8 лет, т.е. новый выпуск займет промежуточное положение между 25003 и 25004. Однако через полгода его дюрация сравняется с дюрацией 34005 (рис. 1).

Наклон кривой доходности Московской области не является постоянным – за почти годовой период он и колебался примерно от нуля до более чем 100 б.п. (рис. 2). При этом изменения наклона кривой областных бумаг в течение определенного периода совпадали с динамикой формы московской кривой, однако в последнее время эта связь пропала (рис. 3). Из-за наличия этих затруднений мы считаем целесообразным ориентироваться на наиболее простые методы оценки справедливой стоимости нового выпуска. Поскольку его дюрация находится ровно посередине между 3 и 4 выпусками области, мы предлагаем использовать для оценки средний спрэд к кривой Москвы по этим двум выпускам. На текущий момент по котировкам покупки он составляет соответственно 100 и 130 б.п. Поэтому значение порядка 115 б.п. к кривой Москвы представляется нам справедливой премией по новому выпуску.

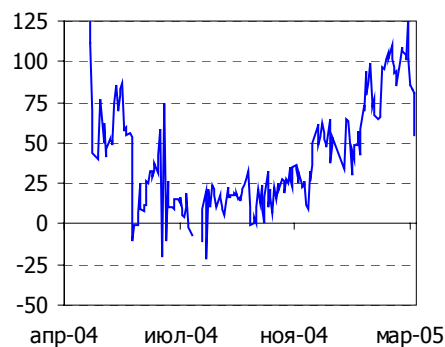
Также можно говорить о ряде факторов, которые могут сформировать дополнительную премию первичного рынка. Во-первых, это рекордный объем выпуска. Независимо от конъюнктуры разместить объем в 12 млрд. руб. – непростая задача, даже учитывая «мощный» состав синдиката. Во-вторых, доминирующим настроением инвесторов относительно перспектив рынка в целом остается нейтральный взгляд или сдержанный пессимизм, но

Рис. 1. Оценка дюрации размещаемого и обращающихся выпусков (лет)



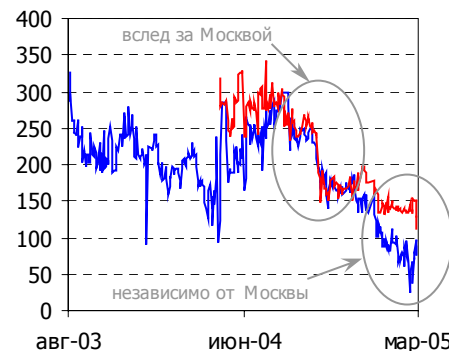
Дюрация Маколея в предположении постоянной доходности к погашению 8% по выпуску 25003 и 9% по 25004 и 34005. Источник: расчеты Росбанка

Рис. 2. Спрэды между доходностями облигаций Московской области 3 и 4 выпусков (базисных пунктов)



Источник: ММВБ, расчеты Росбанка

Рис. 3. Спрэды доходности облигаций Московской области 3 и 4 выпусков над кривой доходности Москвы (базисных пунктов)



К наиболее близким по дюрации сегментам кривой доходности Москвы. Источник: ММВБ, расчеты Росбанка

никак не ожидание роста. Хотя все эти факторы с трудом поддаются «оцифровке», мы полагаем, что дополнительная премия на аукционе порядка 50-75 б.п. была бы оправданной. По текущему рынку это соответствует доходности к погашению в диапазоне 9.60-9.85% годовых.

Адрес 107078, Москва, ул. Маши Порываевой, 11  
Интернет <http://www.rosbank.ru>

**Конъюнктурно-аналитическое управление**

Телефон +7 (095) 725-5754  
Факс +7 (095) 725-5754  
E-mail [research@mx.rosbank.ru](mailto:research@mx.rosbank.ru)  
Макроэкономика Пантюшин Владимир  
Фондовый рынок Стоянов Андрей  
Долговой рынок Гришин Петр, Голубок Антон  
Валютный рынок Супрунов Павел, Бобовников Андрей

**Департамент инвестиционно-банковских услуг**

Телефон +7 (095) 234-0947  
Факс +7 (095) 721-9550  
Директор Департамента Порхун Алексей +7 (095) 234-0947

**Управление рынков капитала**

Инициирование	Афонский Михаил	+7 (095) 204-9427
	Королев Роман	+7 (095) 234-9082
	Якимова Виктория	+7 (095) 725-5494
	Борзунова Дарья	+7 (095) 232-9807
	Головчанова Ирина	+7 (095) 232-9831

Синдикация	Плауде Артур	+7 (095) 204-7952
	Морозов Дмитрий	+7 (095) 725-5477

**Департамент Казначейских операций**

Телефон +7 (095) 232-9828  
Факс +7 (095) 725-2405

**Управление операций на фондовом рынке**

Торговые операции Черняков Станислав  
Демин Михаил  
Рожков Алексей

**Управление по работе с долговыми инструментами**

Начальник Управления Ферафонов Александр  
Внешний долг Сытников Дмитрий  
Шошин Роман  
Внутренний долг Королев Василий  
Соловьев Александр  
Зайцев Дмитрий  
Вексельный долг

**Клиентские операции**

Телефон +7 (095) 725-5713  
+7 (095) 234-0986  
E-mail [sales@broker.rosbank.ru](mailto:sales@broker.rosbank.ru)  
Внутренний долг/ Аграчев Филипп  
Внешний Долг Енуков Дмитрий  
Макова Елена

**Уведомления и ограничение ответственности**

Настоящий материал подготовлен Конъюнктурно-аналитическим управлением (КАУ) Росбанка. Он выражает только мнение КАУ и не должен считаться выражением официального мнения Росбанка или мнений иных структурных подразделений Росбанка. Все ссылки в тексте настоящего материала на «Росбанк» или «расчеты Росбанка» соответственно обозначают «КАУ Росбанка» и «расчеты КАУ Росбанка». При подготовке настоящего материала использовались данные многочисленных открытых источников, которые по возможности указываются в тексте. КАУ Росбанка не несет ответственности за достоверность такой информации, хотя она и была по возможности проверена. Росбанк не гарантирует полноты изложенной в настоящем материале информации. Инвесторы не должны предполагать, что настоящий материал является исчерпывающим в описании соответствующего сегмента рынка, конкретного эмитента или выпуска ценных бумаг, или что он содержит всю существенную информацию, имеющую отношение к принятию соответствующих инвестиционных решений. Настоящий материал не содержит рекомендаций по покупке, продаже или совершению иных операций с ценными бумагами, несмотря на то, что в нем сообщаются факты и высказываются оценки, которые могут иметь прямое отношение к кредитному качеству отдельных упоминающихся ценных бумаг и/или эмитентов ценных бумаг. Настоящий материал не был согласован с упоминающимися в нем эмитентами ценных бумаг и/или проверен ими на наличие фактических неточностей. Росбанк в лице Департамента инвестиционно-банковских услуг и/или Департамента Казначейских операций и/или иных структурных подразделений может иметь прямой или опосредованный интерес в котировках ценных бумаг, упоминающихся в настоящем материале. В частности, указанные или иные структурные подразделения Росбанка могли или могут принимать участие в организации, размещении, поддержании вторичного рынка и участии во вторичном рынке по выпускам таких бумаг. Тем не менее, КАУ Росбанка подтверждает, что все приведенные в настоящем материале мнения являются добросовестными мнениями КАУ Росбанка и отражают его собственный взгляд по соответствующим вопросам.