

Ренессанс  
Капитал

Петр Гришин, CFA  
+7 (495) 258 7789  
PGrishin@rencap.com

Максим Раскоснов  
+7 495 725 5227  
Mraskosnov@rencap.com

Алексей Моисеев  
+7 495 258 7946  
Amoisseev@rencap.com

## Рейтинг Московской области Субфедеральная история

- **Рейтинг понижен на четыре ступени.** Агентство S&P вчера понизило долгосрочные рейтинги Московской области сразу на четыре ступени – с BB до B-. Рейтинги эмитента остаются в списке на пересмотр с прогнозом «негативный». Действия агентства, на наш взгляд, можно охарактеризовать как весьма жесткие. Как говорится в сообщении S&P, изменение рейтинга продиктовано ранее не ожидавшимися сложностями с рефинансированием прямого долга, большей, чем планировалось, финансовой поддержкой, которая требуется компаниям области и, следовательно, ограниченными возможностями области обслуживать все долговые обязательства со сроками погашения до конца 2008 г. без пересмотра параметров бюджета либо поддержки со стороны государства. Одновременно агентство понизило рейтинги Московской областной инвестиционной трастовой компании (МОИТК), Ипотечной корпорации Московской области (фактический заемщик, стоящий за выпусками Московского областного ипотечного агентства) и Мострансавто до уровня CC.
- **Поддержка государственных банков под вопросом.** Непосредственной причиной понижения рейтингов стал отказ одного из подконтрольных государству банков (предположительно Сбербанка) в пролонгации кредита на 3.5 млрд руб., срок погашения по которому наступал 23 октября. По данным S&P, Московская область еще до наступления срока погашения достигла соглашения с банком об отсрочке на три рабочих дня, и теперь региону предстоит оплатить долг из средств на своих счетах. Неспособность одного из крупнейших заемщиков из числа субъектов федерации договориться о помощи с одним из крупнейших государственных банков стала неожиданностью для агентства.
- **Значительный разрыв ликвидности.** По данным S&P, до погашения кредита на 3.5 млрд руб. бюджет области располагал денежными средствами в размере порядка 12 млрд руб. При этом сумма прямых финансовых обязательств, сроки погашения по которым наступают до конца года, достигала 23.3 млрд руб. (включая указанный банковский кредит). Из общей суммы к погашению 18.1 млрд руб. представляют привлеченные у государственных банков ресурсы, а 5.2 млрд руб. – оферта по облигациям Московского областного ипотечного агентства. Помимо этого, Московская область предоставила гарантии по обязательствам связанных с ней компаний и муниципальных образований, которым до конца года предстоит погасить 21.3 млрд руб. долга. Насколько мы понимаем, эта сумма включает только юридически оформленные обязательства с прямой областной гарантией. МОИТК рефинансировала часть долга с близкими сроками погашения, однако агентство S&P не вдается в подробности вопроса.
- **Кадровые перестановки.** S&P сообщило, что в минувшие выходные покинул свой пост первый заместитель министра финансов правительства Московской области В. Носов. После ухода с должности министра финансов А. Кузнецова в региональном правительстве не осталось высокопоставленных чиновников с хорошими связями в банковском секторе, что существенно затрудняет поиск выхода из ситуации. Кроме того, нам известно о недавних перестановках в руководстве МОИТК и Ипотечной корпорации Московской области.
- **Трудности связанного банка.** Согласно пресс-релизу S&P, «один из банков, вовлеченных в многочисленные транзакции между областью, ее муниципальными образованиями, региональными и муниципальными компаниями, не функционирует». Насколько мы понимаем, речь идет о Московском залоговом банке, 32% акций которого косвенно принадлежат Московской области. Судя по отчетности по РСБУ, в сентябре банк столкнулся с массовым оттоком средств клиентов, потеряв более половины остатков на счетах юридических лиц. Естественно, что в таком случае серьезные проблемы с ликвидностью возникают не только у самого банка, но и у всех компаний, имеющих отношение к МОИТК.
- **Возможные последствия.** Мы неоднократно обращали внимание на рискованный характер политики заимствований, проводимой Московской областью и связанными с ней заемщиками (см. отчет «Региональные облигации: годовой обзор» от восьмого августа). Рынок, по нашему мнению, негативно воспримет новости, перенеся их на весь субфедеральный сегмент (в обращении находятся долговые обязательства на сумму 250 млрд руб.). Мы полагаем, что в конечном итоге государственные банки будут вынуждены пролонгировать прямые долги таких заемщиков как Московская область, однако данный пример свидетельствует о недостаточно высоком качестве управления в большинстве региональных администраций. Кроме того, можно предположить, что в более отдаленной перспективе нынешние сложности областного правительства могут активизировать обсуждение планов по слиянию Москвы и Московской области в единое образование. Возможно, что в таком случае затраты на стабилизацию финансов области понесет в большей степени правительство Москвы, а не федеральные власти.

# Раскрытие информации

## Подтверждение аналитиков и отказ от ответственности

Настоящий отчет подготовлен аналитиком (ами), чье имя (чьи имена) указано (ы) на титульном листе настоящего отчета с целью предоставления справочной информации о компании или компаниях (собираательно «Компания») и ценных бумаг, являющихся предметами настоящего отчета. Каждый аналитик подтверждает, что все позиции, изложенные в настоящем отчете в отношении какой-либо ценной бумаги или эмитента, точно отражают личные взгляды этого аналитика касательно любого анализируемого эмитента/ценной бумаги.

Любые рекомендации или мнения, представленные в настоящем отчете, являются суждением на момент публикации настоящего отчета. Настоящий отчет был подготовлен независимо от Компании, и любые рекомендации и мнения, представленные в настоящем отчете, отражают исключительно точку зрения аналитика. При всей осторожности, соблюдаемой для обеспечения точности изложенных фактов, справедливости и корректности представленных рекомендаций и мнений, ни один из аналитиков, Компания, ее директора и сотрудники не устанавливали подлинность содержания настоящего отчета и, соответственно, ни один из аналитиков, Компания, ее директора и сотрудники не несут какой-либо ответственности за содержание настоящего отчета, в связи с чем информация, представленная в настоящем отчете, не может считаться точной, справедливой и полной.

Ни одно лицо не несет какой-либо ответственности за какие-либо потери, возникшие в результате какого-либо использования настоящего отчета или его содержания, либо возникшие в какой-либо связи с настоящим отчетом. Каждый аналитик и/или связанные с ними лица мог предпринять действия в соответствии либо использовать информацию, содержащуюся в настоящем отчете, а также результаты аналитической работы, на основании которых составлен настоящий отчет, до его публикации. Информация, представленная в настоящем документе, не может служить основанием для принятия инвестиционных решений любым его получателем или иным лицом в отношении ценных бумаг Компании. Настоящий отчет не является оценкой стоимости бизнеса Компании, ее активов либо ценных бумаг для целей, предусмотренных законодательством Российской Федерации и иных стран СНГ в сфере деятельности по оценке стоимости. Каждый аналитик подтверждает, что никакая часть полученного вознаграждения не была, не является и не будет связана прямо или косвенно с определенной рекомендацией (ями) или мнением (ями), представленными в данном отчете. Вознаграждение аналитикам определяется в зависимости от деятельности и услуг, направленных на обеспечение выгоды инвесторам, являющимся клиентами Renaissance Securities (Cyprus) Limited, RenCap Securities, Inc., Renaissance Capital Limited, а также дочерних компаний («Фирма»). Как и все сотрудники Фирмы, аналитики получают вознаграждение в зависимости от рентабельности деятельности Фирмы, которая включает выручку от ведения прочих видов деятельности подразделениями Фирмы. Каждый аналитик, аффилированные компании либо иные лица являются или могут являться членами группы андеррайтеров в отношении предлагаемых к продаже ценных бумаг Компании. Каждый аналитик имеет право в будущем участвовать в публичном выпуске ценных бумаг Компании.

## Ренессанс Капитал

123317, Москва  
Краснопресненская набережная, 18  
Тел.: + 7 (495) 258 7777  
Факс: + 7 (495) 258 7778  
www.rencap.com

## Аналитическое управление

**Руководитель аналитического управления**  
Роланд Нэш  
+ 7 (495) 258 7916  
RNash@rencap.com

**Начальник отдела анализа акций**  
Александр Бурганский  
+ 7 (495) 258 7904  
ABurgansky@rencap.com

**Рынок акций – Россия**  
Наталья Загвоздина  
+ 7 (495) 258 7753  
NZagvozdina@rencap.com

**Начальник отдела анализа  
долговых обязательств**  
Алексей Моисеев  
+ 7 (495) 258 7946  
AMoisseev@rencap.com

**Рынок акций – Украина**  
Уиллфред Уиллвонг  
+ 38 (044) 492 7394  
WWillwong@rencap.com

**Стратегия на рынке акций**  
+ 7 (495) 258 7916  
Дэвид Азеркофф  
DAserkoff@rencap.com  
Томас Манди  
Ованес Оганисян  
Искандер Абдуллаев

**Банковский сектор**  
+ 7 (495) 258 7748  
Дэвид Нангл  
DNangle@rencap.com  
Светлана Ковальская

**Металлургия**  
+ 7 (495) 258 7743  
Роб Эдвардс  
REdwards@rencap.com  
Андрей Крупник  
Борис Красноженов

**Нефть и газ**  
+ 7 (495) 258 7904  
Александр Бурганский  
ABurgansky@rencap.com  
+ 44 (20) 7367 7741  
Елена Савчик  
Евгения Дышлюк  
Ирина Елиневская  
Анна Гальцова

**Потребительский сектор**  
+ 7 (495) 258 7753  
Наталья Загвоздина  
NZagvozdina@rencap.com  
Иван Николаев  
Виктор Дима  
Ульяна Тилсина

**Сектор недвижимости**  
+ 7 (495) 258 7770 x4959  
Алексей Языков  
AYazykov@rencap.com  
Александр Венгранович

**Телекоммуникации**  
+ 7 (495) 258 7902  
Александр Казбег  
AKazbegi@rencap.com  
Иван Ким  
Тибор Бокор  
Дэвид Фергусон

**Транспорт и автомобилестроение**  
+ 7 (495) 258 7777  
Пол Роджер  
PRoger@rencap.com  
Ольга Агеева

**Химия и машиностроение**  
+ 7 (495) 783 5653  
Марина Алексеенкова  
MAlexeenkova@rencap.com  
Ринат Кирдань

**Электроэнергетика**  
+ 44 (20) 7367 7793  
Дерек Уивинг  
DWeaving@rencap.com  
Владимир Скляр

**Экономика и политика**  
+ 7 (495) 258 7703  
Екатерина Малофеева  
KMalofeeva@rencap.com  
Елена Шарипова  
Алексей Алехин  
Михаил Матыцин

**Украинский рынок акций, стратегия**  
+ 38 (044) 492 7394  
Уиллфред Уиллвонг  
WWillwong@rencap.com  
Светлана Дрыгуш  
Юлия Романенко  
Константин Головкин  
Александр Хоролец  
Дмитрий Ануфриев

**Рынок акций Средней Азии,  
стратегия**  
+ 7 (727) 244-1544  
Екатерина Газадзе  
Милена Иванова-Вентурини  
Бектас Мукажанов

**Редакционно-издательский отдел,  
выпуск на русском языке**  
+ 7 (495) 258 7764  
Екатерина Малахова  
EMalakhova@rencap.com  
Станислав Захаров  
Мария Дунаева  
Анна Ковтун  
Анна Богданова

**Рынок долговых обязательств, стратегия**  
+ 7 (495) 258 7946  
Алексей Моисеев  
AMoisseev@rencap.com  
Николай Подгузов  
Валентина Крылова  
Анастасия Головач  
Олеся Черданцева  
Мария Рахмеева

**Кредитный анализ**  
+ 7 (495) 258 7789  
Петр Гришин  
PGrishin@rencap.com  
Максим Раскоснов  
Андрей Марков  
Яков Яковлев  
Сергей Фурса

**Административная поддержка**  
+ 7 (495) 725 5216  
Ольга Степанова  
OStepanova@rencap.com  
Юлия Попова  
Елена Ломакина

**Редакционно-издательский отдел,  
выпуск на английском языке**  
+ 7 (495) 725 5261  
Александра Волдман  
AWaldman@rencap.com  
Патриция Сомервиль  
Лорен Мэнди