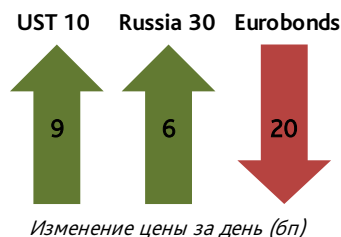


## Навигатор долгового рынка

12 октября началось голосование Cbonds Awards 2011. Если Вы являетесь нашим читателем и находите аналитику «Траст» полезной, мы будем благодарны за Ваш голос в номинациях «Лучшая аналитика по рынку облигаций» и «Лучшая макроаналитика». Голосование доступно по ссылке <http://www.cbonds.info/rus/vote/votes.php/params/id/85>

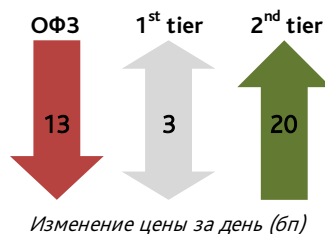
### Глобальные рынки и еврооблигации

- Доверие инвесторов к экономике ФРГ продолжает падать, указывая на вероятное снижение темпов роста ВВП; к сожалению, это вряд ли прибавит политикам в Берлине решимости в борьбе с долговым кризисом
- Итоги торгов по еврооблигациям:** разнонаправленная динамика котировок; сигналы с бирж США помогли Russia 30 выйти в небольшой плюс
- Открытие торгов по еврооблигациям:** новостной фон смешанный, однако восстанавливающаяся нефть может поддержать котировки на открытии
- Moody's** понизило рейтинг Испании на две ступени до «А1» с «негативным» прогнозом из-за проблем с фондированием и слабых перспектив экономического роста; реакция рынков будет слабой в ожидании саммита ЕС
- Нацбанк Белоруссии** официально заявил об унификации обменных курсов с 20 октября и переходе на единую торговую сессию; введение плавающего курса нацвалюты является одним из условий для получения кредита МВФ, однако его перспективы все еще видятся нам крайне сомнительными
- ВЭБ** намерен в 2012 г. занять на рынках около USD8 млрд., до конца текущего года выпускать евробонды не планирует; нейтрально для обращающихся еврооблигаций



### Рублевые облигации и денежный рынок

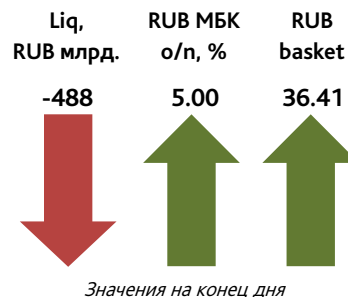
- На внешнем негативе наблюдались продажи в ОФЗ с опережением в средних и длинных выпусках, где накануне концентрировались спекулятивные покупки в расчете на улучшение конъюнктуры
- ФСК** начала маркетинг рублевых облигаций; премия за неблагоприятную рыночную ситуацию выглядит привлекательно
- Башнефть** выставляет оферты на выкуп всех трех выпусков обращающихся облигаций; рекомендуем воспользоваться предложением компании
- Неудовлетворенный спрос на аукционе Минфина вновь трансформировался на рынок МБК; сегодня на счета банков «зайдут» средства, привлеченные на недельном аукционном РЕПО с ЦБ – положительно в преддверии завтрашних расчетов по НДС



### Кредитные комментарии

- Метинвест** опубликовал хорошую отчетность по МСФО за 1П 2011; долговая нагрузка пока не пострадала от последних M&A сделок; к облигациям относимся нейтрально
- Газпром нефть** ожидает рост выручки по итогам 2011 на 32%, прибыли – на 71%; кредитное качество предсказуемо улучшается; нейтрально для бондов компании
- ЕвроХим** привлек долгосрочный кредит Сбербанка объемом RUB20 млрд.; с учетом полученного летом синдицированного кредита это полностью покрывает потребности компании в рефинансировании краткосрочного долга и финансировании покупки европейских активов; исполнение обязательств по евробондам не должно создать сложностей для компании

### Индикаторы FX/MM



### Последние обзоры

- 12 октября ЕЦБ: денежно-кредитная политика в стиле post-Lehman
- 12 октября Металлургические компании «первой лиги»: игра по стресс-сценарию
- 6 октября Стратегия долговых рынков: октябрь 2011 г.
- 27 сентября Банковская система в августе: кредитный бум
- 8 сентября VimpelCom Ltd. и МТС: результаты 1П 2011 г. говорят в пользу МТС

### Контакты и ссылки

Глобальные рынки и еврооблигации

Статистика и события

16:30	Индекс потребительских цен в США за сентябрь
16:30	Число новостроек и разрешений на строительство в США за сентябрь
16:30	Выступление главы ФРБ Бостона Э. Розенгрена
18:00	Выступление канцлера ФРГ по случаю ухода Ж.-К. Трише с поста главы ЕЦБ
18:30	Коммерческие запасы нефти и нефтепродуктов в США за неделю к 14 октября
22:00	«Бежевая книга» ФРС США

Ключевые индикаторы

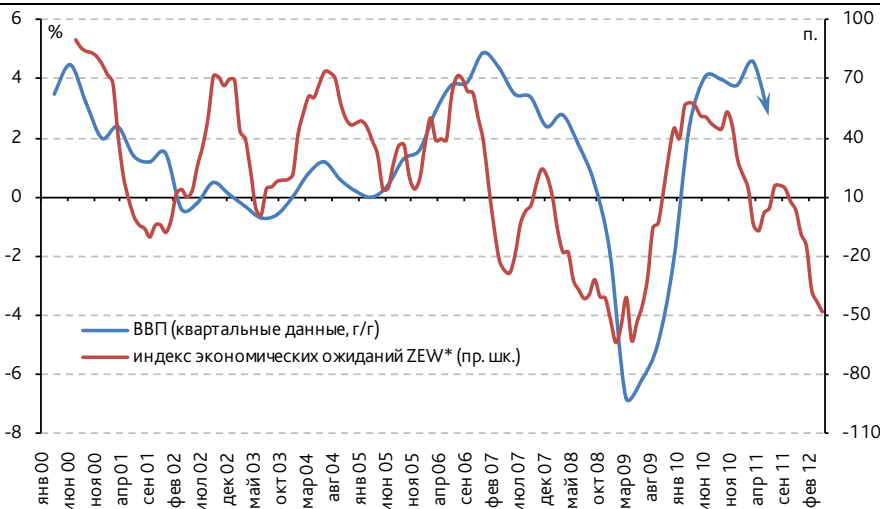
EMBI+ spread	▼	294	-1
UST10	◄►	2.16	-0.01
Russia 30-UST 10	◄►	240	0
EUR/USD	▼	1.3737	-0%
Oil (Brent)	▲	111	+0.7%
VIX	▼	31.56	-1.83

**Доверие инвесторов к экономике ФРГ продолжает падать, указывая на вероятное снижение темпов роста ВВП; к сожалению, это вряд ли прибавит политикам в Берлине решимости в борьбе с долговым кризисом**

Поток негативных новостей из Европы накануне продолжился. Помимо ситуации вокруг суверенного рейтинга Франции и неясных итогов саммита ЕС, «локомотив» еврозоны, Германия, продолжила подавать признаки серьезного замедления экономического роста. Согласно опубликованным во вторник данным германского исследовательского института ZEW, индекс доверия инвесторов к экономике страны в октябре опустился до минимальной с июля прошлого года отметке – 38.4 п., что оказалось значительно хуже ожиданий.

Если принять во внимание резкое ухудшение данных по индексу ZEW в августе и сентябре, а также его достаточно высокую степень корреляции с динамикой ВВП, то показатель роста экономики Германии за 3К может подтвердить негативные последствия долгового кризиса для «ядра» еврозоны и внести дополнительную напряженность на рынки. Между тем другой индекс от института ZEW, демонстрирующий ожидания инвесторов на ближайшие 6 месяцев, достиг в октябре минимального за три года уровня, опустившись ниже отметки в 40 п. Исходя из этих данных можно предположить крайне неблагоприятную динамику по ВВП Германии как минимум в 4К 2011 г. и 1К 2012 г. (см. диаграмму).

ДИАГРАММА. ЗАВИСИМОСТЬ РОСТА ВВП ГЕРМАНИИ ОТ КОЛЕБАНИЙ ИНДЕКСА ЭКОНОМИЧЕСКИХ ОЖИДАНИЙ ZEW



\* даты для индекса экономических ожиданий соответствуют T+6M  
 Источники: Bloomberg, НБ «Траст»

Бундесбанк ждет в третьем квартале достаточно высокого показателя роста ВВП. Тем не менее в опубликованном в понедельник ежемесячном отчете регулятор отметил продолжающееся ухудшение прогнозов по экономике ФРГ из-за ослабления спроса на внешних рынках. Согласно июньскому прогнозу Бундесбанка, рост экономики страны по итогам 2011 г. составит 3.1%, а в 2012 г. – 1.8%. Представленный на прошлой неделе ведущими экономическими институтами ФРГ прогноз выглядит значительно хуже. Согласно прогнозу, экономика Германии вырастет в текущем году на 2.9%, а в 2012 г. – лишь на 0.8% (против ранее ожидавшихся 2%).

В нашем понимании, опубликованные накануне саммита ЕС 23 октября данные по индексу доверия инвесторов ZEW должны стать хорошим стимулом для германских политиков, побудив их к более решительным действиям в преодолении долгового кризиса. Однако недавние высказывания как канцлера ФРГ, так и министра финансов оставляют мало надежд именно на такое развитие событий. Кроме того, на фоне снижения темпов экономического роста политикам в Берлине будет еще сложнее убедить избирателей в необходимости оказания дополнительной помощи «проблемным» странам еврозоны.

### Итоги торгов по еврооблигациям: разнонаправленная динамика котировок; сигналы с бирж США помогли Russia 30 выйти в небольшой плюс

Торги на российском рынке еврооблигаций во вторник проходили разнонаправленно. В первой половине дня давление на рынок оказывали опасения, связанные с суверенным рейтингом Франции, а также неблагоприятные статданные из Германии. Однако после открытия американских бирж в зеленой зоне мы увидели рост котировок в отдельных российских евробондах.

Активность на рынке была повышенной – оборот почти в два раза превысил среднегодовой уровень и составил около USD160 млн. При этом порядка 85% от общего объема сделок пришлось на суверенный сегмент, в то время как в корпоративных и банковских еврооблигациях наблюдалось затишье.

В нефтегазовом секторе преобладала понижательная динамика котировок: длинные евробонды Газпрома потеряли порядка 1.5-1.7 п.п. Во втором эшелоне примерно на «фигуру» подешевели долгосрочные выпуски Вымпелкома. В банках единой динамики не сложилось. Евробонды ВЭБа подорожали на 30-60 бп, в то время как бумаги ВТБ потеряли в цене 20-60 бп.

В суверенном сегменте индикативный выпуск **Russia 30**, дешевевший в начале торгов на 30 бп, к концу дня смог выйти в плюс, закрывшись на отметке 116.87% от номинала (+6 бп за день). Спред **Russia 30–UST10** остался неизменным – 240 бп.

### Открытие торгов по еврооблигациям: новостной фон смешанный, однако восстанавливающаяся нефть может поддержать котировки на открытии

Внешний фон среды представляется нам смешанным. Появившаяся в британской Guardian информация о достижении договоренности между Францией и Германией по увеличению объема EFSF до EUR2 трлн. вселила некоторый оптимизм в инвесторов. Однако позднее источники Reuters в структурах ЕС категорически опровергли данную информацию, снова дав рынкам повод усомниться в успешности саммита 23 октября. Дополнительную напряженность внесло также снижение рейтинга Испании.

Азиатские фондовые индексы демонстрируют небольшой рост (**Nikkei 225** прибавляет порядка 0.1%). Однако фьючерс на **S&P 500** снижается – на 0.5%. Между тем цены на нефть, значительно понизившиеся накануне, восстанавливаются. Баррель Brent стоит около USD111.2 против USD109.5 на закрытии основных торгов в России во вторник. Мы полагаем, что торги на российском рынке еврооблигаций начнутся с небольшого роста котировок.

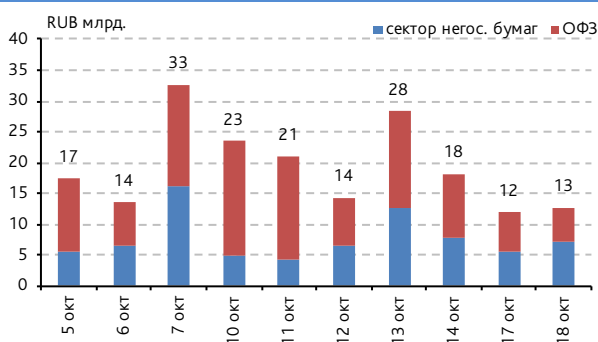
Главными новостными поводами дня обещают стать публикация данных по индексу потребительских цен в США за сентябрь, а также выход «Бежевой книги» ФРС. В Европе важные заявления можно будет услышать от канцлера ФРГ, а также главы ЕК и президента Европейского Совета, которые посетят мероприятие по случаю ухода Ж.-К. Трише с поста главы ЕЦБ.



Алексей Тодоров  
+7 495 647-23-62  
[aleksey.todorov@trust.ru](mailto:aleksey.todorov@trust.ru)

## Внутренний рынок и рублевые облигации

### Обороты торгов



суммарно в основном режиме торгов и РПС

### Дюрация торгов

от 0 до 1 года	48.5%
от 1 до 1.5 лет	10.8%
от 1.5 до 2 лет	2.0%
от 2 до 3 лет	6.4%
от 3 до 5 лет	25.8%
> 5 лет	6.5%

распределение совокупного оборота торгов по дюрации

### Доходности

	YTM	Dur
ОФЗ (<2.5 лет)	7.27%	2.0
ОФЗ (2.5-4.5 лет)	8.17%	3.5
ОФЗ (>4.5 лет)	8.47%	6.5
Банки	8.21%	1.5
Корп 1 эшелон	7.86%	2.5
Корп 2 эшелон	8.77%	2.0

### На внешнем негативе наблюдались продажи в ОФЗ с опережением в средних и длинных выпусках, где накануне концентрировались спекулятивные покупки в расчете на улучшение конъюнктуры

Активность на рублевом рынке во вторник мало чем отличалась от торгов в первый день недели: в основном и переговорном режимах на ММВБ участники заключили сделок на сумму RUB13 млрд. Как реакция на негатив со стороны внешних рынков по итогам понедельника в рублевом долге шли продажи, и традиционно преобладающие настроения на рынке отражались в ОФЗ. Продавалась вся рублевая суверенная кривая, сместившись по итогам торгового дня на 5-20 бп вверх в зависимости от срока.

Собственно, основные продажи пришлись на средние и длинные выпуски, в которых накануне преобладали спекулятивные покупки в расчете на улучшение конъюнктуры. В частности, **ОФЗ 25077** (YTM 8.34%) и **ОФЗ 26204** (YTM 8.49%) подешевели примерно на 40 бп, а **ОФЗ 25079** (YTM 8.14%) зафиксировал ценовые потери в 55 бп. В корпоративных выпусках интересные рыночные истории отсутствовали.

### ФСК начала маркетинг рублевых облигаций; премия за неблагоприятную рыночную ситуацию выглядит привлекательно

Вчера ФСК начала маркетинг рублевых облигаций объемом RUB10 млрд. и сроком обращения 12 лет (оферта назначена через 3 года). Предварительные ориентиры по доходности обозначены в диапазоне 8.95-9.20% годовых, т.е. с премией к текущей кривой рублевых бондов ФСК в размере более 50 бп. На наш взгляд, подобная премия – более чем щедрая компенсация за текущую неблагоприятную конъюнктуру долговых рынков.

ФСК необходимы денежные средства для финансирования обширной инвестиционной программы, заложенной в долгосрочные RAB-тарифы. На данный момент компания не планирует урезания капитальных расходов в текущем и следующем году, даже при условии ограничения роста тарифов на передачу электроэнергии по магистральным сетям 10% в год (единовременное повышение на 20% с июля 2012 г.). Из-за снижения тарифной выручки и при сохранении планов по инвестпрограмме на уровне около RUB190-195 млрд. вполне ожидаемо, что долговая нагрузка ФСК будет расти. Тем не менее, на наш взгляд, кредитное качество компании остается крепким, а увеличение долговой нагрузки до уровня 2.0х-2.3х по показателю «Чистый долг/EBITDA» не должно привести к изменению отношения рейтинговых агентств к кредитным рискам ФСК.

### Башнефть выставляет оферты на выкуп всех трех выпусков обращающихся облигаций; рекомендуем воспользоваться предложением компании

Совет директоров нефтяной компании принял решение о выставлении дополнительной оферты на приобретение всех трех обращающихся выпусков облигаций, совокупный объем которых составляет RUB50 млрд. Заявки компания будет принимать 26-27 октября, исполнение оферты назначено на 28 октября; цена выкупа – 105% от номинала. Вчера облигации Башнефти можно было купить по 104% от номинала, однако очевидно, что уже сегодня утром котировки вплотную приблизятся к цене выкупа. Долговые бумаги Башнефти традиционно торговались с небольшой премией (около 80 бп) к локальным облигациям Лукойла, что выглядело весьма агрессивно. В нынешней ситуации мы рекомендуем держателям бондов Башнефти воспользоваться предложением компании и предъявить бумаги к оферте.

Для этого есть несколько причин. Во-первых, бумаги Башнефти не входят в ломбардный список, что в нынешних напряженных рыночных условиях выглядит явным недостатком. Во-вторых, кредитное качество компании в среднесрочной перспективе будет страдать из-за необходимости привлечения финансирования на масштабный проект по разработке месторождения им.Требса и Титова. В-третьих, Башнефть остается одним из двух основных источников денежных средств для своей материнской компании АФК «Система», поэтому объем дивидендных выплат в ее пользу с большой вероятностью снижаться не будет.

Совокупный долг Башнефти в конце 1П 2011 г. составлял USD4.2 млрд., денежные средства – чуть менее USD1 млрд. Учитывая совсем небольшое количество времени, оставшееся до исполнения оферты, по всей видимости, Башнефть уже договорилась о привлечении банковского финансирования для исполнения обязательств по выкупу облигаций. На наш взгляд, компания могла привлечь новый долг под ставку меньшую, чем предполагают обращающиеся облигации (12.5%), и на больший срок.

**Роман Дзугаев**  
+7 495 647-23-64  
[roman.dzugaev@trust.ru](mailto:roman.dzugaev@trust.ru)

**Дмитрий Турмышев**  
+7 495 647-25-89  
[dmitry.turmyshev@trust.ru](mailto:dmitry.turmyshev@trust.ru)



**Денежный рынок**

**События денежного рынка**

19 окт	Поступление средств с аукциона Минфина (RUB55 млрд., 98 дн.)
19 окт	Возврат Минфину RUB20 млрд. бюджетных средств с депозитов
19 окт	Выплата купонов по ОФЗ (в совокупности RUB4.15 млрд.)
20 окт	Уплата 1/3 НДС за ЗК 2011
25 окт	Уплата акцизов и НДС за сентябрь
26 окт	Возврат Минфину RUB64.8 млрд. бюджетных средств с депозитов

**RUB МБК o/n intraday**

	откр.	мин.	макс.	закр.
1-й круг	5.00/5.25	4.60	5.30	4.75/5.25
2-й круг	5.00/5.50	4.75	5.75	5.00/5.50

**Динамика внутри дня (1-й круг)**

УТРО	ДЕНЬ	ВЕЧЕР
5.00-5.25	5.00-5.25	4.75-5.25

**Неудовлетворенный спрос на аукционе Минфина вновь трансформировался на рынок МБК; сегодня на счета банков «зайдут» средства, привлеченные на недельном аукционном РЕПО с ЦБ – положительно в преддверии завтрашних расчетов по НДС**

По итогам вторника ситуация с ликвидностью несколько улучшилась: суммарные остатки на корсчетах и депозитах выросли на RUB54.9 млрд. до RUB1050.6 млрд. В преддверии завтрашних расчетов по НДС, которые, по нашим подсчетам, повлекут за собой отток из системы в RUB200-220 млрд., сегодня банкам поступят RUB146.9 млрд., привлеченные на вчерашнем недельном аукционе прямого РЕПО с ЦБ.

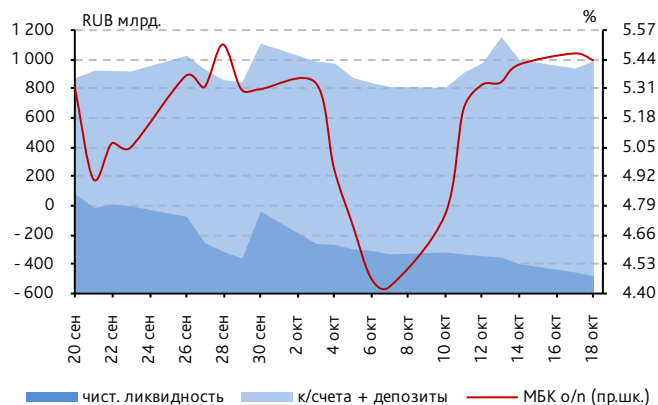
Привлечение однодневной ликвидности через аукционное РЕПО с регулятором по-прежнему актуально для банков – в ходе вчерашних двух сессий участники привлекли RUB387.5 млрд. против RUB350.3 млрд. в понедельник.

Аукцион Минфина по размещению 98-дневной бюджетной ликвидности ожидаемо прошел с сильным переспросом (bid-to-cover составил 2.8x): ведомство разместило весь объем в RUB55 млрд. по средневзвешенной ставке 7.64% против минимальной в 6.25%. Из 14 участвовавших организаций были удовлетворены заявки 6 банков, что стало одним из факторов роста спроса на ликвидность на рынке МБК. Здесь привлечение средств банками первого круга внутри дня шло по 5.0-5.25%, снизившись к концу дня до 4.75-5.25% (против 4.25-4.5% на вечер понедельника). При этом роста стоимости фондирования на междилерском РЕПО не было: по итогам торговой сессии средневзвешенная ставка по однодневным сделкам под залог ОФЗ и облигаций 1-го эшелона составила 5.43-5.50%.

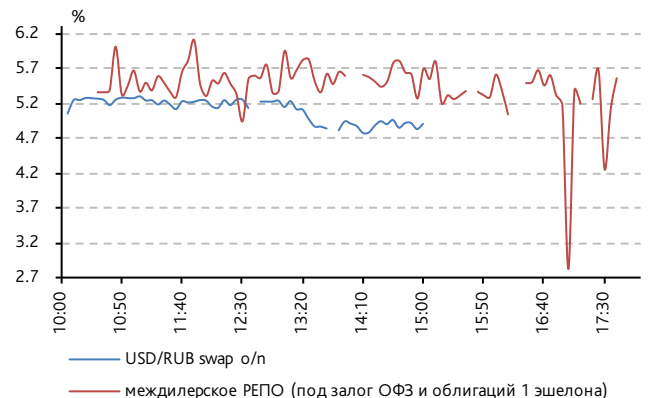



**Роман Дзугаев**  
 +7 495 647-23-64  
[roman.dzugaev@trust.ru](mailto:roman.dzugaev@trust.ru)

**Ликвидность**



**Ставки РЕПО и валютных свопов o/n intraday**



 Кредитные комментарии

**Метинвест опубликовал хорошую отчетность по МСФО за 1П 2011; долговая нагрузка пока не пострадала от последних M&A сделок; к облигациям относимся нейтрально**

*Вчера крупнейший украинский производитель стали и металлургического сырья – Метинвест – опубликовал консолидированную отчетность по МСФО за 1П 2011 г.*

## КОММЕНТАРИЙ

Благодаря консолидированному в конце 2010 г. ММК им. Ильича Метинвест продемонстрировал отличные операционные результаты: выручка увеличилась на 72% и составила USD7.0 млрд., EBITDA прибавила 70% относительно показателя 1П 2010 г. ММК им. Ильича позволил нарастить продажи плоского проката более чем на 55%. Основным источником выручки для Метинвеста по-прежнему является стальной сегмент бизнеса, на который в 1П 2011 г. пришлось около 73% совокупных продаж третьим лицам. Однако, как и у большинства остальных вертикально интегрированных металлургических холдингов, основную долю в EBITDA занимает добывающий сегмент, в частности у Метинвеста это направление по производству железной руды. Консолидированная рентабельность по EBITDA компании практически не изменилась за год и составила 28%.

Метинвест в 1П 2011 г. продолжил генерировать значительный чистый операционный денежный поток, объема которого хватило на финансирование инвестиционной программы. Порядка половины совокупного объема капитальных затрат за этот период пришлось на подразделение по добыче железной руды (USD249 млн. из USD559 млн.).

## ТАБЛИЦА. КЛЮЧЕВЫЕ ФИНАНСОВЫЕ ПОКАЗАТЕЛИ МЕТИНВЕСТА

МСФО, USD млрд.	1П 2010	2010	1П 2011	1П11/2П10	1П11/1П10
Выручка	4.1	9.4	7.0	32%	72%
ЕБИТДА	1.2	2.4	2.0	58%	70%
Чистая прибыль	0.5	0.4	1.1		118%
Чистый операц. денежный поток	0.5	1.0	1.2	101%	148%
Капвложения и M&A	0.3	1.4	0.6	-48%	75%
Свободный денежный поток	0.3	0.5	0.6	246%	118%
Совокупный долг, в т.ч.	2.7	3.2	3.0	-7%	10%
<i>краткосрочный долг</i>	<i>1.2</i>	<i>1.4</i>	<i>1.0</i>	<i>-32%</i>	<i>-19%</i>
Денежные средства и эквиваленты	0.6	0.4	0.7	61%	14%
Активы	13	15	15	6%	21%
<b>Показатели</b>					
EBITDA margin	28%	26%	28%		
EBITDA/проценты	11.5	11.6	14.7		
Долг/EBITDA*	1.6	1.3	0.9		
Чистый долг/EBITDA*	1.2	1.1	0.7		
Долг/Собственный капитал	0.4	0.4	0.3		

\* значение EBITDA за последние 12 месяцев  
Источник: данные компании, НБ «Траст»

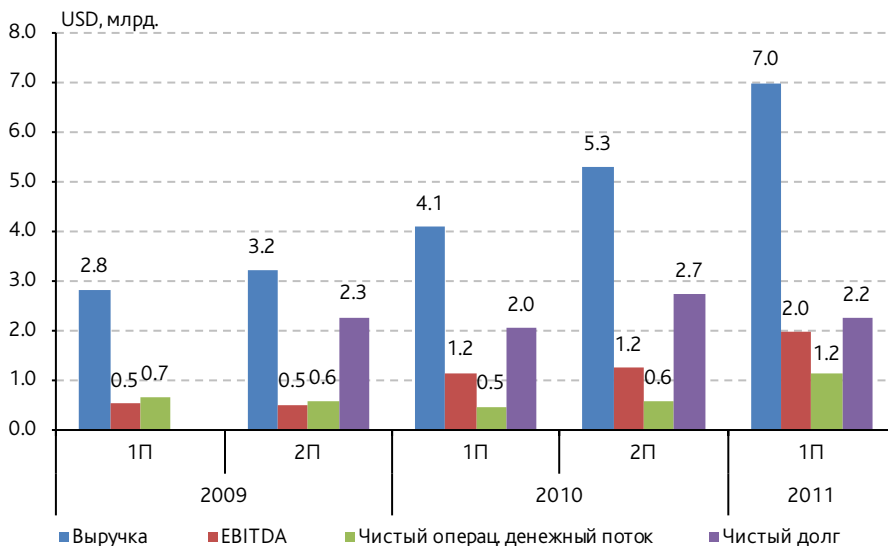
Кредитное качество Метинвеста за последние 6 месяцев только укрепилось: в 1П 2011 г. компания успешно разместила еврооблигации на сумму USD750 млн. и погасила евробонды Азовстали (одного из подконтрольных металлургических комбинатов) объемом USD175 млн. Долговая нагрузка еще больше снизилась как за счет некоторого уменьшения долга, так и за счет роста EBITDA. Показатель «Чистый долг/EBITDA» на конец 1П 2011 г. составил всего 0.7х, что является эталонным даже для российских лидеров черной металлургии.

В опубликованной отчетности Метинвест прояснил некоторые детали сделки по приобретению доли в Запорожстали: компания заплатила за неблокирующую долю в 24.9% USD208 млн., а также за USD30 млн. приобрела опцион на покупку 50% компании за USD416 млн. (опцион истекает в августе 2012 г.). Сделка не должна была оказать негативного влияния на ликвидную позицию Метинвеста, однако исполнение опциона может потребовать от компании привлечения нового долга.

В комментариях к отчетности отмечено, что в августе Метинвест договорился о привлечении 5-летнего амортизируемого кредита объемом USD850 млн. со ставкой LIBOR+300 бп. С учетом сравнительно непростой ситуации на международных долговых рынках, ставку по данному кредиту можно считать невысокой. Более того, этот кредит вместе с текущей подушкой ликвидности полностью покрывают потребности Метинвеста в средствах для рефинансирования краткосрочного долга и исполнения опциона на покупку 50% доли Запорожстали.

Метинвест	B2/NR/B
<i>МСФО, 1П 2011</i>	
Выручка, USD млрд.	7.0
EBITDA margin	28%
Долг/EBITDA	0.9

ДИАГРАММА. ДИНАМИКА КЛЮЧЕВЫХ ФИНАНСОВЫХ ПОКАЗАТЕЛЕЙ МЕТИНВЕСТА



Источник: данные компании, НБ «Траст»

Два выпуска еврооблигаций Метинвеста традиционно торгуются с самыми узкими спредами к суверенной кривой Украины. Подобная картина наблюдается и сейчас, поэтому мы нейтрально относимся к долговым инструментам компании и считаем их хорошей альтернативой суверенным еврооблигациям Украины для склонных к риску инвесторов.



**Дмитрий Турмышев**  
+7 495 647-25-89  
[dmitry.turmyshev@trust.ru](mailto:dmitry.turmyshev@trust.ru)

**Газпром нефть ожидает рост выручки по итогам 2011 на 32%, прибыли – на 71%; кредитное качество предсказуемо улучшается; нейтрально для бондов компании**

Вчера Газпром нефть озвучила прогнозы по финансовым показателям и инвестиционной программе 2011 г.

КОММЕНТАРИЙ

Прогнозные данные по 2011 г., озвученные Газпром нефтью, оказались ожидаемо позитивными и соответствуют динамике 1П 2011 г. (рост выручки на 39%, прибыли – на 67%). Мы полагаем, что 2011 г. будет позитивным для компании с точки зрения ее кредитоспособности.

Совокупная добыча углеводородов с учетом доли в совместных и зависимых предприятиях по оценкам компании возрастет на 3.8 млн. барр. н.э. до 56.5 млн. барр. н.э. Рост добычи газа составит 2.8 млн. барр. н.э. (+113% к объему добычи в 2010 г.), увеличение добычи нефти – 1 млн. барр. (+2% к объему добычи в 2010 г.).

Ожидается, что выручка компании увеличится на 32%, что обусловлено в основном ростом цены на нефть, а также ростом объемов добычи. Показатель «EBITDA margin» составит 22%, что совпадает с аналогичным показателем 2010 г. Рост чистой прибыли на USD2.2 млрд. (или на 71%) относительно 2010 г. соответствует росту EBITDA на USD2.1 млрд.

Органические капитальные вложения (не включают в себя затраты на M&A) составят, по нашим оценкам, порядка USD4.4 млрд. против USD3.3 млрд. в 2010 г. Наибольший рост демонстрируют затраты в сегментах переработки и сбыта, которые, по сообщениям компании, вырастут на 87%.

Мы считаем, что увеличение капитальных вложений может быть обеспечено операционным денежным потоком. Соответственно, долг компании будет стабильным, что при росте показателей P&L улучшит кредитные метрики.

Газпром нефть	Ваа3/BBB-/NR
US GAAP, 1П 2011	
Выручка, USD млрд.	21.3
EBITDA margin	23%
Долг/EBITDA	0.8

Интересных торговых идей с облигациями Газпром нефти на данный момент нет. Относительно короткие бумаги **Газпром нефть-3**, **Газпром нефть БО-5** и **Газпром нефть БО-6** торгуются на одном уровне с бумагами Газпрома и Лукойла. Более длинные бумаги в текущих условиях непривлекательны из-за своей высокой дюрации.



**Петр Макаров**  
+7 495 647-25-77  
[petr.makarov@trust.ru](mailto:petr.makarov@trust.ru)

## Календарь по рублевым облигациям

Последние размещения					
Дата	Выпуск	RUB млрд.	Купон	Срок	YTW
18 окт	Номос-Банк-26о	5.00	8.00%	2*	8.16%
18 окт	ОТКРЫТИЕ ФК-1	5.0	9.00%	3	9.20%
7 окт	Платежные системы-1	0.4	8.25%	20	8.07%
4 окт	ВЭБ-10	15.0	8.50%	5*	8.68%
3 окт	АТЭК-2	0.3	11.00%	1	11.29%
29 сен	ВостЭкспресс-26о	2.0	10.50%	1*	10.77%
21 сен	ВТБ 24-ЗИП-Б	1.7	3.00%	32	3.03%
21 сен	ВТБ 24-ЗИП-А	3.3	9.00%	32	9.31%
14 сен	ЮниКредит Банк-1ИП	5.0	8.20%	5	8.37%
31 авг	ТрансФин-М-136о	0.5	8.50%	3	8.68%
31 авг	ТрансФин-М-126о	0.5	8.50%	3	8.68%
29 авг	ТрансФин-М-15	1.0	8.50%	5*	8.68%
29 авг	Медведь-Финанс-2	1.0	12.50%	1*	13.08%
17 авг	Держава АКБ-1	0.3	10.25%	1*	10.50%
5 авг	РенессансКапитал-36о	3.0	9.90%	2*	10.14%
3 авг	Абсолют Банк-5	1.8	8.00%	3*	8.16%
2 авг	ОТП Банк-16о	5.0	7.95%	3	8.11%
2 авг	Мираторг Финанс-16о	3.0	8.75%	3*	8.94%

Ближайшие выпуски				
Дата	Выпуск	RUB млрд.	Купон	Срок
21 окт	СЗКК-3	5.0	11.15%	20
21 окт	СЗКК-4	5.0	11.15%	20
27 окт	Ремпутьмаш-1	2.3	н.д.	5

Ближайшие оферты					
Дата	Выпуск	RUB млрд.	Купон	Нов. купон	Срок
19 окт	МКБ-8	3.0	9.70%	9.00%	1*
19 окт	РосТелеком-13	2.0	11.00%	6.50%	1
20 окт	КИТ Финанс Капитал	0.3	11.00%	11.00%	3
24 окт	Трансфин-М-04	0.4	11.00%	11.00%	0*
24 окт	Трансфин-М-05	0.4	11.00%	11.00%	0*
24 окт	Трансфин-М-06	0.5	11.00%	11.00%	0*
24 окт	Трансфин-М-07	0.5	11.00%	11.00%	0*
24 окт	Трансфин-М-08	0.4	11.00%	11.00%	0*
24 окт	ХКФ Банк-5	4.0	8.15%	8.50%	2
25 окт	МБРР-3	3.0	7.25%	8.25%	2
28 окт	БИН Банк-2	1.0	8.85%	8.85%	1*
3 ноя	ЕАБР 3	5.0	10.50%	7.50%	2*
3 ноя	Югинвестрегион	0.9	13.75%	8.90%	2*
11 ноя	Мечел-016о	5.0	12.50%	н.д.	1
16 ноя	ВнешПромБанк	1.5	9.00%	н.д.	1
21 ноя	ПеноПлэкс-2	2.5	14.00%	14.00%	3
23 ноя	Разгуляй Фин.-4	3.0	0.00%	н.д.	2
28 ноя	РЖД-12	15.0	14.90%	н.д.	8

Ближайшие погашения		
Дата	Выпуск	RUB млрд.
19 окт	Белгородская Обл-4	1.0
20 окт	Нижегородская Обл-3	0.8
20 окт	Группа Джей Эф Си	2.0
21 окт	ПАВА-2	1.0
25 окт	АК БАРС Банк-3	3.0
26 окт	Иркутская Обл-315	0.3
27 окт	Газпром-08	5.0
27 окт	РФЦ Лизинг	0.0
31 окт	Ханты-МансийскийБанк-1	3.0
2 ноя	Протек	5.0
4 ноя	Терна-2	1.5
4 ноя	РФА Инвест-1	0.6
9 ноя	Зенит Банк-3	3.0
17 ноя	ПарнасМ-2	1.0
17 ноя	РосТелеком-02	0.4
22 ноя	ЭнергоМаш	0.7
23 ноя	Аладушкин-2	1.0
29 ноя	Интегра-2	3.0

\* срок до ближайшей оферты, лет

## Календарь по еврооблигациям

Последние размещения					
Дата	Выпуск	Валюта	Объем, млн.	Купон	Срок
17 окт	Turkey 22	USD	1000	5.13%	11
2 авг	Moscow Credit Bank 14	USD	200	8.25%	3
21 июл	SeverStal 16	USD	500	6.25%	5
18 июл	MetalloInvest 16	USD	750	6.50%	5
13 июл	Oschad 16N	USD	200	8.25%	5
12 июл	Agroton 14	USD	50	12.50%	3
4 июл	Kyiv 16	USD	300	9.38%	5
28 июн	VimpelCom 14F	USD	200	4.25%	3
24 июн	VimpelCom 17	USD	500	6.25%	6
24 июн	VimpelCom 22	USD	1500	7.50%	11

Ближайшие погашения			
Дата	Выпуск	Валюта	Объем, млн.
20 окт	Promsvyazbank 11	USD	225
22 окт	VimpelCom 11	USD	300
4 ноя	InterGaz 11	USD	250
10 ноя	AIZK 11R	RUB	1040
14 ноя	SberBank 11	USD	750
16 ноя	Astana Finance 11	USD	175
16 ноя	MDM 11E	EUR	300
30 ноя	Mir. KhliboProdukt 11	USD	250
21 дек	UkrSibBank 11	USD	500
30 дек	MDM 11N	USD	130

Руководитель инвестблока

Игорь Потапов

+7 495 647-90-44

## Дирекция анализа долговых рынков

[research.debtmarkets@trust.ru](mailto:research.debtmarkets@trust.ru)

+7 495 789-36-09

## Дирекция финансовых рынков

[sales@trust.ru](mailto:sales@trust.ru)

+7 495 647-25-92

## Руководитель дирекции

Леонид Игнатьев

+7 495 647-23-60

[leonid.ignatiev@trust.ru](mailto:leonid.ignatiev@trust.ru)

## Руководитель дирекции

Дмитрий Игумнов

+7 495 647-25-98

[dmitry.igumnov@trust.ru](mailto:dmitry.igumnov@trust.ru)

## Макроэкономика и стратегия

Роман Дзугаев

+7 495 647-23-64

[roman.dzugaev@trust.ru](mailto:roman.dzugaev@trust.ru)

Алексей Тодоров

+7 495 647-23-62

[aleksey.todorov@trust.ru](mailto:aleksey.todorov@trust.ru)

## Торговые операции

Андрей Труфакин

+7 495 789-60-58

[andrey.trufakin@trust.ru](mailto:andrey.trufakin@trust.ru)

## Кредитный анализ

Юлия Сафарбакова

+7 495 647-23-59

[yulia.safarbakova@trust.ru](mailto:yulia.safarbakova@trust.ru)

Дмитрий Турмышев

+7 495 647-25-89

[dmitry.turmyshev@trust.ru](mailto:dmitry.turmyshev@trust.ru)

Петр Макаров

+7 495 647-25-77

[petr.makarov@trust.ru](mailto:petr.makarov@trust.ru)

## Клиентские продажи

Александр Хлопецкий

+7 495 647-28-39

[aleksandr.khlopetsky@trust.ru](mailto:aleksandr.khlopetsky@trust.ru)

Олеся Курбатова

+7 495 647-25-90

[olesya.kurbatova@trust.ru](mailto:olesya.kurbatova@trust.ru)

Артем Петросьян

+7 495 647-25-67

[petrosyan.artem@trust.ru](mailto:petrosyan.artem@trust.ru)

Яна Шнайдер

+7 495 647-25-74

[yana.shnayder@trust.ru](mailto:yana.shnayder@trust.ru)

Настоящий отчет не является предложением или просьбой купить или продать какие-либо ценные бумаги или связанные с ними финансовые инструменты либо принять участие в какой-либо стратегии торговли. Хотя информация и мнения, изложенные в настоящем отчете, являются, насколько нам известно, верными на дату отчета, мы не предоставляем прямо оговоренных или подразумеваемых гарантий или заключений относительно их точности или полноты. Представленная информация и мнения не были специально подготовлены для конкретной операции любых третьих лиц и не представляют детальный анализ конкретной ситуации, сложившейся у третьих лиц. Мы можем изменить свое мнение в одностороннем порядке без обязательства специально уведомлять кого-либо о таких изменениях. Информация и заключения, изложенные в настоящем отчете, не заменяют независимую оценку инвестиционных потребностей и целей какого-либо лица. Мнения, выраженные в данном отчете, могут отличаться или противоречить мнениям других подразделений НБ «ТРАСТ» (ОАО) («Банк») в результате использования разных оценок и критериев, а также проведения анализа информации для разных целей. Данный документ может использоваться только для информационных целей. Описание любой компании или компаний, или их ценных бумаг, или рынков, или направлений развития, упомянутых в данном отчете, не предполагают полноты их описания. Утверждения относительно прошлых результатов не обязательно свидетельствуют о будущих результатах.

Банк и связанные с ним стороны, должностные лица, директора 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 отчете, и/или намереваются приобрести такие доли капитала и/или выполнять либо намереваться выполнять такие услуги в будущем (с учетом внутренних процедур Банка по избежанию конфликтов интересов). Банк и связанные с ним стороны могут действовать или уже действовали как дилеры с ценными бумагами или другими финансовыми инструментами, указанными в данном отчете, или ценными бумагами, лежащими в основе таких финансовых инструментов или связанными с вышеуказанными ценными бумагами. Кроме того, Банк может иметь или уже имел взаимоотношения, или может предоставлять или уже предоставлял финансовые услуги упомянутым компаниям (включая инвестиционные банковские услуги, фондовый рынок и прочее). Сотрудники Банка или связанные с ним стороны могут или могли быть также сотрудниками или директорами упомянутых компаний (с учетом внутренних процедур Банка по избежанию конфликтов интересов). В Банке разработаны и внедрены специальные процедуры, препятствующие несанкционированному использованию служебной информации, а также возникновению конфликта интересов в связи с оказанием Банком консультационных и других услуг на финансовом рынке. Банк и связанные с ним стороны не берут на себя ответственность, возникающую из использования любой информации или заключений, изложенных в настоящем отчете. Цитирование или использование всей или части информации, содержащейся в настоящем отчете, допускается только с прямо оговоренного разрешения Банка.

Настоящий отчет может быть использован инвесторами на территории России с учетом действующего законодательства РФ. Иностранные инвесторы (включая, но не ограничиваясь: Швейцария, Королевство Нидерландов, Германия, Италия, Франция, Швеция, Дания, Австрия) могут использовать настоящий отчет только, если они являются институциональными инвесторами по законодательству страны регистрации. Настоящий отчет подготовлен Банком, который не зарегистрирован в качестве брокера-дилера уполномоченным органом по регистрации финансовых организаций США, распространяется контрагентом Банка в США и предназначается только для тех лиц, которые подтверждают, что они являются основными институциональными инвесторами США, как это определено в Правиле 15a-16 Закона США о ценных бумагах от 1934 года, и понимают и принимают все риски, связанные с операциями с финансовыми инструментами (включая ценные бумаги). Настоящий отчет подготовлен Банком, который не зарегистрирован уполномоченным органом по регистрации финансовых организаций Великобритании, и распространяется контрагентом Банка в Великобритании, не являющимся частными инвесторами.

Каждый аналитик Дирекции анализа экономики и финансовых рынков, частично или полностью отвечающий за содержание данного отчета, подтверждает, что в отношении каждого финансового инструмента или эмитента, упомянутых в отчете: (1) все выраженные мнения отражают его личное отношение к данному ценным бумагам или эмитентам; (2) его вознаграждение напрямую или косвенно не связано с рекомендациями или взглядами, выраженным в отчете; и (3) он не проводит операции с финансовыми инструментами компаний, анализ деятельности которых он осуществляет. Банк не несет никакой ответственности за использование кем-либо информации, основанной на мнении аналитика Дирекции анализа экономики и финансовых рынков в отношении какого-либо финансового инструмента.