

## Конъюнктура рынков

### Внешние рынки

Вероятность наступления «fiscal cliff» в США продолжает оказывать на глобальные площадки сильнейшее влияние, при этом любые комментарии по данному вопросу способны кардинально поменять отношение инвесторов к рискам.

### Российские еврооблигации

Инвесторы не показывали единой динамики вчера. Основные движения редко выходили за рамки «+/-10 б.п.». Ключевые переоценки среди госбанков.

### Рублевые облигации

Аукцион 25080 - инвесторы готовы покупать ОФЗ по любой цене, что отчасти подтверждает вероятность роста в суверенном сегменте в дальнейшем.

### FX/Rates

Национальная валюта вчера продемонстрировала отступление на фоне резко обострившегося внешнего негатива.

### Наши ожидания

Оптимистичные новости из-за океана о fiscal cliff и открытие глобальных и локальных площадок в зеленой зоне создает задел для роста на долговых рынках в течение дня. Сегодня на локальном валютном рынке, вероятнее всего, рубль отыграет потерянные вчера уровни, при этом внешний фон будет являться ключевым фактором для формирования настроения инвесторов.

### Главные новости

**Банк Санкт-Петербург (Ва3/-/-) повысил ставку до 9% по займу БО-04.**

Безусловно, привлекательность выпуска банка возросла, но есть и более интересные по доходности бумаги эмитента. Конкуренцию также могут составить облигации других банков рейтинговой группы «В+/ВВ».

**АИЖК (Ваа1/ВВВ/-): первичное предложение.**

Бумаги будут интересны ближе к нижней границе предложенного диапазона, то есть от 8,8% годовых.

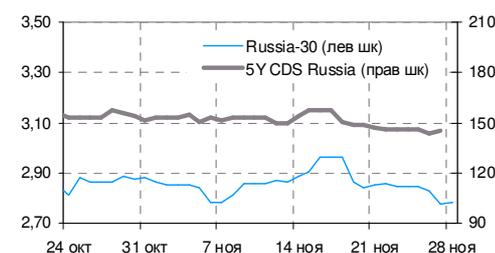
**РВБ (А2/А/А) и Райффайзенбанк (Ваа3/ВВВ/ВВВ+): итоги 9 месяцев 2012 года.**

Российский Райффайзенбанк продолжает оказывать поддерживающее влияние на показатели Raiffeisen Bank International, формируя около 43% прибыли Группы. Однако можно сказать, что в 3 квартале динамика показателей уже не была столь интенсивной, а по отдельным цифрам мы увидели

#### Россия - основные индикаторы

	значение	изм, б.п.
Russia-30	2,79	1
CDS России	145	2
MOSPRIME o/n	6,59	8
NDF 3М	6,18	7
	значение	изм
Остатки на счетах в ЦБ, млрд руб.	741,3	31
Остатки на депозитах, млрд руб.	104,0	3
Доллар / рубль (ЦБ), руб	31,09	0,04
Корзина (ЦБ), руб	35,22	0,08

#### Динамика доходности Russia-30 и CDS России



#### Глобальные рынки

	значение	изм, б.п.
LIBOR 3М	0,31	-0,1
ERIBOR 3М	0,19	-0,1
EUR/USD	1,2941	
UST-10	1,63	-1
Германия-10	1,37	-7
EFSF-10	1,78	-7
Италия - 10	4,58	-14
Испания - 10	5,31	-19
Португалия-10	7,62	-1
CDS 5Y Ирландия	183	1
CDS 5Y Португалия	513	0
CDS 5Y Италия	248	-7
CDS 5Y Испания	291	-12

#### Индикаторы отношения к риску

	значение	изм
iTRAXX Crossover 5Y	507,6	8
iTRAXX GEEMEA 5Y	174,3	1
iTRAXX SOVX WE 5Y	110,0	1

#### Рублевые облигации

	доходность	изм, б.п.
ОФЗ 25075	6,68	-15
ОФЗ 26205	7,06	3
ОФЗ 26207	7,34	1
Газпром-11	7,62	-1
РЖД-10	7,81	18
ФСК-15	8,26	18
МТС-05	9,23	47
ВымпелКом-4	9,09	4
Металинвест-5	9,21	-2
РусалБр-8	15,20	1
РСХБ-15	8,31	0

#### Российские еврооблигации

	доходность	изм, б.п.
Russia-18 RUB	6,02	0
Gazprom-37	5,36	-1
Sberbank-21	4,51	4
AlfaBank-21	6,33	-3
Evraz-18	6,82	1
Vimpel-22	6,31	3
TNK-BP-18	3,57	-4

снижение по сравнению со 2 кварталом текущего года.

**Вологодская область (Ва3/-/-): первичное предложение.**

Бумаги области несут неплохую премию ко вторичному рынку, а также к недавно размещенным бумагам регионов более высокого кредитного качества, предлагая соответствующую компенсацию. Облигации эмитента представляют интерес с доходностью от 10,15% годовых.

Вы можете подписаться на рассылку наших обзоров по электронной почте, либо на нашем сайте в интернете. Для этого Вам достаточно прислать заявку с указанием адреса электронной почты, на который Вы хотели бы получать аналитические материалы, на адрес [research@nomos.ru](mailto:research@nomos.ru) или, пройдя по ссылке <http://nomos.ru/investment/special/>, заполнить форму подписки.

## Рыночная конъюнктура

### Внешние рынки

*Вероятность наступления «fiscal cliff» в США продолжает оказывать на глобальные площадки сильнейшее влияние, при этом любые комментарии по данному вопросу способны кардинально поменять отношение инвесторов к рискам.*

При открытии вчерашних торгов на глобальных площадках инвесторы сохраняли умеренно-негативные настроения, что выразилось в планомерном сокращении позиций в рискованных активах. Возросшая вероятность наступления «fiscal cliff» в США продолжила оказывать сильное давление на все без исключения площадки. Напомним, что во вторник вечером в СМИ появилась информация о том, что в настоящий момент не существует определенности как именно президент Америки намерен предотвращать «fiscal cliff», что и спровоцировало очередную волну распродаж. Кроме того, ранее казавшаяся позитивной новость о том, что Греции, после долгих обсуждений, все же одобрили очередной транш финансовой помощи, а также отсрочили процентные выплаты по ряду существующих кредитов, была рассмотрена участниками рынка немного в ином свете. Так, появились предположения, что «греческим путем» может пойти и Португалия. При этом следует отметить несоизмеримость вероятных списаний в сравнении с Афинами.

Опубликованный блок статистики из США о состоянии рынка недвижимости расстроил и без того пессимистично настроенных инвесторов. Так, в октябре количество проданных новых домов не только не оправдало ожиданий инвесторов, но и оказалось меньше предыдущего значения, составив всего 368 тыс.

Тем не менее, рынку все же удалось завершить день в положительной зоне. Поводом для роста оптимизма инвесторов стала заявка Б. Обамы о том, что вопрос «fiscal cliff» будет решаться в ближайшее время и конечный результат может быть достигнут до рождественских праздников в декабре.

По итогам дня доходность десятилетних гособлигаций Германии составила – 1,367% («-7,2 б.п.»), Франции - 2,047% («-7,1 б.п.»), США - 1,629% («-0,9 б.п.»), Испании – 5,314% («-19,1 б.п.»), Италии – 4,584% («-13,6 б.п.»).

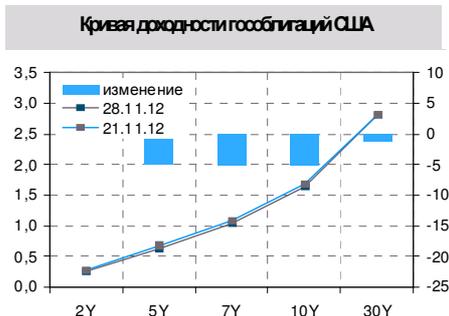
Глобальные валютные площадки в ходе вчерашних торгов продемонстрировали смешанную динамику завершив день на уровнях открытия. В рамках европейской сессии пара EUR/USD плавно снижаясь, под давлением общего негативного настроения инвесторов, а также желания участников сокращать позиции в рискованных активах. Тем не менее, в рамках американской сессии, евро вновь начало восстанавливаться. По итогам дня соотношение между долларом и евро составило 1,293х.

*Алексей Егоров*

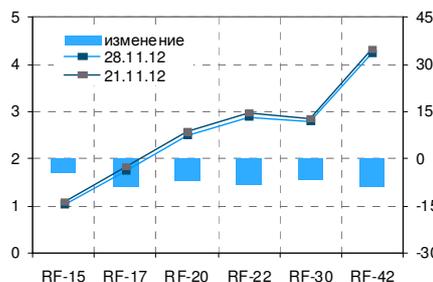
### Российские еврооблигации

*Инвесторы не показывали единой динамики вчера. Основные движения редко выходили за рамки «+/-10 б.п.». Ключевые переоценки среди госбанков.*

Эффект от разрешения греческого вопроса не долго являлся решающим драйвером для покупки бумаг инвесторами. По-прежнему довлеющим является неразрешенность американского вопроса fiscal cliff. Вчера инвесторы в отсутствии сколь значимого новостного фона показывали смешанную динамику, скорее с акцентом на продажи. В суверенном сегменте Russia-30 день завершился снижением котировок, итог дня – «-7,2%», в то время как Russia-42 – «+44,1 б.п.». Вместе с тем отметим, что все же большинство бумаг на кривой оставались за вчерашний день в плюсе. На кривой Газпрома также было отчетливо видна неоднородность в настроениях инвесторов. Так, пара Gazprom-



Кривая доходности гособлигаций России



34/Gazprom-37, показывающая довольно традиционно единую динамику, вчера имела разнонаправленное движение. Так, Gazprom-34 - «-19,9 б.п.», Gazprom-37 - «+16,7 б.п.». Единственный сегмент, где была в целом единая динамика - бумаги нефтегазовых компаний (без Газпрома), здесь рост, несмотря на коррекцию на рынке нефти, был в пределах 20 б.п. В остальных секторах, как мы отметили выше, инвесторы не имели единого настроения. Среди бумаг, которые показывали наибольшие ценовые изменения, выбивающиеся из общей картины, были в основном банковские выпуски: VTB-35 - «-43,3 б.п.», RSHB-21 - «-38 б.п.», Sber-19 - «-34,4 б.п.», VTB-22 - «+36,4 б.п.».

*Игорь Голубев*

### Рублевые облигации

*Аукцион 25080 - инвесторы готовы покупать ОФЗ по любой цене, что отчасти подтверждает вероятность роста в суверенном сегменте в дальнейшем.*

Очередной ажиотажный спрос при отсутствии даже намека на премию является все же, по нашему мнению, фактором, подтверждающим возможность дальнейшего апсайда в сегменте ОФЗ. Вместе с тем фундаментальные факторы, в том числе сопоставление с NDF и доходностями на рынке евробондов, свидетельствуют все же о том: что рост должен быть в перспективе достаточно ограниченным. Возвращаясь к аукциону, напомним, что вчера при предложении в 15 млрд руб. спрос составил 69,7 млрд руб., что позволило Минфину разместить бумагу по нижней границе - 6,8%.

Вторичный рынок вчера отреагировал в первую очередь ростом оборотов, однако безусловного роста котировок вчера не произошло. Сегмент госдолга по-прежнему сохранял как рост, так и снижение. Среди бумаг, показавших оборот, отметим, прежде всего, ОФЗ 26206 («+5 б.п.»), 26207 («-6 б.п.»), 25076 («-32 б.п.»).

В корпоративном сегменте фокус внимания инвесторов сместился на первичный рынок. Текущий объем предложения приближается к уровням октября, когда был отмечен пик размещений. Мы ждем увеличения имен в списке первичного предложения до конца декабря.

*Игорь Голубев*

### Forex/Rates

*Национальная валюта вчера продемонстрировала отступление на фоне резко обострившегося внешнего негатива.*

Локальный валютный рынок за вчерашний день потерял практически все, что было достигнуто за первые два дня текущей недели. Новость о том, что процесс согласования с конгрессом США вопроса предотвращения «Фискального обрыва» идет очень медленно, а также, вероятно, не будет доведен до логического конца в текущем году, не лучшим образом отразилась на общем настроении инвесторов. При этом внешний негатив не обошел стороной и российские площадки. Курс доллара при этом вырос до отметки 31,18 руб., а стоимость бивалютной корзины - до 35,25 руб. При этом дополнительным негативным моментом стало снижение стоимости нефти на сырьевых площадках. Так, баррель марки Brent опустился ниже уровня 110 долл. По итогам торгов курс доллара составил 31,06 руб., а стоимость бивалютной корзины - до 35,23 руб.

Ликвидность денежного рынка за вчерашний день немного увеличилась. Согласно данным ЦБ, сумма остатков на корсчетах составила 845,3 млрд руб. («+34,5 млрд руб.»). При этом объем задолженности по инструментам прямого РЕПО сроком о/н вырос на 70,08 млрд руб. до 453,62 млрд руб. Ставки денежного рынка немного увеличились. Индикативная MosPrime о/н составила - 6,591% («+8 б.п.»).

*Алексей Егоров*

## Наши ожидания

Оптимистичные новости из-за океана о fiscal cliff и открытие глобальных и локальных площадок в зеленой зоне создает задел для роста на долговых рынках в течение дня.

Сегодня на локальном валютном рынке, вероятнее всего, рубль отыграет потерянные вчера уровни, при этом внешний фон будет являться ключевым фактором для формирования настроения инвесторов.

*Игорь Голубев  
Алексей Егоров*

## Календарь событий

## Макроэкономические события

29 ноября	Продажи новых домов в США за октябрь
	Безработица в Германии за ноябрь
30 ноября	Персональные доходы/расходы американцев за октябрь

## Корпоративные события

29 ноября	Ростелеком, МСФО, 3 кв. 12 года
-----------	---------------------------------

## Денежный рынок

29 ноября	Депозитный аукцион Казначейства 40 млрд руб. (срок – 23 дня, минимальная процентная ставка – 6,3%)
-----------	--

Источники: REUTERS, Bloomberg, Аналитический департамент НОМОС-БАНКа

## Новости коротко

## Корпоративные новости

- По словам Председателя Правления **ТКС Банка** Оливера Хьюза, кредитная организация планирует получить в 2013 году порядка 200 млн долл. чистой прибыли, в 2012 году банк рассчитывает на прибыль около 120 млн долл. чистой прибыли. Таким образом, рост в следующем году составит 1,7 раза. Рост активов в 2012 году составит около 100%, в 2013 году - на 50%. Во многом темпы роста будут зависеть от финальной редакции мер регулятора по повышению норм резервирования и коэффициентов риска по необеспеченным розничным кредитам, по повышению отчислений в Фонд страхования вкладов. Увеличение капитальной базы будет осуществляться в первую очередь за счет капитализации прибыли, однако также не исключается привлечение инвесторов в акционерный капитал, хотя в настоящее время сделок по привлечению инвестора в серьезной стадии переговоров нет. Напомним, что в настоящее время банк привлекает субординированный заем объемом 100-150 млн долл., сделку предполагалось закрыть в среду, 28 ноября. В следующем году ТКС банк продолжит выходить на долговой рынок, в том числе с целью рефинансирования существующих заимствований (евробонды и российские облигации составляют около двух третей фондирования банка).

## Долговые рынки

- **ССМО «ЛенСпецСМУ»** предварительно в период с 12 по 14 декабря планирует провести сбор заявок на 5-летние облигации серии 02 объемом 5 млрд руб. Оферта по выпуску не предусмотрена, но мееется амортизационная структура погашения номинала – дюрация займа 3,13-3,10 года. Размещение займа на ММВБ предварительно намечено на 18 декабря. Индикативная ставка купона находится в диапазоне 12,50-13,00% годовых (доходность к погашению на уровне 13,10-13,65% годовых). Денежные средства привлекаются для «снижения кредитных рисков за счет увеличения дюрации долга, замещения валютных заимствований рублевыми и формирования амортизационного графика выплат в

соответствии с прогнозом операционных денежных потоков».

- **Банк ЗЕНИТ** в полном объеме исполнил свои обязательства по приобретению биржевых облигаций серии БО-06 по требованию их владельцев, приобретая 22,8% выпуска на сумму 1,14 млрд руб. (без учета НКД). Ранее Банк анонсировал вторичное размещение облигаций выпуска после прохождения данной оферты.
- Совет директоров **ООО «Лизинговая компания УРАЛСИБ»** признал целесообразным разместить 5 выпусков биржевых облигаций БО-10 – БО-14 общим номинальным объемом 10,5 млрд руб. Данный вопрос будет вынесен на рассмотрение внеочередного собрания участников общества 29 ноября 2012 года.

#### Рейтинги и прогнозы

- Агентство Standard&Poor's пересмотрело прогноз по рейтингам российской диверсифицированной холдинговой медиа-компании PROFMEDIA LIMITED («ПрофМедиа») со «Стабильного» на «Негативный». Одновременно агентство подтвердило долгосрочный кредитный рейтинг компании на уровне «В+». S&P также подтвердили рейтинг «В+» рублевых облигаций объемом 3 млрд руб., выпущенных ProfMedia-Finance LLC под гарантии «ПрофМедиа».

Эксперты отметили, что «пересмотр прогноза отражает ухудшение показателей ликвидности «ПрофМедиа» вследствие наступления сроков погашения долговых обязательств объемом около 4,3 млрд руб., включая облигации объемом 2,7 млрд руб. с офертой в июле 2013 г. Компания должна погасить значительный объем долговых обязательств в 2013 г., и они вряд ли будут рефинансированы за счет свободного денежного потока от операционной деятельности, при этом в настоящее время компания не имеет внешних подтвержденных кредитных линий».

- Агентство Fitch изменило со «Стабильного» на «Позитивный» прогноз по рейтингам **Тульской области** и подтвердило долгосрочные рейтинги области в иностранной и национальной валюте на уровне «BB-». Одновременно Fitch отозвало все рейтинги Тульской области, потому что эмитент принял решение «прекратить участие в рейтинговом процессе». Соответственно, Fitch больше не рейтингует данного эмитента и не проводит по нему анализ.

Эксперты отметили, что «Позитивный» прогноз отражает улучшение бюджетных показателей и долга региона в 2011 г., ожидание агентством их консолидации в 2012-2014 гг. Структура долга по срокам погашения улучшилась: регион заменил большинство краткосрочных банковских кредитов внутренними облигациями на сумму 5 млрд руб. с погашением в 2015 г. Облигации имеют амортизируемую структуру, что уменьшает риск рефинансирования для региона, который был высоким в предыдущие годы.

*Пересмотр прогноза на «Позитивный» и подтверждение рейтинга Тульской области на уровне «BB-» является хорошей новостью для региона, но прекращение Fitch его рейтингования вряд ли обрадует инвесторов. В то же время облигации Тульской области уже включены в Ломбард и список РЕПО ЦБ, поэтому бонды региона по-прежнему могут быть использованы в качестве инструмента управления ликвидностью. Скорее всего, область недолго будет без рейтинга и в ближайшее время обзаведется рейтинговой оценкой, возможно, от другого агентства. Не исключено, что такая ситуация связана с формальными требованиями выбора агентства на конкурсе, как это было у Липецкой области, которая также без рейтингов оставалась в течение 1 месяца. На данном этапе мы не ждем заметной реакции в котировках облигаций Тульской области.*

## Главные новости

**Банк Санкт-Петербург (Ва3/-/-) повысил ставку до 9% по займу БО-04.**

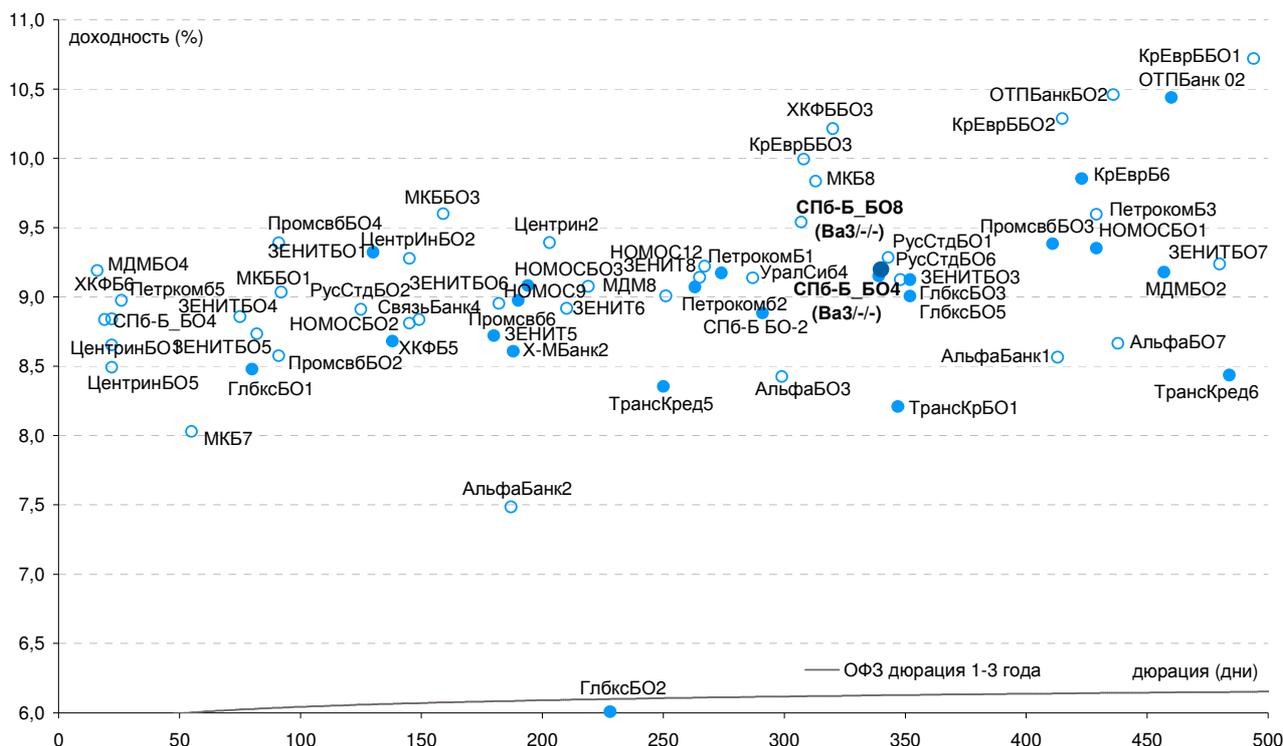
*Безусловно, привлекательность выпуска банка возросла, но есть и более интересные по доходности бумаги эмитента. Конкуренцию также могут составить облигации других банков рейтинговой группы «В+/ВВ».*

**Событие.** Банк Санкт-Петербург накануне оферты (17 декабря 2012 г.) установил ставку 5-6 купонов по биржевым облигациям серии БО-04 объемом 3 млрд руб. на уровне 9% годовых, что соответствует доходности 9,2% годовых к погашению через 1 год.

**Комментарий.** Отметим, что таким образом Банк Санкт-Петербург повысил ставку купона по выпуску БО-04 до 9% годовых – ранее ее уровень был 8,5% годовых. Но насколько этой прибавки будет достаточно, чтобы удержать действующих владельцев в выпуске, возникает вопрос. Во-первых, у банка в обращении на отрезке до 1 года имеется другой недавно размещенный (8 октября 2012 г.) заем серии БО-08, который предлагает большую доходность – 9,51% годовых при дюрации 306 дн. (премия до 30 б.п.). Единственным препятствием для покупки этих бумаг может стать их низкая ликвидность. Во-вторых, пересмотр в конце октября агентством Moody's прогноза по единственному рейтингу банка («Ва3») на «Негативный» в свете слабых финансовых результатов может потребовать соответствующей компенсации в доходности.

Кроме того, конкуренцию бондам Банка Санкт-Петербург могут составить выпуски других банков с рейтинговыми оценками «В+/ВВ»: Уралсиб 04 /В1/ВВ-/ВВ-/ (УТР 9,1%/282 дн.), ЗЕНИТ /Ва3-/В+/ серий 08 (УТР 9,18%/266 дн.) и БО-03 (УТР 9,1%/345 дн.), НОМОС 12 /Ва3-/ВВ/ (УТР 9,11%/264 дн.), МКБ БО-03 /В1/В+/ВВ-/ (УТР 9,53%/151 дн.).

Распределение доходностей бумаг финансового сектора



*Александр Полютков*

**АИЖК (Ваа1/ВВВ/-): первичное предложение.**

Бумаги будут интересны ближе к нижней границе предложенного диапазона, то есть от 8,8% годовых.

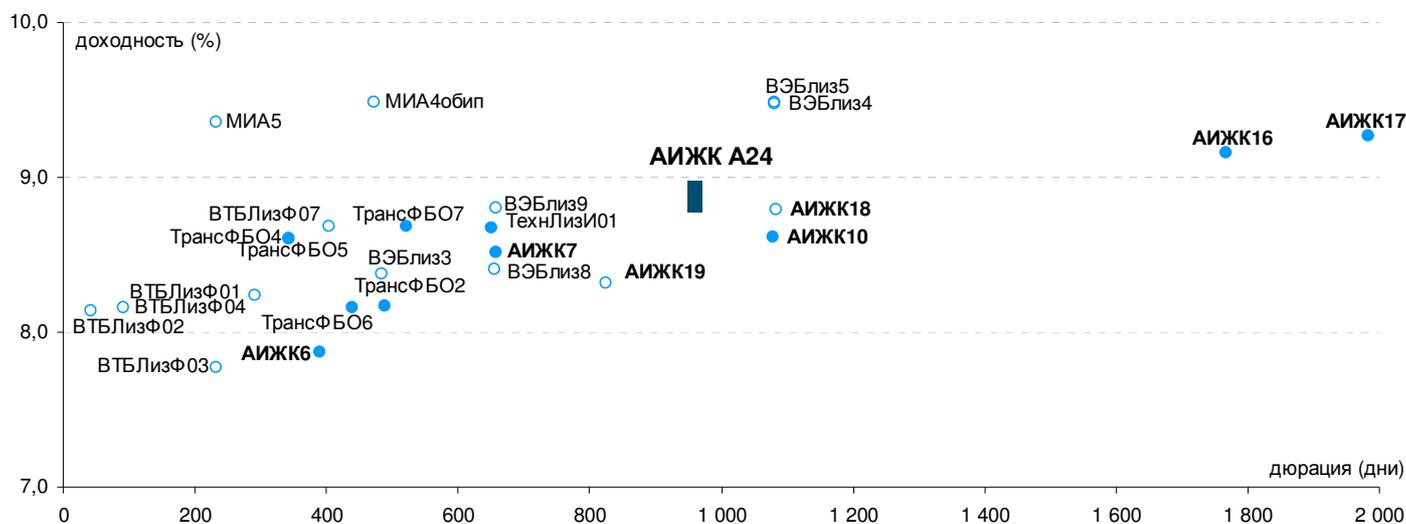
**Событие.** АИЖК предлагает инвесторам облигации серии А24 на сумму 6 млрд руб. Бумаги погашаются в два приема: 50% - 1 ноября 2021 года и еще 50% - 1 ноября 2022 года. По выпуску предложена оферта через 3 года. Ориентир по ставке купона 8,5-8,7% годовых. Открытие книги заявок – 29 ноября, закрытие – 3 декабря, дата размещения – 5 декабря. Бумаги соответствуют требованиям вхождения в Ломбардный список ЦБ. Планируется листинг бумаг в «А1».

**Комментарий.** На рынке много выпусков АИЖК, однако они отличаются слабыми оборотами. Однако бумаги агентства входят в перечень прямого РЕПО с ЦБ с минимальным дисконтом 10%, поэтому все же облигации можно рассматривать как инструмент по управлению ликвидностью. На наш взгляд, исходя из сложившихся уровней доходности (см.график), предложение АИЖК интересно ближе к нижней границе диапазона, то есть от 8,8% годовых.

**Финансовые показатели АИЖК по МСФО**

Показатели отчетности (млн руб.)	2010	2011	Изменение за период
Чистые процентные доходы	12 950	12 907	0%
Чистые процентные доходы после изменения резерва под обесценение	14 426	13 214	-8%
Операционные доходы	11 800	12 576	7%
Общехозяйственные и административные расходы	-2 198	-2 857	30%
Чистая прибыль	7 259	7 967	10%
Активы	197 458	268 929	36%
Денежные средства и их эквиваленты	9 465	24 832	162%
Закладные	131 905	156 819	19%
Закладные (gross)	137 731	162 183	18%
Инвестиционные ценные бумаги	4 790	7 294	52%
Собственные средства	106 858	113 970	7%
К-т автономии	54,1%	42,4%	---
Кредитная линия ВЭБа	2 763	35 518	1186%
Облигации выпущенные	84 075	114 206	36%
Показатели эффективности деятельности	2010	2011	Изменение за период
Cost / Income	15,2%	21,6%	+4 п.п.
Рентабельность капитала	7,0%	7,2%	+0 п.п.
Рентабельность активов	4,0%	3,4%	-1 п.п.

Источник: данные АИЖК, оценки Аналитического департамента НОМОС-БАНКа

**Доходности бумаг финансового сектора (28.11.2012)**

Елена Федоткова

**RBI (A2/A/A) и Райффайзенбанк (Ваа3/BBB/BBB+): итоги 9 месяцев 2012 года.**

*Российский Райффайзенбанк продолжает оказывать поддерживающее влияние на показатели Raiffeisen Bank International, формируя около 43% прибыли Группы. Однако можно сказать, что в 3 квартале динамика показателей уже не была столь интенсивной, а по отдельным цифрам мы увидели снижение по сравнению со 2 кварталом текущего года..*

**Событие.** Raiffeisen Bank International отчитался вчера по МСФО за 9 месяцев 2012 года.

**Комментарий.** В целом, характер результатов за 9 месяцев 2012 года изменился не сильно по сравнению с полугодием (см. наш комментарий [http://www.nomos.ru/upload/iblock/93f/NOMOS\\_daily\\_debt\\_markets\\_30\\_08\\_2012.pdf](http://www.nomos.ru/upload/iblock/93f/NOMOS_daily_debt_markets_30_08_2012.pdf)), в частности консолидированные результаты по-прежнему показывают снижение, что обусловлено ситуацией в еврозоне, в частности слабым экономическим ростом. Среди проблемных мест названа была Восточная Европа, в частности Венгрия. Россия же в меньшей степени «завязана» на ситуацию в Европе и продолжает получать свои «бонусы» от высоких цен на нефть, что сказывается на ситуации в стране в целом и на банковском секторе в частности. В результате, по итогам 9 месяцев 2012 года российское подразделение принесло Группе 43% всей прибыли при том, что ее доля в консолидированных активах ограничивается 10,5%.

Что касается финансовых показателей RBI, то хотя прибыль выросла по сравнению в 9 месяцами прошлого года на 13% до 842 млн евро, тем не менее, это было вызвано разовыми операциями, которые прошли в 1 полугодии (см. наш комментарий к отчетности за 1 полугодие 2012 года). Операционная прибыль, куда не вошли эти «дополнительные» доходы, упала – на 14,6% до 1,549 млрд евро. Объем NIM по итогам 9 месяцев 2012 года по сравнению с аналогичным периодом прошлого года снизился в денежном выражении на 4,7% до 2,596 млрд евро, в процентном выражении – на 29 б.п. до 2,32%. Это было спровоцировано ситуацией в Центральной Европе, продажей ряда финансовых активов и созданием «подушки» ликвидности. Прошло также снижение торговых доходов на 24,7% до 220 млн евро в результате потерь в FX-хеджировании, хеджированием капитала в 2011 году и гиперинфляцией в Белоруссии. Отчисления в резервы снизилось на 20,2% до 623 млн евро против 782 млн евро ввиду стабилизации ситуации в Венгрии (хотя уровень NPL все еще остается высоким (27,7%) и продолжения улучшения качества активов в России. В целом по Группе NPL за год (с 1 октября 2011 года) вырос на 1,6 п.п. до 10,0%. При этом Core Tier 1 ratio увеличился по сравнению с началом 2012 года на 1,1 п.п. до 10,2%.

Возвращаясь к российскому подразделению (представлен банком и лизинговой компанией), третий квартал, как и все 9 месяцев текущего года, был для банка успешным. И хотя мы видим небольшое снижение по качественным метрикам по сравнению со вторым кварталом 2012 года, тем не менее, год назад показатели были все же хуже, поэтому в целом динамику можно назвать позитивной. Так, NPL составил на 1 октября текущего года 5,8% против 5,9% годом ранее и 5,7% на 1 июля 2012 года), прибыль достигла объема 127 млн евро, что в 2,35 раза выше уровня июля-сентября 2011 года (54 млн евро) и несколько ниже предшествующего второго квартала (135 млн евро). Драйвером роста доходов стала стратегия большей ориентации на розничных клиентов и прибыль от операций с финансовыми инструментами. По данным менеджмента, инвестиционно-банковская деятельность является одним из приоритетов российского подразделения. В свою очередь, доля розничных кредитов выросла с 27,2% до 35,5%. Отметим, что банк для себя выбрал стратегию дальнейшего поддержания роста операций с физлицами, в то время как взаимодействие с юрлицами будет «избирательным». Глава RBI Герберт Степич в ходе телефонной конференции в среду подчеркнул, что возможное повышение Банком России требований по потребительским кредитам не сильно скажется на Райффайзенбанке. Это связано с тем, что российская «дочка» работает в основном с высшим сегментом среднего класса.

Среди моментов, на которые также стоит обратить внимание, – рост операционных расходов, в первую очередь это касалось затрат на оплату труда. Тут мы сталкиваемся с двумя противоположными тенденциями: с одной стороны, количество сотрудников уменьшилось за год на 7,8%, с другой стороны, ввиду роста зарплат, расходы на оплату труда выросли, что привело к увеличению административных расходов на 8,2% (последнее оказало негативный эффект на показатели Группы в целом). В «плюс» банку



**Вологодская область (Ba3/-/-): первичное предложение.**

*Бумаги области несут неплохую премию ко вторичному рынку, а также к недавно размещенным бумагам регионов более высокого кредитного качества, предлагая соответствующую компенсацию. Облигации эмитента представляют интерес с доходностью от 10,15% годовых.*

**Событие.** Министерство финансов Вологодской области планирует 30 ноября 2012 г. открыть книгу заявок на 5-летние облигации серии 34003 объемом 4,6 млрд руб., закрытие которой намечено на 5 декабря. Размещение бумаг пройдет на ММВБ 11 декабря 2012 г. Ориентир ставки 1 купона составляет 9,75-9,95% годовых, доходность – 10,11-10,33% годовых. Дюрация выпуска – 2,6 года.

**Комментарий.** У Волгоградской области в настоящее время в обращении находится один выпуск облигаций серии 34002 (YTM 9,52%/802 дн.), но его ликвидность на весьма низком уровне, что делает их не вполне репрезентативными. Тем не менее, новые бумаги предлагают премию к собственным бумагам порядка 60-80 б.п.

Вместе с тем, на этой неделе закрылась книга заявок по облигациям Башкортостана (Ba1/BV+/-) серии 34007 объемом 3 млрд руб., которое прошло с 3 кратной переподпиской (8,9 млрд руб.), ставка купона была определена на уровне 8,75% годовых (YTM 9,03% годовых, дюрация 2,33 года, спрэд к кривой ОФЗ – 270-280 б.п.). Но Башкортостан заметно превосходит Вологодскую область по размеру бюджета, выгодно отличается низкой долговой нагрузкой, соответственно уровнем рейтингов (разница в 2 ступени). Общей чертой регионов является высокая концентрация экономики на одной отрасли (у Вологодской области – металлургия, у Башкортостана - нефтедобыча). В свою очередь, Вологодская область предлагает заметную премию к бумагам Башкортостана – порядка 110-130 б.п., что с учетом выше приведенных различий вполне оправданно. Также совсем недавно, во второй декаде ноября, состоялось размещение Краснодарского края (Ba1/-/BV+) значительным объемом 12 млрд руб. с доходностью 9,25% годовых при дюрации 2,42 года (спрэд к кривой ОФЗ около 290-300 б.п.), сейчас выпуск торгуется выше номинала 100,44% или YTM 9,16% годовых, то есть бумаги Вологодской области предлагают похожую премию около 95-115 б.п.

Учитывая слабые места кредитного профиля Вологодской области (большую зависимость собственных доходов бюджета от циклических отраслей, высокую долговую нагрузку), различия в кредитных профилях с регионами, недавно разместивших свои бумаги, а также обозначенные спрэды и премии, мы считаем, что новое предложение эмитента представляет интерес с доходностью от 10,15% годовых.

В свою очередь, солидную конкуренцию Вологодской области на первичном рынке могут составить размещения облигаций более качественных эмитентов как Санкт-Петербург (Baa1/BVV/BVV) и Свердловская область (-/BV+/-), но и доходность по выпускам будет соответственно ниже.

Напомним основные моменты кредитного профиля Вологодской области:

- Вологодская область входит в состав Северо-Западного федерального округа, территория которой составляет около 144,5 тыс. кв. км (или 0,8% от всей территории РФ), где проживает порядка 1,2 млн чел. (около 0,8% населения страны).
- По размеру ВРП Вологодская область в 2010 г. находилась на 39 месте среди 83 субъектов РФ с 252 млрд руб., расположившись между Липецкой областью (38 позиция) и Тульской областью (40 место). В 2011 г., по оценкам областного департамента экономики, ВРП региона превысил 305 млрд руб.
- Экономика региона довольно существенно концентрирована на черной металлургии (ОАО «Северсталь») и производстве удобрений (предприятия «ФосАгро»). Так, на долю металлургии приходится более половины всего промпроизводства области, а на удобрения – порядка 20%. Кроме того, в регионе развиты лесная и деревообрабатывающая промышленность, сельское хозяйство (молочное животноводство).
- Бюджет Вологодской области является средним по размеру на фоне других субъектов РФ (в 2012 г. ожидается порядка 41 млрд руб., а его исполнение на конец октября было на хорошем уровне – 85%). Собственные доходы региона запланированы на этот год в размере 31 млрд руб. (исполнение 84%) или 76% всех доходов, что говорит о его незначительной текущей финансовой зависимости от федерального бюджета. В то же время налоговые поступления области во многом формируются за счет поступлений

от металлургических предприятий, а также производителей удобрений, относящихся к циклическим отраслям экономики, которые в первую очередь зависят от ценовой конъюнктуры на мировых рынках. Поэтому в случае ее резкого ухудшения потребности Вологодской области в финансовой поддержке из федерального центра могут значительно возрасти на фоне падения собственных доходов, как это было в 2009 г. – на долю безвозмездных поступлений приходилось до 40% всех доходов.

- В 2012 г. бюджет Вологодской области утвержден с ощутимым дефицитом в размере 4 млрд руб. (или 10% всех доходов), покрыть который регион намерен в том числе и за счет размещения рублевых облигаций на 4,6 млрд руб. В свою очередь, долговая нагрузка Вологодской области была на довольно высоком уровне в сравнении с другими субъектами РФ. Так, доля госдолга региона ( ) в собственных доходах на 1 октября, по нашим оценкам, превышал 90%, в то время как Минфин РФ начинает обращать пристальное внимание на финансовую дисциплину субъектов РФ после отметки в 50%. Большая часть долга Вологодской области приходится на банковские кредиты (39,4%) и бюджетные кредиты (28,5%), а затем уже гарантии (22,4%) и облигации (9,7%). Важно отметить, что в 2013-2014 гг. региону предстоят значительные погашения госдолга (на уровне порядка 8 млрд руб. в год) – скорее всего, это короткие банковские кредиты, а также льготные бюджетные кредиты, предоставленные федеральным правительством еще в кризисное время. Таким образом, ситуация с долговой нагрузкой и рефинансированием госдолга у области будет оставаться напряженной.

Основные бюджетные показатели сравниваемых регионов, млрд руб.

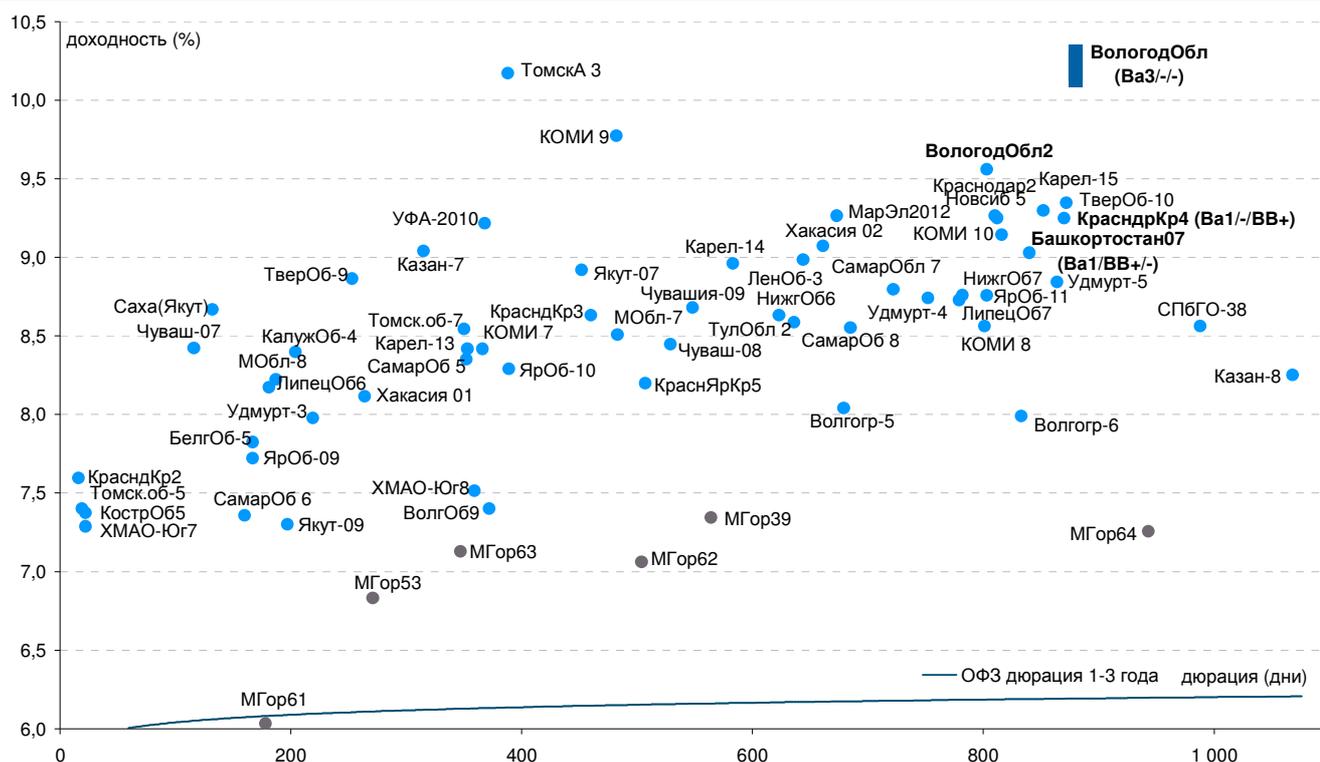
Регионы	Рейтинг	Доходы		Соб. Доходы		Доля соб.дох-в в дох-х		Расходы		Дефицит		Госдолг 8М'12	Госдолг/Соб.дох-ы 8М'12*
		'12П	8М'12	'12П	8М'12	'12П	8М'12	'12П	8М'12	'12П	8М'12		
Санкт-Петербург	Baa1/BBB/BBB	368,7	239,6	325,9	214,2	88,4%	89,4%	421,6	191,6	-52,9	48,0	6,9	2,1%
Свердловская область	-/BB+/-	144,9	100,9	129,4	88,0	89,3%	87,2%	159,9	92,6	-15,0	8,3	20,5	15,5%
Краснодарский край	Ba1/-/BB+	198,1	131,5	128,4	81,8	64,8%	62,2%	237,0	128,3	-38,9	3,2	43,3	35,3%
Башкортостан	Ba1/BB+/-	106,5	77,9	84,3	59,2	79,1%	76,1%	127,8	78,6	-21,3	-0,7	11,3	12,8%
<b>Вологодская область</b>	<b>Ba3/-/-</b>	<b>39,7</b>	<b>27,0</b>	<b>31,1</b>	<b>19,8</b>	<b>78,3%</b>	<b>73,3%</b>	<b>44,3</b>	<b>27,1</b>	<b>-4,6</b>	<b>-0,1</b>	<b>25,8</b>	<b>86,9%</b>

Источник: Минфин РФ, Федеральное казначейство РФ, оценки Аналитического департамента НОМОС-БАНКа

\*собственные доходы приведены к году

\*\*рейтинг подтвержден и отозван Fitch 28.11.2012 г.

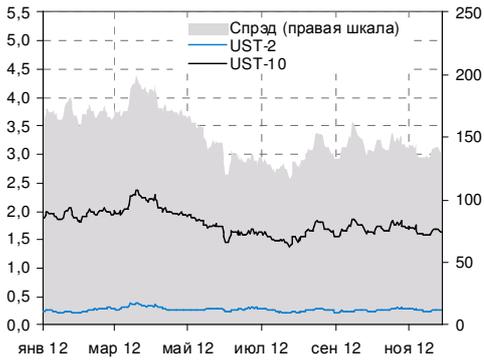
Доходности облигаций субъектов РФ и муниципалитетов (27.11.2012)



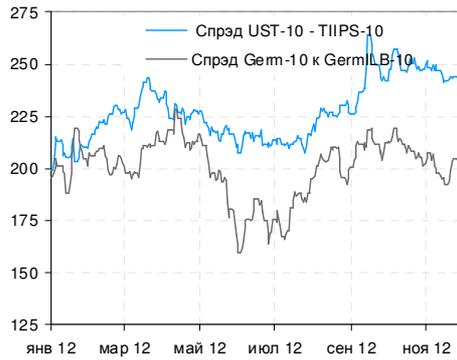
Александр Полютков

ГЛОБАЛЬНЫЕ РЫНКИ

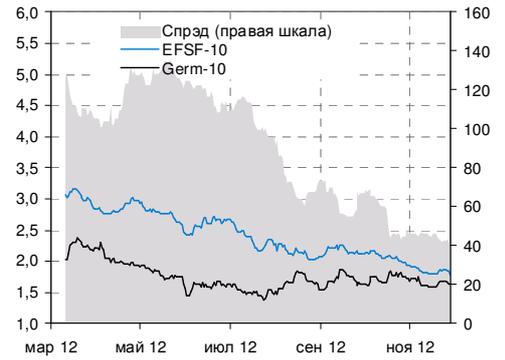
Казначейские обязательства США 2-летн. и 10-летн.



Спрэд UST-10 к TIPS-10 и Germ-10 к GermLB-10



10-летние бумаги Германии и EFSF-10



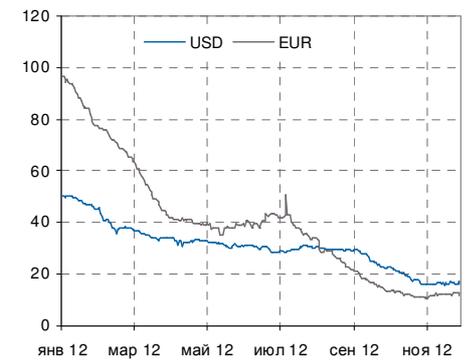
Спрэды гособязательств стран ЕС и Германии



Доходности гособязательств ЕС

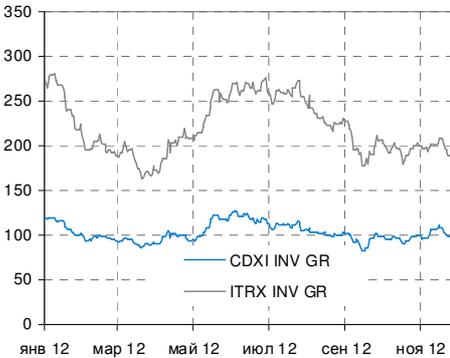


Спрэд 3М LIBOR и 3М OIS



ИНДИКАТОРЫ ИНДЕКСОВ CDS

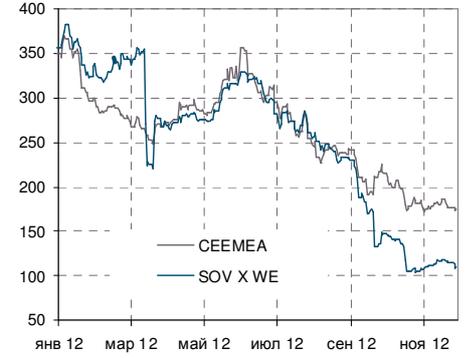
CDXI, ITRX / Inv Grade



CDXI, ITRX /Cross-Over

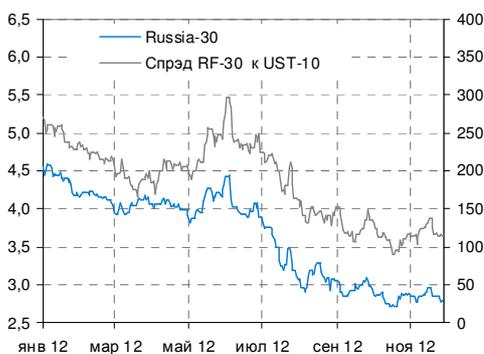


ITRX / Governments

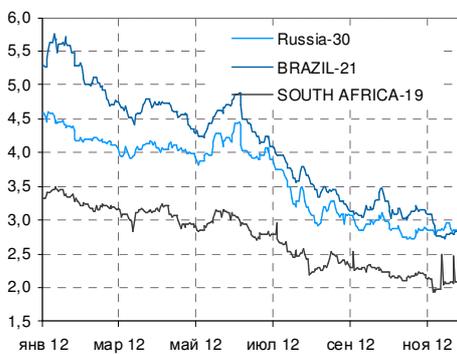


РОССИЯ НА ДОЛГОВЫХ РЫНКАХ

Спрэд Russia-30 к UST-10



Russia-30 и обязательства Emerging Markets

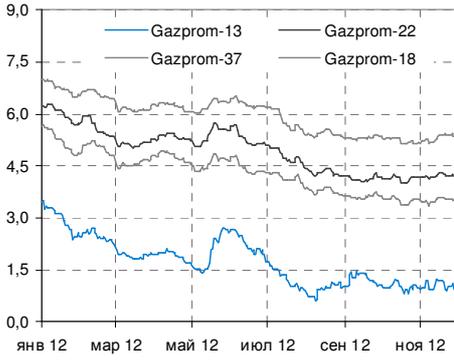


Russia-30 и обязательства стран Восточной Европы

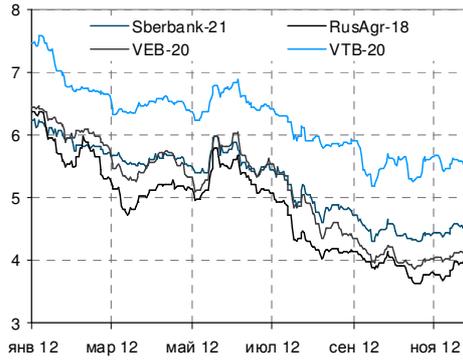


РОССИЙСКИЕ ЕВРООБЛИГАЦИИ

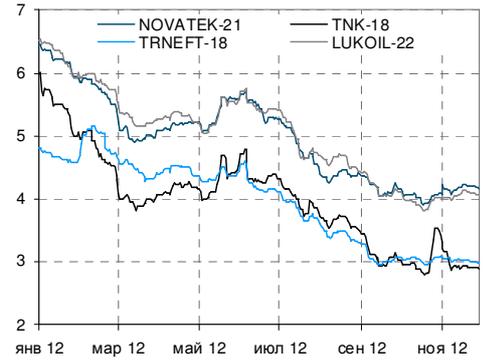
Еврооблигации Газпрома



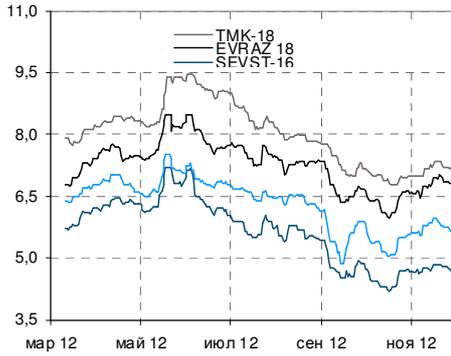
Евробонды госбанков



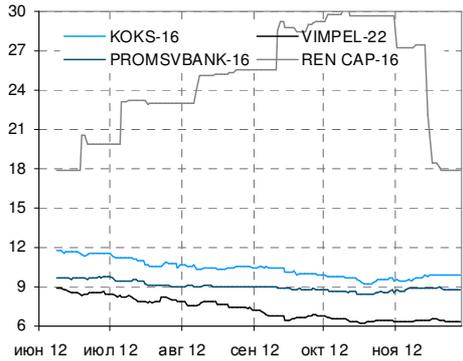
Еврооблигации нефтегазового сектора



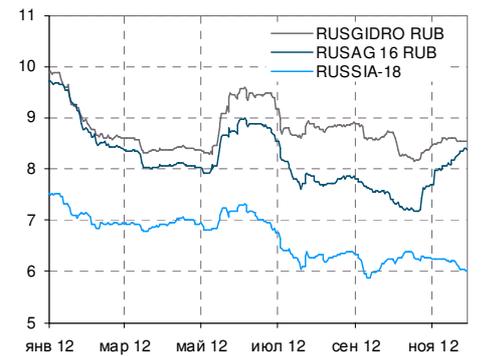
Еврооблигации металлургического сектора



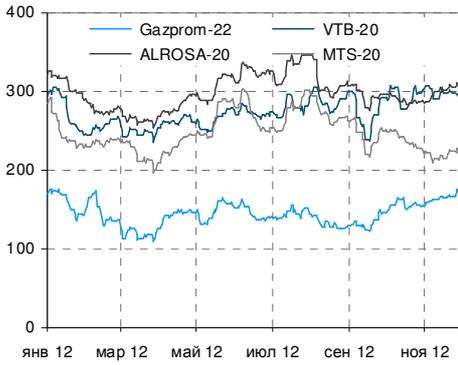
Еврооблигации с текущей доходностью выше 8%



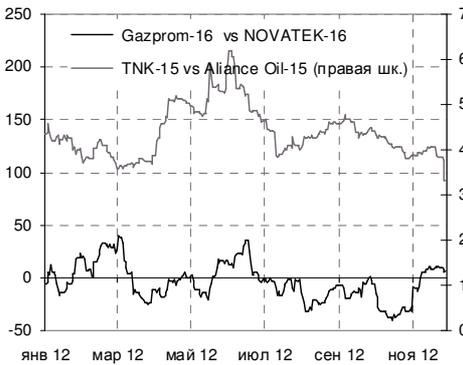
Еврооблигации, номинированные в рублях



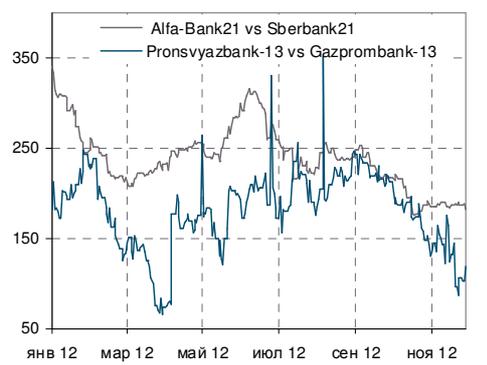
Спрэд к Russia-20



Спрэды в нефтегазовом секторе



Спрэды в банковском секторе

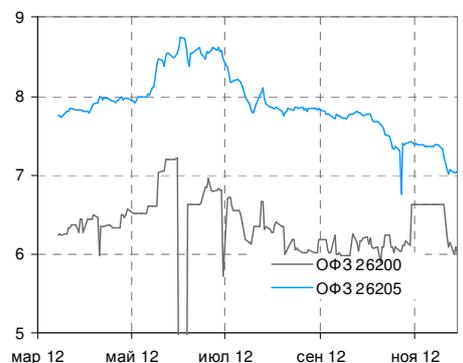


ЛОКАЛЬНЫЙ ДОЛГОВОЙ РЫНОК

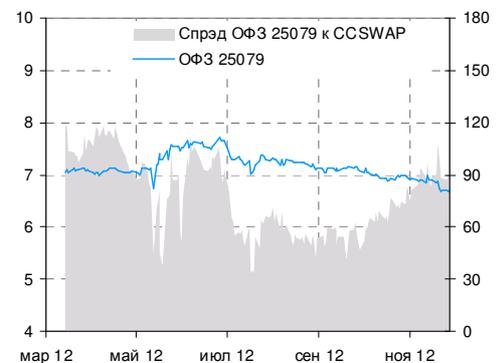
ОФЗ 26204 и спрэд к Russia-18



ОФЗ 26200 и 26205

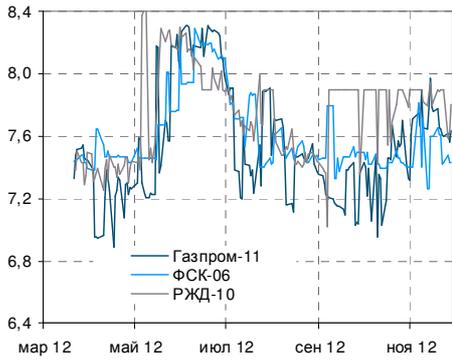


ОФЗ 25079 и спрэд к Cross Currency SWAP

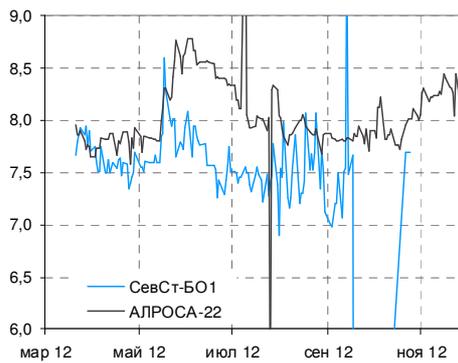


ЛОКАЛЬНЫЙ ДОЛГОВОЙ РЫНОК (ПРОДОЛЖЕНИЕ)

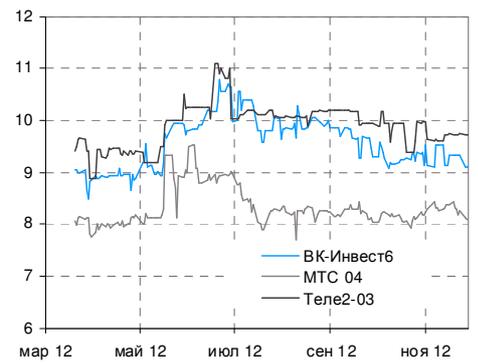
Доходности российских монополий



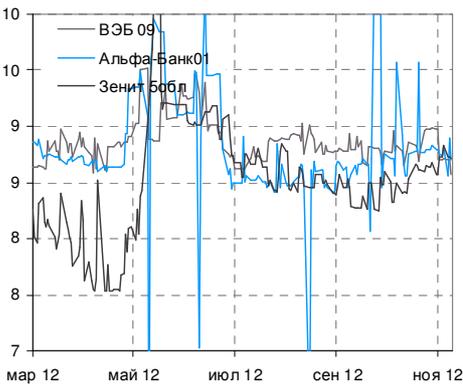
Доходности "Металлургия и добывающий сектор"



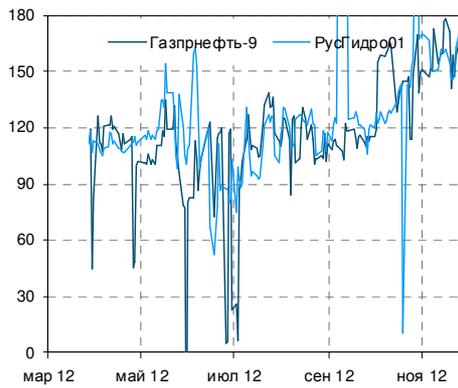
Доходности "Телекоммуникации"



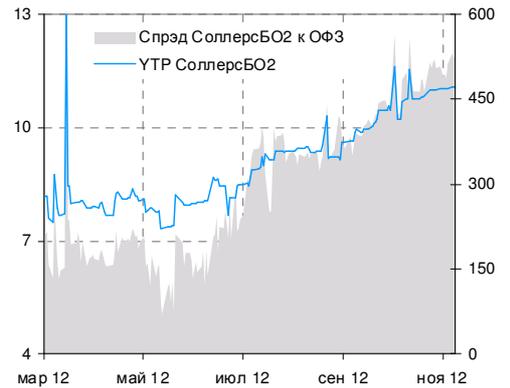
Доходности "Банковский сектор"



Спрэды к ОФЗ

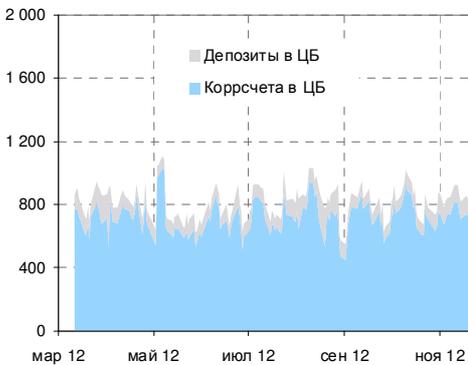


Облигации с текущей доходностью выше 10%

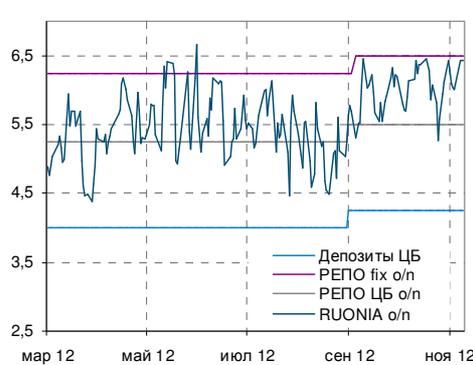


ДИНАМИКА ДЕНЕЖНОГО РЫНКА

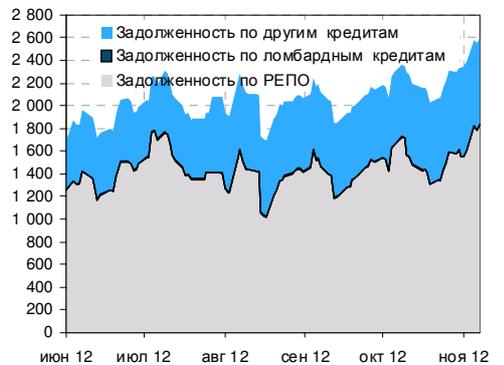
Динамика депозитов и остатков на корсчетах



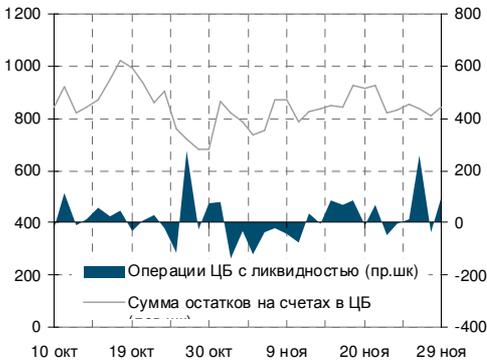
Динамика ставок денежного рынка



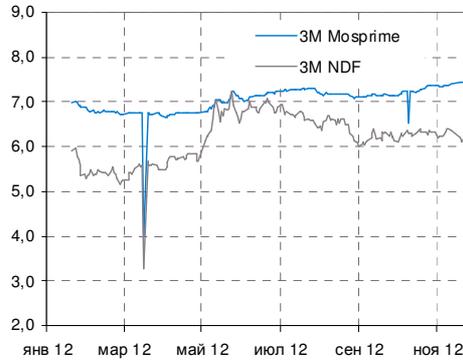
Задолженность кредитных организаций перед ЦБ



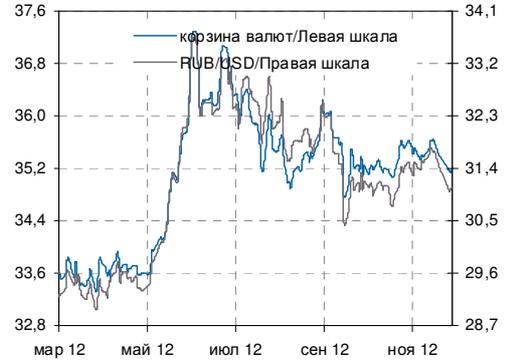
Влияние ЦБ на объем банковской ликвидности



3M Mosprime и ставка NDF



Динамика валютного курса



**Аналитический департамент**

Тел. (495) 797-32-48

Факс. (495) 797-52-48

research@nomos.ru

**Директор департамента**

Кирилл Тремасов

Tremasov\_KV@nomos.ru

**Нефть и газ**

Денис Борисов

Borisov\_DV@nomos.ru

**Металлургия**

Юрий Воллов, CFA

Volov\_YM@nomos.ru

**Электроэнергетика**

Михаил Лямин

Lyamin\_MY@nomos.ru

**Стратегия**

Кирилл Тремасов

Tremasov\_KV@nomos.ru

Игорь Нуждин

Nuzhdin\_IA@nomos.ru

**Макроэкономика**

Кирилл Тремасов

Tremasov\_KV@nomos.ru

Ольга Ефремова

Efremova\_OV@nomos.ru

**Банки**

Андрей Михайлов, FCCA

Mikhajlov\_AS@nomos.ru

**Долговой рынок**

Ольга Ефремова

Efremova\_OV@nomos.ru

**Кредитный анализ**

Игорь Голубев

IGolubev@nomos.ru

**Алексей Егоров**

Egorov\_AVi@nomos.ru

**Александр Полютков**

Polyutov\_AV@nomos.ru

**Елена Федоткова**

Fedotkova\_EV@nomos.ru

Настоящий документ предоставлен исключительно в порядке информации и не является предложением о проведении операций на рынке ценных бумаг, и в частности, предложением об их покупке или продаже. Настоящий документ содержит информацию, полученную из источников, которые НОМОС-БАНК и Ханты-Мансийский банк рассматривают в качестве достоверных. Однако НОМОС-БАНК и Ханты-Мансийский банк, их руководство и сотрудники не могут гарантировать абсолютную точность, полноту и достоверность такой информации и не несут ответственности за возможные потери клиента в связи с ее использованием. Оценки и мнения, представленные в настоящем документе, основаны единственно на заключениях аналитиков банков в отношении анализируемых ценных бумаг и эмитентов. Вознаграждение аналитиков не связано и не зависит от содержания аналитических обзоров, которые они готовят, или от существа даваемых ими рекомендаций.

НОМОС-БАНК и Ханты-Мансийский банк, их руководство и сотрудники не несут ответственности за инвестиционные решения клиента, основанные на информации, содержащейся в настоящем документе. НОМОС-БАНК и Ханты-Мансийский банк, их руководство и сотрудники также не несут ответственности за прямые или косвенные потери и/или ущерб, возникший в результате использования клиентом информации или какой-либо ее части при совершении операций с ценными бумагами. НОМОС-БАНК и Ханты-Мансийский банк не берут на себя обязательств регулярно обновлять информацию, которая содержится в настоящем документе, или исправлять возможные неточности. Сделки, совершенные в прошлом и упомянутые в настоящем документе, не всегда являются индикативными для определения результатов будущих сделок. На стоимость, цену или величину дохода по ценным бумагам или производным инструментам, упомянутым в настоящем документе, могут оказывать неблагоприятное воздействие колебания обменных курсов валют. Инвестирование в российские ценные бумаги несет значительный риск, в связи с чем, клиенту необходимо проводить собственный анализ рынка и исследование надежности российских эмитентов до совершения сделок.

Настоящий документ не может быть воспроизведен полностью или частично, с него нельзя делать копии, выдержки из него не могут использоваться для каких-либо публикаций без предварительного письменного разрешения НОМОС-БАНКА и Ханты-Мансийского банка. НОМОС-БАНК и Ханты-Мансийский банк не несут ответственности за несанкционированные действия третьих лиц, связанные с распространением настоящего документа или любой его части.