

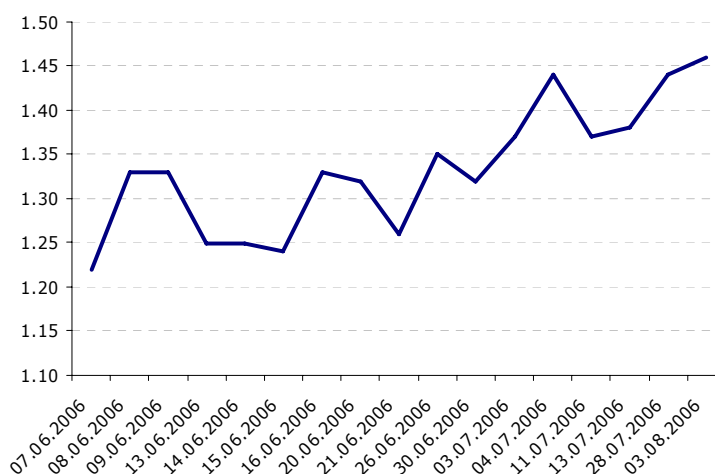
### Чувашия: высокий доход гарантированный ИФС

<b>Рекомендация</b>	<b>Покупать</b>
<b>Текущая цена</b>	<b>100,00</b>
<b>Справедливая цена</b>	<b>101,15-101,34</b>

Выпуск	Чувашия, 31005
Объем займа, руб.	1 000 000
Ставка купона, %	7,85%
Выплата купонов	2 раза в год
Дюрация, лет	4,07
Доходность к погашению, %	8,00

6 июня 2006 года на внебиржевом рынке прошло размещение очередного выпуска облигаций Чувашской Республики (Чувашия, 31005). Основной особенностью выпуска стало частичное поручительство (в сумме 23% от номинальной стоимости выпуска) со стороны Международной Финансовой Корпорации (МФК, ИФС), что позволило агентству Moody's повысить рейтинг по международной шкале в иностранной валюте эмитента для данного займа на одну ступень.

С момента размещения цена бумаги не изменилась (100% от номинала) в то время как сопоставимые по дюрации муниципальные бумаги продемонстрировали тенденцию к росту. В частности, облигации Липецкой области-34004 выросли на 39 б.п., облигации Воронежской области-34003 - на 56 б.п. Отдельно хотелось бы обратить внимание на расширение спреда между облигациями эмитента и кривой ОФЗ.



По нашим расчетам справедливый уровень доходности данного выпуска облигаций Чувашской Республики должен составлять порядка 7,65-7,70% годовых в связи с чем мы рекомендуем покупать размещенные бумаги.

6 июня 2006 года на внебиржевом рынке прошло размещение очередного выпуска облигаций Чувашской Республики. Основной особенностью которого стало частичное поручительство (в сумме 23% от номинальной стоимости выпуска) со стороны Международной Финансовой Корпорации (МФК, IFC), что позволило агентству Moody's повысить рейтинг по международной шкале в иностранной валюте эмитента для данного займа на одну ступень. По нашим расчетам справедливый уровень доходности данного выпуска облигаций Чувашской Республики должен составлять порядка 7,75-7,80% годовых.

Выпуск	Чувашия, 31005
Номинал	1000 руб.
Объем эмиссии	1 000 млн. руб.
Дата начала размещения	06.06.2006
Способ размещения	внебиржевое
Ставка купона	7,85% годовых
Периодичность выплаты купона	2 раза в год
Дата погашения	05.06.2011
Поручительство	Выпуск облигаций обеспечен частичной гарантией IFC по выплате купонов и основной сумме. Гарантия действует в отношении 23% основной суммы долга и полностью покрывает купонные платежи в течение 5-ти лет.
Организатор	Росбанк
Торговые площадки	Вторичное обращение - ФБ ММВБ

Основные параметры займа. Источник: Cbonds.

6 июня 2006 года на внебиржевом рынке прошло размещение очередного выпуска облигаций Чувашской Республики. Это уже четвертый заем Республики. С 2003г. Республика осуществила 3 выпуска облигаций на ММВБ на общую сумму 1,7365 млрд. руб., из которых один был погашен, а два на сумму 1,25 млрд. руб. находятся в обращении.

Выпуск	Дата погашения	Срок обращения, лет	Объем в обращении, млн. руб.	Статус
24001	12.08.2005	2	285	погашен
24003	13.04.2007	3	500	В обращении
25004	27.03.2009	4	750	В обращении

Основные параметры займов. Источник: Cbonds.

Основной особенностью последнего выпуска стало частичное поручительство со стороны Международной Финансовой Корпорации (МФК, IFC). В соответствии с поручительством МФК гарантировало в пределах 23% от номинальной стоимости выпуска (230 млн. рублей) выплату владельцем облигаций купонного дохода в любую дату выплаты купонов и номинальной стоимости в дату погашения облигаций.

Данное поручительство позволило агентству Moody's повысить рейтинг данного займа на одну ступень. Moody's Investors Service сообщило 26 мая т.г. о присвоении предполагаемого рейтинга по международной шкале на уровне (P)Ba2 эмиссии рублевых облигаций Чувашской Республики на сумму 1 млрд. рублей, выпускаемых на срок до 2011 года и частично гарантируемых Международной Финансовой Корпорацией (International Financial Corporation, IFC). Таким образом, рейтинг данного выпуска Чувашии оказался на уровне рейтинга Самарской области и на одну ступень выше рейтинга Московской области и Республики Коми (по версии Moody's).

При определении справедливой доходности можно рассматривать данный выпуск как сочетание двух инструментов: «квази» выпуска МФК (рейтинг по международной шкале – Aaa), входящей в группу Всемирного Банка, и выпуска непосредственно Чувашской республики (рейтинг эмитента по международной шкале - Ba3).

Теоретически доходность облигаций с рейтингом AAA на рублевом долговом рынке могла составить порядка 5,1% годовых (по аналогии с облигациями ЕБРР, имеющего аналогичный рейтинг по версии агентства Moody's). Справедливый уровень доходности облигаций «непосредственно» Чувашской Республики, исходя из относительно более низкого объема бюджета, низкой доли собственных доходов, относительно высокой долговой нагрузки (см. приложение), мы оцениваем в размере порядка 8,0% годовых.

При определении доли каждого из этих выпусков мы исходим из того, что купонные платежи в течение срока обращения не представляют серьезной нагрузки для бюджета, т.к. размер единовременной выплаты купонного дохода составляет всего 0,33% от годового бюджета Республики (в соответствии с бюджетом 2005 г.). Таким образом, весь объем поручительства (230 млн. руб.) потребует только при окончательном погашении облигаций. Следовательно, доля в суммарном погашении (1,035 млрд. рублей), гарантированная МФК, составляет 19,075%.

YTM выпуска = YTM (МФК) x 19,075% + YTM (Чувашии) x 80,925%

YTM выпуска = 5,10 x 19,075% + 8,0 x 80,925% = 7,45%

**Расчетный уровень доходности займа составляет 7,45% годовых. Однако с учетом «премии» за более низкую ликвидность из-за незначительного объема, которую мы оцениваем в размере порядка 20-25 б.п., справедливый уровень доходности составляет по нашим расчетам порядка 7,65-7,70% годовых.**

Выпуск	Дата погашения	Объем выпуск, млн. руб.	Дюрация, лет	YTM, % годовых	Рейтинги межд. агентства Moody's
Московская обл., 5	30.03.10	9000	2.62	7.09	Ba3/Ct
Коми, 6	14.10.10	700	3.49	7.67	Ba3/Ct
Самарская обл., 2	09.09.10	2000	3.68	7.40	Ba2/Ct
Московская обл., 6	19.04.11	12000	4.06	7.38	Ba3/Ct
<b>Чувашия, 5</b>	<b>05.06.2011</b>	<b>1000</b>	<b>4.07</b>	<b>7.65 – 7.70</b>	<b>Ba3/Ct(Ba2/Ct)</b>
Коми, 7	22.11.13	1000	5.25	8.11	Ba3/Ct



ПРИЛОЖЕНИЕ №1.

Регион	Доля налоговых доходов, %	Доходы бюджета ВСЕГО	Место среди субъектов	Расходы бюджета ВСЕГО	Обслуж. долга/ Расходы	Дефицит /Доходы	Исполн/ Утвержд Доходы	Исполн/ Утвержд Расходы
Республика Коми	85.9%	20.383	29	19.668	1.5%	3.5%	101%	99%
Белгородская область	77.1%	19.529	30	19.747	0.6%	-1.1%	100%	96%
Ленинградская область	78.0%	19.399	31	20.257	1.8%	-4.4%	100%	98%
Волгоградская область	65.6%	19.035	32	19.475	1.3%	-2.3%	99%	91%
Воронежская область	56.4%	17.968	33	17.434	1.2%	3.0%	100%	95%
Томская область	80.5%	16.107	38	15.950	1.5%	1.0%	102%	99%
Ярославская область	82.9%	15.880	40	16.178	2.3%	-1.9%	98%	96%
Липецкая область	89.9%	15.416	42	18.124	0.0%	-17.6%	94%	99%
Тверская область	64.2%	14.328	43	14.753	1.5%	-3.0%	97%	94%
<b>Чувашская Республика</b>	<b>50.6%</b>	<b>12.008</b>	<b>51</b>	<b>12.494</b>	<b>1.2%</b>	<b>-4.1%</b>	<b>101%</b>	<b>97%</b>
Калужская область	60.6%	11.315	52	11.619	0.6%	-2.7%	101%	96%
Республика Карелия	69.6%	10.446	59	10.196	1.2%	2.4%	104%	101%

Основные показатели бюджетов, млрд. руб. Источник: Минфин РФ, ГК «РЕГИОН».

	2004 г.	2005 г.
Кредиты банков	-	-
Бюджетные ссуды	25	141
Ценные бумаги	798	1 258
Реструктуризованная задолженность	40	24
Гарантии	1 052	816
Прочие	7	-
<b>Всего</b>	<b>1 922</b>	<b>2 239</b>

Государственный долг Чувашской Республики, млн. руб. Источник: Минфин Чувашской Республики, ГК «РЕГИОН».

Субъекты РФ	Объем госдолга в % от собственных доходов	Обслуживание госдолга в % от расходов	Дефицит бюджета в % от доходов (справочно)
Норматив	<100%	<15%	<15%
Белгородская область	23.05	0.84	0.88
Волгоградская область	28.24	1.27	3.09
Вологодская область	6.60	0.00	8.17
Воронежская область	17.37	1.22	-
Калужская область	13.74	0.59	3.59
Костромская область	62.93	2.35	16.54
Ленинградская область	25.51	1.81	4.16
Липецкая область	3.90	0.03	18.69
Москва	17.57	1.75	-
Московская область	48.82	3.76	1.69
Нижегородская область	38.04	2.48	5.22
Новосибирская область	40.53	4.42	-
Омская область	9.83	0.44	1.59
Республика Башкортостан	6.67	0.36	-
Республика Карелия	17.49	1.29	-
Республика Коми	20.81	1.56	-
Республика Марий Эл	16.71	0.60	-
<b>Чувашская Республика</b>	<b>32.28</b>	<b>1.19</b>	<b>5.36</b>
Санкт-Петербург	6.64	1.06	-
Тверская область	29.50	1.55	3.90
Томская область	20.56	1.46	-
Хабаровский край	50.25	3.37	7.92
ХМАО	3.22	0.10	-
ЯНАО	4.16	0.53	-
Ярославская область	33.44	2.28	1.99

Основные параметры долговой нагрузки эмитентов – субъектов РФ на 01.01.05 г. Источник: Минфин РФ, ГК «РЕГИОН».

**Группа компаний «РЕГИОН»**

Группа компаний "РЕГИОН" объединяет динамично развивающиеся компании, оказывающие в совокупности целый спектр услуг на рынке ценных бумаг, в числе которых услуги в сфере брокерской (ООО «БК РЕГИОН»), депозитарной деятельности (ЗАО «ДК РЕГИОН»), доверительного управления ценными бумагами, управления инвестиционными фондами, паевыми инвестиционными фондами и негосударственными пенсионными фондами (ЗАО "РЕГИОН ЭСМ"), а также услуги финансового консультанта на рынке ценных бумаг (ЗАО "РЕГИОН ФК"). Компании группы обладают всеми необходимыми лицензиями для осуществления соответствующих видов деятельности. Профессионализм сотрудников компаний группы подтвержден рейтингами НАУФОР (АА – высокая степень надежности), журнала «Деньги», а также многочисленными опросами участников рынка ценных бумаг, проводимых информационными агентствами АК&М и РосБизнесКонсалтинг, по результатам которых Компания устойчиво занимает ведущие места. Основные причины наших успехов кроются в четком понимании тенденций рынка и чутком отношении к интересам наших клиентов. Если Вам потребуется какая-либо помощь, либо Вы захотите более подробно узнать о спектре оказываемых нами услуг, пожалуйста, свяжитесь с нами.

**Многоканальный телефон: (095) 777-29-64 Факс: 975-24-48**

**Web-site: [www.regiongroup.ru](http://www.regiongroup.ru)**

**Операции с акциями****Руководитель департамента:**

Павел Ващенко (доб.335; e-mail: pvaschenko@regnm.ru)

**Клиентское обслуживание:**

Владимиров Владимир (доб. 570; e-mail: vladimirov@regnm.ru)

Маргарита Петрова (доб.333; e-mail: rita\_petrova@regnm.ru)

Янковский Александр (доб. 585; e-mail: java@regnm.ru)

**Трейдеры:**

Алексей Цырульник (доб.147; e-mail: alexiz@regnm.ru)

Марина Муминова (доб.157; e-mail: muminova@regnm.ru) и  
(095) 264-43-72 (прямой)

Никита Фраш (доб. 137; e-mail: frash@regnm.ru)

Рифат Летфуллин (доб. 504; e-mail: letfullin@regnm.ru)

Орловский Максим (доб.534; e-mail: orlovskiy@renm.ru)

**Операции с векселями**

Павел Голышев (доб.303; e-mail: golyshev@regnm.ru)

Виктория Скрыпник (доб.301; e-mail: vvs@regnm.ru)

Елена Шехурдина (доб.463; e-mail: lenash@regnm.ru),

Крищенко Богдан (доб.580; e-mail: valentine@regnm.ru)

**Организация программ долгового  
финансирования**

Олег Дулебенец (доб.584; e-mail: dulebenets@regnm.ru )

Константин Ковалев (доб.547; e-mail: kovalev@regnm.ru)

**Аналитическое и информационное  
Обслуживание****Директор по аналитике и информации:**

Анатолий Ходоровский (доб.538; e-mail: khodorovsky@regnm.ru)

**Анализ финансовых рынков:**

Александр Ермак (долговой рынок) (доб.405; e-mail: aermak@regnm.ru)

Константин Комиссаров (долговой рынок) (доб.428; e-mail: komissarov@regnm.ru)

**Отраслевой и макроэкономический анализ:**

Валерий Вайсберг (доб.143; e-mail: vva@regnm.ru)

Евгений Шаго (доб.336; e-mail: shago@regnm.ru)

**Операции с облигациями**

Сергей Гуминский (доб.433; e-mail: guminskiy@regnm.ru)

Петр Костиков (доб.471; e-mail: kostikov@regnm.ru)

Игорь Каграманян (доб.575; e-mail: kia@regnm.ru)

Нестерова Анна (доб.549; e-mail: nesterova@regnm.ru)

**Доверительное управление**

Сергей Малышев (доб.120; e-mail: smalyshev@regnm.ru),

Данила Шевырин (доб.178; e-mail: she\_dv@regnm.ru),

Екатерина Колотыркина (доб.180; e-mail: kolot@regnm.ru)

Страницы компании в информационной системе **REUTERS: <REGION>**

Данный обзор носит исключительно информационный характер и не может рассматриваться как предложение к заключению сделок с компаниями группы «РЕГИОН». Мы не претендуем на полноту и точность изложенной информации. Наши клиенты могут иметь позицию или какой-либо иной интерес в любой сделке прямо или косвенно упомянутой в тексте настоящего обзора. РЕГИОН не несет ответственности за любой прямой или косвенный ущерб, наступивший в результате использования информации, изложенной в настоящем обзоре. Любые операции с ценными бумагами, упоминаемыми в настоящем обзоре, могут быть связаны со значительным риском.