

Облигационный заем Пензенской области

РЕЗЮМЕ

Основные показатели социально-экономического развития Пензенской области за 2005 год

Индекс промышленного производства к 2004 г., %	107.10%
Инвестиции в основной капитал, млн.руб.	15216.7
Оборот розничной и оптовой торговли	81959.4
Денежные доходы на душу, руб.	4075.1

Источник: Пензстат

Основные показатели бюджета региона за 2005 год

Доходы бюджета, млн. руб.	10948
Дефицит, млн. руб.	216
Собственные доходы, млн. руб.	4742
% от общих доходов	43.31
Налоговые доходы, млн. руб.	4520
% от общих доходов	41.29
Долг/доходы, %	20

Параметры облигационного займа

Эмитент	Правительство Пензенской области
Тип ценных бумаг	Государственные облигации с фиксированным купонным доходом и амортизацией долга
Объем эмиссии	800 млн. руб.
Номинал облигации	1000 руб.
Срок обращения	3 года
Купонный период	3 месяца
Ставка купона	1-4й купон - 9.50% годовых, 5-8й купон - 9.45% годовых, 9-12й купон - 9.40% годовых
Амортизация	50% номинальной стоимости в дату выплаты 8-го купона, 50% - в дату выплаты 12-го купона
Способ размещения	Открытая подписка, внебиржевое размещение
Организатор	АКБ "СОЮЗ" (ОАО)

13 октября 2006 года состоится размещение дебютного трехлетнего облигационного займа Пензенской области на сумму 800 млн. руб. По выпуску предусмотрена амортизация долга, что уменьшает срочность бумаги.

Из сильных сторон эмитента мы выделяем:

- Сбалансированную структуру экономики
- Высокий рост промышленного производства
- Существенный рост доходов бюджета в 2006 году
- Низкую долговую нагрузку

Основной недостаток – невысокая доля собственных доходов бюджета.

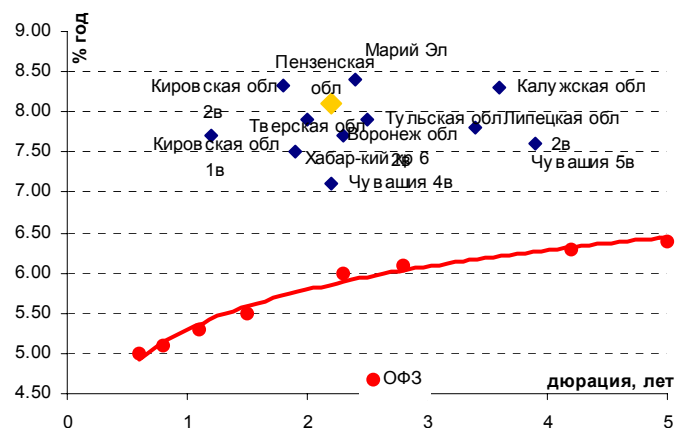
Дебютный выпуск Пензенской области должен привлечь внимание инвесторов по нескольким причинам.

Во-первых, субфедеральный заем такого заемщика может стать выгодным инструментом для диверсификации портфеля по кредитному риску.

Во-вторых, область без сомнения имеет значительный потенциал для дальнейшего экономического развития.

В-третьих, мы оцениваем справедливую доходность выпуска Пензенской области на уровне 8.1% годовых, что делает заем одним из самых высокодоходных в секторе региональных облигаций.

Позиционирование займа



Общая характеристика региона

- Пензенская область – один из ведущих промышленно-аграрных регионов страны. Область входит в состав Приволжского федерального округа. На севере граничит с Рязанской областью и Республикой Мордовия, на востоке — с Ульяновской областью, на юге — с Саратовской областью и на западе — с Тамбовской областью.
- В состав области входит 32 района, 11 городов областного значения, 6 городов районного значения, 16 поселков городского типа,
- 376 сельсоветов;
- 1534 сельских населенных пункта (в т.ч. без населения — 42).
- Областной центр — г. Пенза, с населением 522,9 тыс. человек.

Для оценки относительного социально-экономического и финансового положения Пензенской области нами определен ряд субъектов, с которыми эмитент находится в одной, наиболее близкой группе риска. В эту группу входят помимо Пензенской области также Калужская область, Республика Чувашия, Тульская, Кировская, Тамбовская и Тверская области. Мы рекомендуем оценивать риск вложений в облигации эмитента на уровне, соответствующем этим регионам – эмитентам облигаций.

Экономика региона

Общие аспекты

Социально-демографические показатели развития региона характеризуют перспективы развития сельскохозяйственной либо промышленной направленности региона, динамику социальной нагрузки на бюджет, социальную напряженность, уровень материальной обеспеченности населения.

Пензенская область обладает признаками региона, характеризующегося средним уровнем социально-демографического развития.

Среднемесячная начисленная заработная плата одного работника (номинальная) возросла в январе – мае 2006 года по сравнению с соответствующим периодом 2005 года на 23,5%, официальный уровень безработицы по состоянию на 01.01.2006 года составил всего 1.4%.

По сравнению с другими регионами, Пензенскую область отличает невысокий уровень среднедушевых доходов населения наряду с низкими расходами, что ставит этот регион по уровню жизни населения рядом с такими субъектами РФ, как Тверская, Кировская области. опережает по развитию область Республику Чувашия.

Уровень естественного и миграционного прироста соответствует общероссийской тенденции сокращения численности населения и миграции населения по направлению к столице и близлежащим регионам.

Численность населения Пензенской области составляет 1.42 млн. человек. Это высокий показатель среди сравниваемых нами регионов. По численности экономически активного населения область существенно опережает Калужскую область, Чувашскую Республику, Тамбовскую область. Незначительно уступает Тульской, Кировской и Тверской областям.

Уровень социально - демографического развития Пензенской области можно признать умеренным. Высокие темпы прироста заработной платы балансируют с относительно высокой численностью населения с денежными доходами ниже прожиточного минимума. Общая динамика социально-демографических показателей позитивна.

Наименование показателя	Год	Пензенская область	Калужская область	Чувашская Республика	Тульская область	Кировская область	Тамбовская область	Тверская область
Численность населения, тыс. чел.	2005	1422.8	1021.5	1299.3	1621.9	1461.3	1144.8	1425.6
Численность экономически активного населения, тыс. чел.	2004	698	551	650	827	808	521	716
Среднедушевые доходы населения, руб.	2004	3280.5	4050.7	3174.5	3939.7	3694.5	4072.1	3776.1
Среднедушевые денежные расходы, руб.	2004	2472.7	3246.7	2211.7	2636.7	2380.4	2747.2	2976.2
Естественный прирост/убыль, чел.	2004	-9.5	-9.6	-4.3	-13.8	-9.3	-10.4	-13.7
Миграционный прирост/убыль, чел.	2004	-1026	545	-222	-1052	-4576	-2367	803
Реальная начисленная з/п, %	04/03	112	111	113	106	110	111	112
Среднемесячная номинальная начисленная з/п работающих, руб.	2004	4 217.20	5 573.70	4 061.30	5 159.20	4 552.70	4 108.50	5 375.10
Численность населения с денежными доходами ниже величины прожиточного минимума, %	2004	29.9	24.3	30.8	20	27.4	20.9	27.6

Экономические и социальные показатели по Пензенской области за 2005 год

Показатель	2005 год	В % к 2004
Индекс промышленного производства, %	х	107.1
обрабатывающее производство	х	110
Объем отгруженных товаров собственного производства, выполненных работ и услуг собственными силами, млн.руб.: [1]		
обрабатывающее производство	32856.7	117.5
производство и распределение электроэнергии, газа и воды	9732.2	119.5
Инвестиции в основной капитал, млн.руб. [2]	15216.7	118.5
Ввод в действие жилых домов за счёт всех источников финансирования, тыс.кв.м общей площади	306.9	109.9
Продукция сельского хозяйства в хозяйствах всех категорий (в действующих ценах), млн.руб.	17050.3	100.8 [3]
Грузооборот транспорта, млн.т-км. [4]	26562.6	94.9
Оборот розничной торговли по всем каналам реализации, млн. руб.	39484.6	110.6
Оборот оптовой торговли, млн.руб.	42474.8	102.5
Оборот общественного питания, млн.руб.	962.9	110.9
Объем платных услуг, млн.руб.	12492.6	105.3
Внешнеторговый оборот (без энергетической таможни и Республики Беларусь), млн.долл. США [5],	127.5	95.8
в т.ч.:		
экспорт	58.5	92.9
импорт	69	98.4
Денежные доходы на душу населения, руб. [2]	4075.1	119.1
Реальные располагаемые денежные доходы населения, %	х	108.0 [2]
утвержденные данные за ноябрь, январь-ноябрь	х	107.3 [5]
Среднемесячная начисленная заработная плата одного работника (по полному кругу предприятий): [5]		
номинальная, руб.	5322.3	127.3
реальная, руб.	4673.6	111.8
Индекс потребительских цен, %	111.32 [7]	113.65
Индекс цен производителей промышленных товаров, %	107.10 [7]	110.21
Сальдированный финансовый результат крупных и средних организаций, млн.рублей [5]	2676	175.8

[1] В фактически действующих ценах.

[2] Предварительные данные, будут уточнены в феврале 2006г.

[3] В ценах предыдущего года.

[4] По полному кругу предприятий.

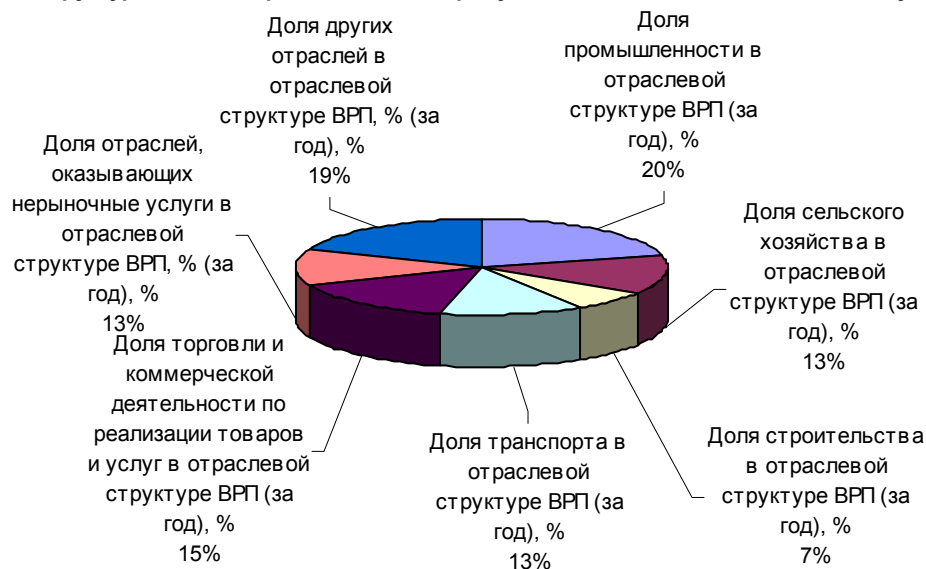
[5] ноябрь и январь-ноябрь 2005г., ноябрь 2005г. в % к ноябрю 2004г., январь-ноябрь 2005г. в % к январю-ноябрю 2004г.

[6] декабрь 2005г. в % к ноябрю 2005г.

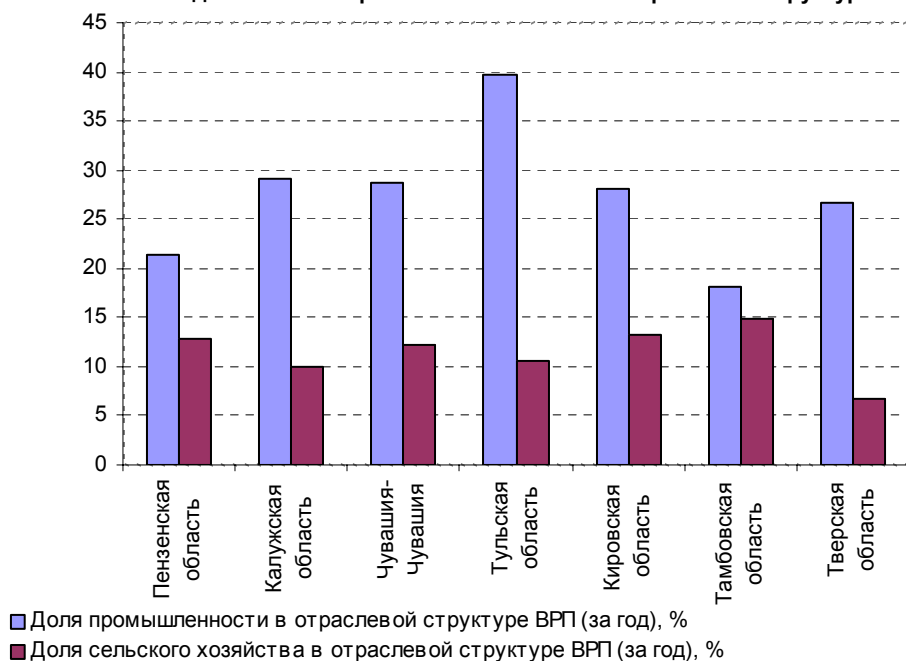
[7] декабрь 2005г. в % к декабрю 2004г.

Основу производства валового регионального продукта Пензенской области составляет промышленное производство (20%), торговая и коммерческая деятельность (15%), сельское хозяйство и транспорт занимают по 13% структуры областного ВРП.

Структура Валового регионального продукта Пензенской области в 2004 году, %



Удельный вес промышленности и с/х в отраслевой структуре ВРП, %



Среди сравниваемых регионов, промышленность в Пензенской области составляет невысокий удельный вес в структуре ВРП. В то же время сельское хозяйство является относительно развитым. В целом, структура ВРП является хорошо сбалансированной за счет нерыночных отраслей и коммерческой деятельности предприятий по реализации товаров.

По величине ВРП Пензенская область опережает такие регионы, как Чувашская, Тамбовская области. По этому показателю в связи с менее выраженной индустриальной направленностью, область уступает Тульской, Кировской и Тверской областям. ВРП на душу населения невысок, что объясняется высокой населенностью региона.

Пензенская область обладает умеренным уровнем развития основных отраслей экономики. В 2005 году индекс выпуска базовых отраслей составил 107.1%.

В 2005г. по сравнению с 2004г. по полному кругу предприятий индекс промышленного производства увеличился на 7.1%, по крупным и средним предприятиям – на 5.4%. В январе-июне 2006г. по сравнению с январем-июнем 2005г. по полному кругу предприятий индекс промышленного производства увеличился на 4.9%.

Наименование показателя	Год	Пензенская область	Калужская область	Чувашская Республика	Тульская область	Кировская область	Тамбовская область	Тверская область
ВРП, млн. руб.	2004	62654.4	64787.9	61971.6	88000.4	73677.6	60163.6	87843.8
ВРП на душу населения, руб.		43834.6	63197.5	47591.9	53877.1	50109.9	52232.7	61230.9
Индексы выпуска базовых отраслей экономики, тыс. чел.	2004	102.9	102.7	104.6	106.7	100.4	101.3	107.3
Индекс промышленного производства, %	2004	108.2	103.7	111.3	112.3	103.5	104.5	110.3
Индекс цен производителей промышленной продукции, %	2004	115.5	111.1	116.6	130.8	114.8	0	115.5
Объем промышленной продукции, млн. руб.	2004	35964	54758	49286	125007	54858	25263	65525
Доля в общем объеме, млн. руб.	2004	0.4	0.6	0.5	1.3	0.6	0.3	0.7
Объем платных услуг населению, %	04/03	107.1	101.7	106.9	107.8	105.3	107.1	104.4
Оборот розничной торговли, %	2004	0.6	0.6	0.4	0.7	0.5	0.5	0.7
Объем продукции сельского хозяйства, млн. руб.	2004	15777.8	9983.5	12721.5	17350.3	18547	18603.1	11331
Отношение к общероссийскому объему, %	2004	1.2	0.7	0.9	1.3	1.4	1.4	0.8

Также наблюдается увеличение индекса промышленного производства в январе-июне 2006 года составило к январю-июню 2005 года 4.9%, объема отгруженных товаров собственного производства, выполненных работ и услуг – 18.3%.

В сравнении с некоторыми регионами – эмитентами облигаций, область отличается высоким ростом промышленного производства. По показателям развития промышленности, область не уступает Калужской области, Чувашской Республике, Кировской, Тамбовской областям.

В Пензенской области достаточно широко развито сельское хозяйство (1.2% общероссийского объема), оптовая и розничная торговля (0.6% общероссийского объема), предоставление платных услуг населению.

Политическая ситуация

С мая 2005 года по представлению Президента Российской Федерации В.В. Путина, законодательным собранием Пензенской области Бочкарев Василий Кузьмич был наделен полномочиями Губернатора сроком на пять лет, что снимает политические риски погашения займа.

Демография организаций

На территории области работает более 1500 предприятий пищевой, табачной, текстильной, швейной, кожевенной, обувной, целлюлозно-бумажной, химической, нефтехимической отраслей, металлургии и др. отраслей.

Финансовый результат (прибыль за минусом убытка) по крупным и средним предприятиям вырос в первом полугодии 2006 года на 21.6%.

Перечень крупных предприятий Пензенской области

ОАО «Пензхиммаш»
ОАО «СКБТ»
ЗАО ПО «Сердобский машиностроительный завод»
ЗАО «Белинсксельмаш»
ОАО «Завод «Граз»
ОАО «Кузполимермаш»
ОАО «Пензадизельмаш»
ОАО «Пензкомпрессормаш»
ОАО «Пензтяжпромарматура»
ОАО НПП «Рубин»
ОАО «Радиозавод»
ФГУП «Н.Ломовский ЭМЗ»
ОАО «Пензмаш»
ФГУП «НИИ ФИ»
ФГУП «НИИ ЭМП»
ФГУП ПО «Старт»
ФГУП ПО «Электроприбор»
ФГУП «ППО ЭВТ»
ОАО «Электромеханика»
ООО ПО Завод «Пензтекстильмаш»
ФГУП «ПНИЭИ»
ОАО «ЗИФ»
ОАО «Маяк»
ОАО «Биосинтез»
ООО «Мебельная компания «Леером»
ОАО «Сурская мануфактура»
ЗАО «Дера»
ОАО «Фанерный завод «Власть труда»
ООО «Спичечная фабрика «Победа»
ЗАО ПТФ «Пекоф»
ОАО «Кузнецкобувь»
Фл. ЗАО МПБК «Очаково»
ЗАО «Пензенская кондитерская фабрика»
ОАО «Визит»
ЗАО «Пищекомбинат»
ООО «Пивоваренный завод «Самко»

По количеству зарегистрированных организаций Пензенской область опережает Тамбовскую и Калужскую области и несколько уступает Чувашской Республике, Тульской, Тверской и Кировской областям. В то же время степень износа основных фондов предприятий составляет чуть более 50%. Число прибыльных предприятий составляет более 60% и является средним показателем по группе сравниваемых предприятий.

Наименование показателя	Год	Пензенская область	Калужская область	Чувашская Республика	Тульская область	Кировская область	Тамбовская область	Тверская область
Официально зарегистрированные организации, ед.	2004	1744	1601	2383	2505	2937	1229	3604
Степень износа основных фондов организаций по полной учетной стоимости, %	2004	51.1	36.4	47	47.7	49.5	52	45
Число прибыльных организаций к общему числу организаций, %	2004	60.4	61.1	70	64	63.5	59.2	56.7
Численность кредитных организаций, ед.	2004	2	5	5	6	3	2	7

Инвестиции

Инвестиционную привлекательность Пензенской области можно оценить как среднюю. Объем инвестиций в основной капитал соответствует уровню Калужской, Тульской, Тамбовской областей. Объем инвестиций на душу населения ниже, чем в целом по сравниваемой группе, но все же эмитент опережает по этому показателю Кировскую область.

Пензенскую область позитивно характеризует рост инвестиций в основной капитал в динамике и близкий к оптимальному удельный вес собственных средств в структуре инвестиций в экономику.

Наименование показателя, 2004 год	Пензенская область	Калужская область	Чувашская Респ-ка	Тульская область	Кировская область	Тамбовская область	Тверская область
Инвестиции в основной капитал, млн. руб.	10 694	10 348	14 271	12 652	9 539	10 815	28 956
Инвестиции в основной капитал на душу населения, тыс. руб.	6.4	7.0	11.8	9.2	6.3	8.2	27.8
Инвестиции в основной капитал, в % к 2003 году	108.4	92.9	112.2	80.6	116.4	115.1	114.0
Инвестиции в основной капитал, % к общероссийскому	0.39	0.38	0.52	0.46	0.35	0.40	1.06
Доля собственных средств в структуре инвестиций, %	42	40	48	65	57	39	18
Доля привлеченных средств в структуре инвестиций, %	58	60	53	35	43	61	82
Иностранные инвестиции, тыс. руб.	2081	24059	22175	86900	9046	5705	2079

Иностранные инвестиции в экономику Пензенской области невелики (соответствуют уровню Тверской области). В настоящее время администрацией области ведется работа по увеличению притока иностранных инвестиций в экономику региона.

Внешняя торговля

По объему внешнеторгового оборота Пензенская область уверенно опережает ряд субъектов РФ – эмитентов облигаций. Среди сравниваемых в обзоре регионов, объем оборота внешней торговли область выигрывает по сравнению с Тульской и Тамбовской областями. Уровень внешнеторговой активности в целом соответствует Республике Чувашия, Тверской области.

Наименование показателя, 2004 год	Пензенская область	Калужская область	Чувашская Респ-ка	Тульская область	Кировская область	Тамбовская область	Тверская область
Объем внешнеторгового оборота, млн. долл.	200.5	496.4	225.9	1945.5	413.4	143.3	289.3
Объем внешнеторгового оборота, % к 2003 года	139.8	139.3	139.2	164.2	121.5	94.5	101.9
Объем внешнеторгового оборота, % к общероссийскому	0.08%	0.19%	0.09%	0.76%	0.16%	0.06%	0.11%
Экспорт всего, млн. долл.	120.2	152.3	141.8	1689.7	347.3	54.1	114.3
Импорт всего, млн. долл.	80.3	344	84.1	255.7	66.1	89.2	175

Финансы

Бюджет Пензенской области в 2006 году запланирован на уровне 12 863 693.1 тыс. рублей по доходам (+17.4% к 2005 году) и 13 522 156.4 тыс. рублей по расходам (+21.1% к 2005 году). Из них – собственные доходы 6.9 млрд. рублей (-53,7%), что на 10,4% больше, чем в 2005 году. Налоговые доходы составляют 6,4 млрд. рублей (49%), безвозмездные поступления 5.95 млрд. рублей (46.3%),

Основную часть безвозмездных перечислений составляют дотации от других уровней. Дотации составляют наиболее стабильную составляющую безвозмездных поступлений, так как назначаются федеральным бюджетом исходя из оцениваемого Министерством финансов уровня социально-экономического развития.

Среди регионов-эмитентов сравниваемой группы Пензенскую область отличает высокая доля налога на прибыль организаций (31.7%), налога на доходы физических лиц (31.4%). Они же являются основными поступлениями среди налоговых доходов Пензенской области. Последнее является хорошим стабилизирующим фактором для финансового положения Пензенской области ввиду высокой численности населения региона.

	Пензенская область	Калужская область	Чувашская Республика – Чувашия	Тюльская область	Кировская область	Тамбовская область	Тверская область
Собственные доходы	4 741 882 435	7 074 026 460	6 403 607 482	9 724 391 645	7 260 143 958	5 019 956 580	9 674 001 501
<i>Доля в доходах, %</i>	<i>43.3%</i>	<i>62.5%</i>	<i>53.3%</i>	<i>68.4%</i>	<i>55.6%</i>	<i>49.9%</i>	<i>67.5%</i>
Налоговые доходы	4 519 994 960	6 859 468 644	6 077 735 770	9 488 854 769	6 771 967 564	4 589 568 505	9 200 073 651
<i>Доля в доходах, %</i>	<i>41.3%</i>	<i>60.6%</i>	<i>50.6%</i>	<i>66.7%</i>	<i>51.9%</i>	<i>45.6%</i>	<i>64.2%</i>
Доля в собственных доходах, %	95.3%	97.0%	94.9%	97.6%	93.3%	91.4%	95.1%
в т.ч. налог на прибыль организаций	1 432 054 127	1 613 366 364	1 644 062 017	3 103 916 227	1 375 737 796	1 336 333 746	2 767 766 517
<i>Доля в нал. доходах</i>	<i>31.7%</i>	<i>23.5%</i>	<i>27.1%</i>	<i>32.7%</i>	<i>20.3%</i>	<i>29.1%</i>	<i>30.1%</i>
налог на доходы физ. лиц	1 419 218 408	2 704 573 209	1 810 733 141	2 497 085 816	2 119 488 008	1 200 023 794	2 875 251 721
<i>Доля в нал. доходах</i>	<i>31.4%</i>	<i>39.4%</i>	<i>29.8%</i>	<i>26.3%</i>	<i>31.3%</i>	<i>26.1%</i>	<i>31.3%</i>
Налоги на товары (работы, услуги), реализуемые на территории РФ	1 160 428 295	1 666 907 053	1 614 775 664	2 257 889 981	2 130 964 194	1 261 528 501	2 321 495 261
<i>Доля в нал. доходах</i>	<i>25.7%</i>	<i>24.3%</i>	<i>26.6%</i>	<i>23.8%</i>	<i>31.5%</i>	<i>27.5%</i>	<i>25.2%</i>
в т.ч. акцизы	925 273 852	1 666 167 603	1 427 088 082	1 993 321 499	1 803 084 130	1 118 252 170	2 087 946 984
<i>Доля в нал. доходах</i>	<i>20.5%</i>	<i>24.3%</i>	<i>23.5%</i>	<i>21.0%</i>	<i>26.6%</i>	<i>24.4%</i>	<i>22.7%</i>
налог на совокупный доход	235 154 443	739 449	187 687 582	264 568 482	327 880 064	143 276 331	233 548 277
<i>Доля в нал. доходах</i>	<i>5.2%</i>	<i>0.0%</i>	<i>3.1%</i>	<i>2.8%</i>	<i>4.8%</i>	<i>3.1%</i>	<i>2.5%</i>
налоги на имущество	471 452 967	809 204 919	974 885 238	1 621 983 604	989 813 881	730 821 049	1 152 497 922
<i>Доля в нал. доходах</i>	<i>10.4%</i>	<i>11.8%</i>	<i>16.0%</i>	<i>17.1%</i>	<i>14.6%</i>	<i>15.9%</i>	<i>12.5%</i>
000 107 00000 00 0000 000 НАЛОГИ, СБОРЫ И РЕГУЛЯРНЫЕ ПЛАТЕЖИ ЗА ПОЛЬЗОВАНИЕ ПРИРОДНЫМИ РЕСУРСАМИ	9 613 152	20 271 433	0	21 372 271	11 386 443	16 605	15 789 254
<i>Доля в нал. доходах</i>	<i>0.2%</i>	<i>0.3%</i>	<i>0.0%</i>	<i>0.2%</i>	<i>0.2%</i>	<i>0.0%</i>	<i>0.2%</i>
000 108 00000 00 0000 000 ГОСУДАРСТВЕННАЯ ПОШЛИНА	119 300	100 691	174 350	54 200	62 634 017	40 396 495	55 401 363
<i>Доля в нал. доходах</i>	<i>0.0%</i>	<i>0.0%</i>	<i>0.0%</i>	<i>0.0%</i>	<i>0.9%</i>	<i>0.9%</i>	<i>0.6%</i>
000 109 00000 00 0000 000 ЗАДОЛЖЕННОСТЬ И ПЕРЕРАСЧЕТЫ ПО ОТМЕНЕННЫМ НАЛОГАМ, СБОРАМ	21 279 562	44 353 788	32 004 349	-13 549 188	81 943 226	20 004 697	10 745 256
<i>Доля в нал. доходах</i>	<i>0.5%</i>	<i>0.6%</i>	<i>0.5%</i>	<i>-0.1%</i>	<i>1.2%</i>	<i>0.4%</i>	<i>0.1%</i>
Прочие налоговые доходы	5 829 148	691 187	1 101 010	101 857	(0)	443 618	1 126 358
<i>Доля в нал. доходах</i>	<i>0.1%</i>	<i>0.0%</i>	<i>0.0%</i>	<i>0.0%</i>	<i>0.0%</i>	<i>0.0%</i>	<i>0.0%</i>
Неналоговые доходы	221 887 476	214 557 818	325 871 712	235 536 876	488 176 394	430 389 076	473 927 850
<i>Доля в доходах, %</i>	<i>2.0%</i>	<i>1.9%</i>	<i>2.7%</i>	<i>1.7%</i>	<i>3.7%</i>	<i>4.3%</i>	<i>3.3%</i>
Безвозмездные поступления	6 206 288 397	4 241 327 113	5 604 110 134	4 494 433 836	5 793 691 350	5 040 239 450	4 654 131 871
<i>Доля в доходах, %</i>	<i>56.7%</i>	<i>37.5%</i>	<i>46.7%</i>	<i>31.6%</i>	<i>44.4%</i>	<i>50.1%</i>	<i>32.5%</i>
999 202 01000 00 0000 151 Дотации от других бюджетов бюджетной системы Российской Федерации	4 534 420 400	2 261 786 000	3 817 409 900	2 540 754 200	3 746 715 500	3 379 211 400	2 504 071 900
<i>Доля в безв. поступлениях, %</i>	<i>73.1%</i>	<i>53.3%</i>	<i>68.1%</i>	<i>56.5%</i>	<i>64.7%</i>	<i>67.0%</i>	<i>53.8%</i>
в т.ч. 000 202 01010 00 0000 151 - Дотации на выравнивание уровня бюджетной обеспеченности	3 392 003 200	1 162 792 300	3 403 919 300	1 355 483 800	3 052 964 200	2 770 966 500	1 671 099 800
<i>Доля в безв. поступлениях, %</i>	<i>54.7%</i>	<i>27.4%</i>	<i>60.7%</i>	<i>30.2%</i>	<i>52.7%</i>	<i>55.0%</i>	<i>35.9%</i>
000 202 02000 00 0000 151 Субвенции от других бюджетов бюджетной системы Российской Федерации	182 433 518	370 933 745	252 450 684	709 393 707	373 678 561	307 094 687	395 902 877
<i>Доля в безв. поступлениях, %</i>	<i>2.9%</i>	<i>8.7%</i>	<i>4.5%</i>	<i>15.8%</i>	<i>6.4%</i>	<i>6.1%</i>	<i>8.5%</i>
000 202 04000 00 0000 151 Субсидии от других бюджетов бюджетной системы Российской Федерации	476 268 060	413 839 061	480 540 794	503 142 663	628 999 507	588 403 355	508 032 369
<i>Доля в безв. поступлениях, %</i>	<i>7.7%</i>	<i>9.8%</i>	<i>8.6%</i>	<i>11.2%</i>	<i>10.9%</i>	<i>11.7%</i>	<i>10.9%</i>
Прочие безвозмездные поступления	1 013 166 419	1 194 768 306	1 053 708 757	741 143 267	1 044 297 783	765 530 009	1 246 124 725
<i>Доля в безв. поступлениях, %</i>	<i>16.3%</i>	<i>28.2%</i>	<i>18.8%</i>	<i>16.5%</i>	<i>18.0%</i>	<i>15.2%</i>	<i>26.8%</i>
Доходы бюджета, всего	10 948 170 832	11 315 353 673	12 007 717 616	14 218 825 481	13 053 835 309	10 060 196 031	14 328 133 372
внутренние обороты	0	68 297	1 848	27 459 900	12 829 700	0	0
Расходы бюджета, всего	11 163 710 734	11 619 215 319	12 494 451 214	14 682 366 795	13 990 160 886	10 070 655 104	14 753 042 251

Исполнение бюджета Пензенской области в 2006 году.

Бюджет Пензенской области по доходам за январь-июнь 2006 года выполнен на 100.9% (план – 7466.5 млн. рублей, фактически поступило – 7530.7 млн. рублей.). Налоговые и неналоговые доходы

поступили в объеме 3267.5 млн. руб., планировалось получить – 3075.7 млн. руб. (106.2%), план поступления доходов от предпринимательской и иной приносящей доход деятельности выполнен на 73.6%, безвозмездные поступления из федерального бюджета составили 98.1% (при плане 4213.8 млн. руб. поступило 4133.0 млн. руб.).

По сравнению с 1 полугодием 2005 года общий объем доходов возрос на 2484.0 млн. руб. или на 49.2 %, в том числе налоговых и неналоговых – на 1107.5 млн. руб. или в 1.5 раза. Увеличение доходов связано, в основном, с перераспределением налоговых доходов между бюджетом Пензенской области и местными бюджетами в результате внесенных в Бюджетный кодекс Российской Федерации изменений, а также в связи с включением в консолидированный бюджет Пензенской области бюджета г. Заречного, и в связи с увеличением размера предоставленных бюджету Пензенской области субвенций на реализацию делегированных федеральных полномочий. За 6 месяцев текущего года в бюджет области за счет закрытого административно-территориального образования поступило более 180 млн. руб. налоговых и неналоговых доходов. Кроме того, поступила безвозмездная помощь из федерального бюджета в виде субвенций для г. Заречного в сумме около 500 млн. руб.

В связи с окончанием срока действия лицензий с января 2006 года была приостановлена деятельность всех предприятий ОАО «Пензаспиртпром». Только с образованием новых обществ с ограниченной ответственностью («Объединенные спиртовые заводы «Пензаспиртпром» и «Объединенные пензенские водочные заводы») и получением ими 27 апреля текущего года лицензий была возобновлена деятельность 6-ти спиртовых и 2-х ликероводочных заводов. В результате не обеспечено выполнение плана поступлений акцизов на спирт и алкогольную продукцию в бюджет Пензенской области в сумме около 94 млн. рублей. Не выполнен также план по доходам от уплаты акцизов на алкогольную продукцию на 26 млн. рублей. Низкий процент выполнения плана сложился по акцизам на нефтепродукты (57.2%), причиной которого послужило снижение объемов реализации нефтепродуктов Пензенским филиалом ООО «Торговый Дом «ЮКОС-М», связанное с перебоями в поставках нефтепродуктов от головной организации (г. Москва), а также с появлением на рынке Пензенской области других поставщиков, не являющихся плательщиками бюджета области.

В связи со снижением уровня собираемости налога на имущество плановые назначения исполнены всего лишь на 90.6% или в бюджет области недопоступило 37.9 млн. рублей.

Расходная часть бюджета Пензенской области в I полугодии текущего года исполнена в объеме 6 959.8 млн. рублей, или на 90.6% к плану I полугодия и на 44.8% к годовому плану. При плановом дефиците 211,7 млн. рублей. в I полугодии бюджет исполнен с профицитом 570.9 млн. рублей., который сложился в связи с привлечением кредитов банка для финансирования расходов бюджета (привлечено 735 млн. рублей., погашено – 1200 млн. рублей.), которые отражаются не в расходной части бюджета, а по разделу «Источники внутреннего финансирования бюджета», но влияют на результат исполнения бюджета.

Наибольший процент выполнения плановых бюджетных назначений в разрезе функциональной классификации расходов составили расходы по разделам: «Межбюджетные трансферты» - 98.3%, «Жилищно-коммунальное хозяйство» - 99.2%, «Национальная оборона» - 97.5%, «Национальная безопасность и правоохранительная деятельность» - 97%, «Образование» - 90,7%, «Культура, кинематография и средства массовой информации» - 94%, «Здравоохранение и спорт» - 90.6%. В то же время по разделу «Охрана окружающей среды» исполнение расходов составило 22%.

В структуре непроцентных расходов наибольшую долю занимают межбюджетные трансферты – 55.2% (с учетом передаваемых на выполнение полномочий Пензенской области субвенций, носящих социальный характер), расходы на национальную экономику – 11.2%, здравоохранение и спорт – 13.5%.

Предусмотренные в бюджете Пензенской области расходы на реализацию областных программ профинансированы в объеме 1243.5 млн. рублей или на 40% к годовому объему расходов. В структуре произведенных в I полугодии в программном разрезе расходов бюджета наибольший удельный вес занимают расходы на финансирование следующих программ: «Создание сети машинно-технологических станций Пензенской области» (18%), «Предупреждение и борьба с

заболеваниями социального характера» (2.6%), «Развитие и поддержка малого предпринимательства и крестьянских (фермерских) хозяйств Пензенской области на 2006-2008 годы» (1.8%), «Модернизация и развитие территориальной сети автомобильных дорог Пензенской области» (19.7), Программа капитального строительства (32.8%) и Программа капитального ремонта (19.5%) объектов Правительства Пензенской области.

Администрация Пензенской области ведет работу по улучшению и увеличению прозрачности работы с получателями денежных средств.

Так, в 1 полугодии 2006 года полностью погасили кредиторскую задолженность: Министерство образования и науки, Архивный отдел Пензенской области. ГУ «Транспортное управление Правительства Пензенской области» сократило кредиторскую задолженность на 84.2%, Министерство здравоохранения и социального развития – на 81%, Управление ветеринарии Пензенской области – на 55.2%.

Государственный долг

Администрация Пензенской области ведет направленную политику по улучшению структуры государственного долга. Предельный размер государственного долга Пензенской области по состоянию на 01.01.2007 г. составил 1141.1 млн. рублей, в том числе верхний предел суммы обязательств по государственным гарантиям – 382.9 млн. рублей.

	2006 год	1 полугодие 2007 г.	2007 год	2008 год	2009 год
Объем долга Пензенской области (на конец периода, млрд. руб.), в том числе:	1,34	2,31	2,28	2,63	1,56
Договора о предоставлении гос. гарантий	0,49	0,46	0,44	0,2	0,038
Соглашения и договоры о пролонгации и реструктуризации долг. обязательств прошлых лет	0,05	0,046	0,04	0,03	0,02
Государственные займы, осуществляемые путем выпуска ценных бумаг	0,8	1,8	1,8	2,4	1,5

Государственный долг Пензенской области по состоянию на 1 января 2006 года составлял 1.02 млрд. рублей (14.8% собственных доходов бюджета).

В первом полугодии 2006 года на погашение государственного внутреннего долга направлено 1 225 439.1 тыс. рублей, в том числе:

- на погашение задолженности по кредитам, привлеченным в кредитных организациях, в сумме 1 135 000.0 тыс. рублей.
- на погашение задолженности перед Минфином России по реструктурированной задолженности по средствам спецфонда льготного кредитования предприятий АПК, в сумме 5 058.8 тыс. рублей.
- на исполнение гарантии по обязательствам ЗАО «АККОР-ЛИЗИНГ» перед ОАО «Росагролизинг» в сумме 25 380.3 тыс. рублей.
- на погашение задолженности перед федеральным бюджетом по бюджетной ссуде в сумме 60 000,0 тыс. рублей.

Кроме того, уменьшена задолженность по гарантийным обязательствам на сумму 2 592.4 тыс. рублей (по обязательствам ОАО «Пензаавтотранс») в связи с исполнением обязательств заемщиком самостоятельно.

В 1 полугодии 2006 года в качестве источника финансирования дефицита бюджета привлечены кредиты банков на сумму 735.0 млн. рублей.

С учетом произведенных изменений государственный долг Пензенской области по состоянию на 1 июля 2006 года составил 526.6 млн. рублей. (7.6% от собственных доходов бюджета).

Государственный долг Пензенской области характеризуется стабильной структурой и умеренной величиной. Запланированные расходы на обслуживание долга за 2006 год составляют 53075 тыс. рублей (3.9% расходов областного бюджета).

В целом, можно положительно характеризуют политику Администрации области по управлению долгом. Сейчас долговая политика строится на принципах жесткого контролирования объема долга и расходов на его обслуживание. Также Администрация стремится создавать все необходимые условия для снижения стоимости долговых обязательств и увеличения сроков заимствований.

Структура государственного долга Пензенской области по длительности за 2003-2006 гг.

Длительность долговых обязательств	Объем долга, тыс. руб. на 1 января 2004 г.	Объем долга, тыс. руб. на 1 января 2005 г.	Объем долга, тыс. руб. на 1 июля 2006 г.
До 1 года	-	100 000,0	-
До 2-х лет	-	-	-
До 3-х лет	-	-	-
Свыше 3-х лет	1 285 963,7	1 322 950,7	542 238,9

Прогнозные значения государственного долга Пензенской области предполагают плановое погашение реструктурированных кредитов наряду с увеличением в 2.25 раза к 2007 году и в 3 раза к 2008 году объема облигационных заимствований.

Рост объема государственного долга по нашим оценкам будет плавным и будет осуществляться при поддержании умеренного уровня долговой нагрузки.

Показатель	Регион / норм.знач.	55 - Пензенская область	37 - Калужская область	15 - Чувашская Республика	66 - Тульская область	40 - Кировская область	64 - Тамбовская область	36 - Тверская область
		Реципиент	Реципиент	Реципиент	Реципиент	Реципиент	Реципиент	Реципиент
Количество нарушений, всего		1	1	1	1	1	1	1
Донор/реципиент		Реципиент	Реципиент	Реципиент	Реципиент	Реципиент	Реципиент	Реципиент
Предельный объем государственного долга субъекта Российской Федерации к объему доходов бюджета субъекта Российской Федерации без учета финансовой помощи из бюджетов других уровней бюджетной системы Российской Федерации	<=1	0.20	0.14	0.32	0.21	0.10	0.13	0.29
Предельный размер дефицита бюджета субъекта Российской Федерации без учета поступлений от продажи имущества к объему доходов бюджета субъекта Российской Федерации без учета финансовой помощи из федерального бюджета	<=0,15	0.03	0.04	0.05	0.04	0.11	0.00	0.04
Текущие расходы бюджета субъекта Российской Федерации к объему доходов бюджета субъекта Российской Федерации	<= 1	0.82	0.89	0.84	0.96	0.94	0.89	0.95
Предельный объем расходов на обслуживание государственного долга к объему расходов бюджета субъекта Российской Федерации	<=0,15	0.00	0.01	0.01	0.01	0.00	0.00	0.02
Субъект РФ - получатель дотаций из ФФПР не имеет права устанавливать размеры оплаты труда государственных гражданских служащих субъекта РФ, превышающие размеры оплаты труда установленные для соответствующих категорий федеральных государственных служащих	<= 1	1.35	1.53	1.48	1.15	1.27	1.21	1.07
Количество нарушений, всего		2	2	4	2	3	4	4
Исполнение бюджета субъекта Российской Федерации по доходам без учета безвозмездных поступлений от других бюджетов бюджетной системы в процентах от первоначально утвержденного значения	=> 0,95	1.00	1.02	1.01	1.02	0.98	1.02	0.96
Кредиторская задолженность по выплате заработной платы	<= 1	0	0	0	0	0	0	0
Кредиторская задолженность по начислениям на оплату труда	<= 1	0	0	0	0	0	0	0
Кредиторская задолженность по оплате коммунальных услуг бюджетными учреждениями	<= 1	0.11	0.00	0.00	0.34	0.00	0.00	0.09
Установленный уровень оплаты населением жилищно-коммунальных услуг*	=> 0,95	0.96	0.95	0.88	0.97	0.93	0.91	0.91
Фактический уровень оплаты населением жилищно-коммунальных услуг*	=> 0,85	0.847	0.86	0.83	0.73	0.77	0.66	0.58
Максимально допустимая доля собственных расходов граждан на оплату жилья и коммунальных услуг в совокупном доходе семьи	=> 0,21	0.22	0.19	0.22	0.22	0.22	0.22	0.22
Отношение тарифа на электроэнергию для промышленности к тарифу для населения*	<= 1,35	1.79	1.19	1.26	1.57	1.40	1.52	1.55
Отношение тарифа на тепловую энергию для промышленности к тарифу для населения*	<= 1,35	1.14	0.76	1.69	1.01	1.16	1.26	1.22
Уровень погашения начисленных субсидий населению на оплату жилья и коммунальных услуг	>=0,90	1.15	1.12	1.01	1.24	1.00	1.14	0.98
Просроченная (неурегулированная) задолженность по долговым обязательствам субъекта Российской Федерации*	0	0.00	0.00	14450.00	0.00	0.00	1297.00	1.46

Сравнительная оценка финансового положения Пензенской области среди регионов анализируемой нами группы показывает хорошее финансовое состояние эмитента, умеренно низкую долговую нагрузку.

Область положительно характеризует высокая доля инвестиционных расходов, что отражает потенциально высокое социально-экономическое развитие региона.

Среди всех коэффициентов, рассчитываемых по методике Минфина РФ Пензенская область нарушила 3 из них. Среди этих коэффициентов два – это превышение размера заработной платы государственных гражданских служащих, превышающие размеры оплаты труда, установленные для соответствующих категорий федеральных государственных служащих и допустив фактический уровень оплаты населением жилищно-коммунальных услуг ниже минимального. Но в этом случае нам есть в чем поддержать администрацию Пензенской области, неправда ли?

В результате проведенного анализа мы выделили следующие сильные стороны эмитента:

- Хорошо сбалансированная структура экономики
- Высокая отраслевая диверсификация промышленного производства
- Высокий рост промышленного производства
- Отсутствие зависимости от одного налогоплательщика
- Высокий темп роста инвестиций в основной капитал
- Стабильный источник трети налоговых доходов – налоги на доходы с физических лиц
- Положительная динамика доходов населения, в частности высокие темпы прироста заработной платы.
- Высокая численность экономически активного населения
- Стабильная политическая ситуация
- Существенный рост доходов бюджета в 2006 году

Позиционирование займа на рынке

13 октября 2006 года состоится размещение дебютного трехлетнего облигационного займа Пензенской области на сумму 800 млн. руб. По выпуску предусмотрена амортизация долга, что уменьшает срочность бумаги (оценочная дюрация равняется 2.25 года).

Пензенская область по масштабам экономики и объему бюджета является средним регионом. Из субъектов РФ, являющихся эмитентами облигаций, Пензенскую область можно сравнить с 5 регионами: Калужская область, Чувашия, Тульская область, Кировская область и Тверская область. Все эти эмитенты образуют достаточно однородную группу на рынке облигаций, обладая близким уровнем кредитного риска и риска ликвидности, что находит отражение на уровнях доходности их бумаг. Несколько «выбивается» из группы выпуск Чувашии с более низкой доходностью, но возможно это связано с частичной гарантией со стороны IFC.

Пензенская область несколько уступает анализируемым регионам, главным образом с точки зрения бюджетных доходов, обладая наименьшей долей собственных источников поступления в бюджет и налоговых доходов. Наиболее близкий регион по бюджетным и социально-экономическим показателям является Кировская и Калужская области. Мы считаем, что с точки зрения экономики и главным образом потенциала развития экономики Пензенская область как минимум не уступает Кировской области, что в перспективе должно привести к улучшению и бюджетных показателей региона.

Показатели бюджета, 2005 год

	Калужская обл	Чувашия	Тульская обл	Кировская обл	Тверская обл	Пензенская обл
Доходы бюджета, млн. руб.	11315	12007	14219	13054	14328	10948
Дефицит, млн. руб.	304	487	463	936	425	216
Собственные доходы, млн. руб.	7074	6404	9724	7260	9674	4742
% от общих доходов	62.52	53.34	68.39	55.62	67.52	43.31
Налоговые доходы, млн. руб.	6859	6078	9489	6772	9200	4520
% от общих доходов	60.62	50.62	66.73	51.88	64.21	41.29
Долг/доходы, %	14	32	21	10	29	20

Показатели экономического развития, 2004 год

	Калужская обл	Чувашия	Тульская обл	Кировская обл	Тверская обл	Пензенская обл
ВРП, млн. руб.	64788	61972	88000	73678	87844	62654
ВРП на душу населения, млн. руб.	63	48	54	50	61	44
Индекс промышленного производства, %	103.7	111.3	112.3	103.5	110.3	108.2
Доля промышленности в ВРП, %	29	28.5	40	28	27	22
Кол-во прибыльных орг-ций/Всего орг-ций, %	61.1	70	64	63.5	56.7	60.4
Инв-ции в основной капитал, млн. руб.	10348	14271	12652	9539	28956	10694

В результате анализа, мы пришли к мнению, что кредитный риск Пензенской области в целом соответствует уровню рассматриваемых регионов, поэтому инвесторы будут требовать минимальную премию к доходности облигаций последних, в частности к выпускам Кировской области, «дальний» из которых сейчас торгуется по доходности 8.3-8.4% годовых (дюрация 1.8 года). По нашему мнению, этот уровень доходности является завышенным, так как, во-первых, как мы указывали, основные бюджетные и экономические показатели незначительно отличаются от других рассматриваемых регионов, во-вторых, эмитент и его выпуски имеют рейтинг от международного рейтингового агентства Fitch на уровне «В». На наш взгляд такая «завышенная» доходность стала следствием предоставления высокой аукционной премии инвесторам при размещении, которое состоялось в конце сентября текущего года. Подтверждением чему является существенно более низкая доходность первого выпуска Кировской области. Это предполагает, что справедливая доходность второго займа находится на уровне не более 7.8-8.0% годовых, адекватно

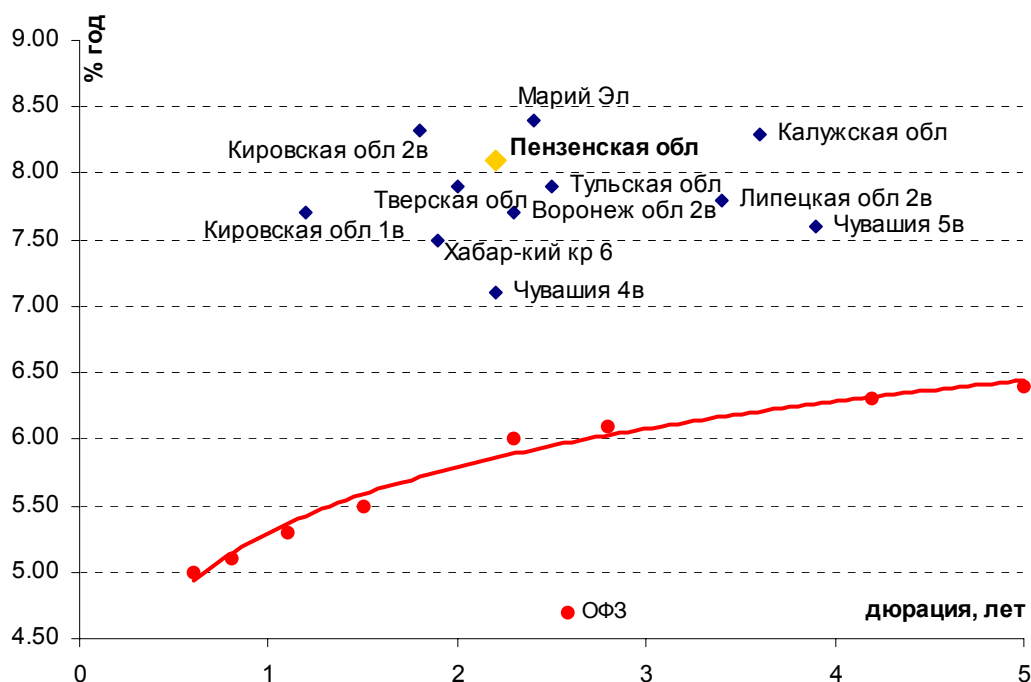
отражая риски эмитента. Динамика торгов последних дней указывает на постепенное «исправление» ситуации и снижение «аукционной премии» по второму облигационному выпуску Кировской области.

Из сильных сторон Пензенской области мы выделяем:

- Сбалансированную структуру экономики
- Высокий рост промышленного производства
- Существенный рост доходов бюджета в 2006 году
- Низкую долговую нагрузку

Основной недостаток – невысокая доля собственных доходов бюджета.

Мы считаем, что премия за риск по выпуску Пензенской области к бумагам Кировской области не должна превышать 20 б.п., по той причине, что доходность выпуска Марий Эл (эмитента существенно уступающего Пензенской области по объему бюджета и экономики и обладая близкими финансово-экономическими коэффициентами), составляет 8.4% годовых (дюрация 2.4 года), тем самым, выступая «потолком» для доходности выпуска Пензенской области. В результате, мы считаем, что справедливая доходность облигационного займа Пензенской области находится на уровне 8.1% годовых, что соответствует цене 103.58% от номинала.



Контактная информация

	Электронный адрес	Телефон
Заместитель Председателя Правления		
Рукавишников Алексей Михайлович	info@banksoyuz.ru	729-55-49
Анализ финансовых рынков		
Богословский Дмитрий	Research@banksoyuz.ru	729-55-00 (5385)
Красникова Мария	Research@banksoyuz.ru	729-55-00 (5666)
Свиридов Станислав	Research@banksoyuz.ru	729-55-00 (5668)
Лукьянов Павел	Research@banksoyuz.ru	729-55-00 (5272)
Долговые инструменты		
Автухов Михаил	bond@banksoyuz.ru	729-55-07 (5280)
Голубничий Денис	Denis.Golubnichy@banksoyuz.ru	729-55-00 (5689)
Долговой рынок капитала		
Бахшиян Шаген	BahshiyanSG@banksoyuz.ru	729-55-67 (5311)
Барков Дмитрий	BarkovDV@banksoyuz.ru	729-55-00 (5653)
Брокерское обслуживание и доверительное управление		
Бабаджанов Сухроб	BabadzanovSS@banksoyuz.ru	729-55-00 (5476)
Операции на фондовых рынках		
Палей Илья	PaleyIY@banksoyuz.ru	729-55-18 (5368)
Подставкин Алексей	lexa@banksoyuz.ru	729-55-61 (5391)
Кононов Максим	Maxim.Kononov@banksoyuz.ru	729-55-00 (5660)
Спаскин Андрей	SpasskinAY@banksoyuz.ru	729-55-00 (5458)
Шомахов Павел	ShomahovPY@banksoyuz.ru	729-55-61 (5389)
Денежные рынки		
Спиридонов Александр	SpiridonovAB@banksoyuz.ru	729-55-61 (5244)
Оценка финансовых рисков		
Куринов Наран	KurinovNB@banksoyuz.ru	729-55-00 (5201)



Акционерный коммерческий банк «СОЮЗ»
Москва, 127006 ул. Долгоруковская, д.34, стр.1
Тел.: (095) 729-5500; факс: (095) 729-5505
E-mail: info@banksoyuz.ru Internet: www.banksoyuz.ru

Важная информация

Настоящий документ имеет исключительно информационное значение и не может рассматриваться как предложение или побуждение к покупке или продаже ценных бумаг, а также связанных с ними финансовых инструментов. Описание любой компании или компаний, или/и их ценных бумаг, или рынков, или направлений развития, упомянутых в данном документе, не предполагают полноты их описания. Утверждения относительно прошлых результатов необязательно свидетельствуют о будущих результатах.

Несмотря на то, что информация, изложенная в настоящем документе, была собрана из источников, которые Банк СОЮЗ считает надежными, Банк СОЮЗ не дает гарантий относительно их точности или полноты. При принятии инвестиционного решения инвесторам следует провести собственный анализ всех рисков, связанных с инвестированием в ценные бумаги. Банк СОЮЗ, его руководство, представители и сотрудники не несут ответственности за любой прямой или косвенный ущерб, наступивший в результате использования информации изложенной в настоящем документе.

Банк СОЮЗ и связанные с ним стороны, должностные лица и/или сотрудники Банка и/или связанные с ними стороны могут владеть долями капитала компаний или выполнять услуги для одной или большего числа компаний, упомянутых в настоящем документе, и/или намереваются приобрести такие доли капитала и/или выполнять либо намереваться выполнять такие услуги в будущем (с учетом внутренних процедур Банка СОЮЗ по избежанию конфликтов интересов). Банк СОЮЗ и связанные с ним стороны могут действовать или уже действовали как дилеры с ценными бумагами или другими финансовыми инструментами, указанными в настоящем документе, или ценными бумагами, лежащими в основе таких финансовых инструментов или связанными с вышеуказанными ценными бумагами. Кроме того, Банк СОЮЗ может иметь или уже имел взаимоотношения, или может предоставлять или уже предоставлял финансовые услуги упомянутым компаниям (включая инвестиционные банковские услуги, фондовый рынок и прочее). Банк СОЮЗ может использовать информацию и выводы, представленные в настоящем документе, до его публикации.

Все выраженные оценки и мнения, представленные в настоящем документе, отражают исключительно личное мнение каждого аналитика, частично или полностью отвечающего за содержание данного документа

По вопросам проведения операций с ценными бумагами обращайтесь в отдел клиентского обслуживания: (095) 729-55-00