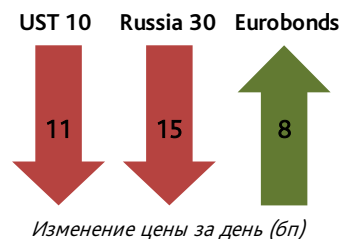


## Навигатор долгового рынка

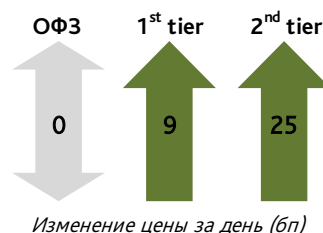
### Глобальные рынки и еврооблигации

- Итоги торгов по еврооблигациям: выходной день в США привел к отсутствию активности на рынке; колебания в котировках были минимальными
- Открытие торгов по еврооблигациям: аппетит к риску восстанавливается, баррель Brent торгуется чуть выше; решение Fitch о пересмотре прогноза по рейтингу РФ на «стабильный» окажет ограниченное влияние; ждем открытия торгов в нейтральном ключе
- S&P снизило рейтинг EFSF до «AA+»; в Фонде заявили, что эффективная кредитоспособность останется на уровне EUR440 млрд.; ждем постепенного роста стоимости заимствований для EFSF и, как следствие, удорожания кредитов для «периферийных» стран



### Рублевые облигации и денежный рынок

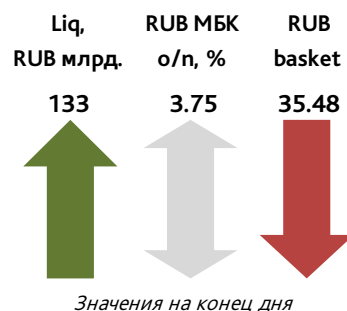
- Ликвидные ОФЗ в понедельник по большей части покупались, хотя и подешевели по средневзвешенной оценке; торговая активность на рынке снизилась под влиянием начала январских налоговых оттоков
- X5 Retail Group проводит вторичное размещение облигаций; размещение наиболее вероятно при доходности от 10% годовых
- Денежный рынок успешно выдержал первое испытание налоговыми оттоками; ставки овернайт и междилерского РЕПО практически не изменились; банки обратились к ЦБ за более долгим и дорогим фондированием в преддверии очередных крупных выплат
- Банк Глобэкс 25 января 2012 проведет оферту по RUB5 млрд. облигаций серии БО-2; бумага включена в Ломбардный список ЦБ РФ; купон на уровне 9.9% обеспечивает YTM 10.15% через 1.5 года при номинальной цене, что, на наш взгляд, адекватно покрывает кредитные риски эмитента и не предполагает существенного объема предъявления бумаг к оферте



### Кредитные комментарии

- Газпромбанк озвучил условия конвертации субординированного долга в акционерный капитал; ВЭБ в результате сделки получит 10.2% акций банка; новость позитивна для обеспеченности капиталом 1-го уровня; нейтрально смотрим на бумаги ГПБ
- Синема Парк выделена из структуры активов ПрофМедиа в рамках группы «Интеррос»; средства от сделки были направлены на снижение долга ПрофМедиа перед акционером; реакция в облигациях ограничена их низкой ликвидностью
- Операционные результаты Альянс Ойл за 2011 соответствуют скорректированным ожиданиям; прогноз на 2012 не радует из-за значительного объема капитальных вложений и сниженных прогнозов по добыче; тем не менее евробонды имеют потенциал роста
- Fitch изменило прогноз по рейтингу ОТП Банка «ВВ» на «негативный» со «стабильного» из-за возможного снижения потенциала поддержки со стороны материнского банка вслед за ухудшением ситуации в Венгрии; умеренно негативно для банка; короткие бумаги представляют интерес в качестве высокодоходных инструментов до погашения

### Индикаторы FX/MM



### Последние обзоры

- 27 декабря Банковская система в ноябре: активизация корпоративных клиентов
- 23 декабря «Дочки» европейских банков на российском рынке: риски приходят извне
- 23 декабря Высокодоходные облигации: возможности для инвестиций
- 22 декабря Стратегия долговых рынков-2012
- 21 декабря Башнефть: новый бонд лучше старых трех

### Контакты и ссылки



+7 495 789 36 09

research.debtmarkets@trust.ru

## Глобальные рынки и еврооблигации

### Статистика и события

|        |  |
|--------|--|
| 17 янв | Переговоры властей Греции с «тройкой» кредиторов (ЕС, ЕЦБ и МВФ)   |
| 14:00  | Индекс потребительских цен в еврозоне за декабрь                   |
| 14:00  | Индекс экономических ожиданий ZEW в Германии за январь             |
| 15:00  | Итоги аукциона по 182-дн. облигациям EFSF в объеме до EUR1.5 млрд. |
| 17:30  | Индекс деловой активности в промышленности от ФРБ Нью-Йорка        |
| 20:00  | Завершение выкупа ФРБ Нью-Йорка UST в объеме USD2.25–2.75 млрд.    |

### Ключевые индикаторы

|                  |    |        |       |
|------------------|----|--------|-------|
| EMBI+ spread     | ◀▶ | 314    | 0     |
| UST10            | ◀▶ | 1.88   | +0.01 |
| Russia 30–UST 10 | ▲  | 260    | +1    |
| EUR/USD          | ▼  | 1.2661 | -0.1% |
| Oil (Brent)      | ▲  | 111.8  | +0.8% |
| VIX              | ◀▶ | 20.91  | 0     |

### Итоги торгов по еврооблигациям: выходной день в США привел к отсутствию активности на рынке; колебания в котировках были минимальными

Торговая активность на российском рынке еврооблигаций в первый рабочий день недели практически отсутствовала – сказался фактор выходного дня в США. Изменения в котировках корпоративных выпусков были крайне незначительными, а суверенный индикативный выпуск **Russia 30** снизился в цене на 15 бп до 116.88% от номинала. Спред **Russia 30–UST10** остался неизменным – на уровне 260 бп. Украинские суверенные еврооблигации также немного потеряли в цене (–15 бп), в то время как белорусские бумаги подросли на 20 бп.

### Открытие торгов по еврооблигациям: аппетит к риску восстанавливается, баррель Brent торгуется чуть выше; решение Fitch о пересмотре прогноза по рейтингу РФ на «стабильный» окажет ограниченное влияние; ждем открытия торгов в нейтральном ключе

Эффект от массового снижения суверенных рейтингов в еврозоне оказался недолгим. Аппетит инвесторов к риску во вторник с утра уверенно восстанавливается на фоне неплохих результатов размещения Францией краткосрочных облигаций накануне, а также опубликованных сегодня статданных по ВВП Китая. Азиатские индексы торгуются в плюсе (**Nikkei 225** прибавляет около 0.7%), а фьючерсы на **S&P 500** растут на 0.4%. Нефть марки Brent торгуется на уровне USD111.3 за баррель, что чуть выше уровня закрытия основных торгов в России накануне.

Мы полагаем, что российский рынок еврооблигаций не продемонстрирует значимой реакции на принятые в конце прошлой недели решения S&P и откроет сегодняшние торги нейтральной динамикой. Положительное отношение к российскому рынку могут обеспечить сохраняющиеся высокие цены на нефть. Определенным катализатором продаж может стать принятое накануне решение Fitch об ухудшении прогноза по суверенному рейтингу России «BBB» до «стабильного». Однако влияние данного события на рынок будет сдерживаться тем фактом, что рейтинги РФ от двух других ведущих агентств, S&P и Moody's, находятся на неизменном уровне со «стабильным» прогнозом приблизительно с начала 2009 г.

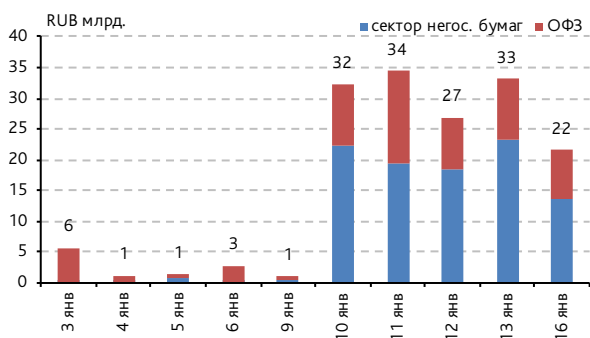
После статистического «затишья» накануне, во вторник как в Европе, так и в США будет опубликован ряд важных макроэкономических индикаторов. Свою долю внимания получит также аукцион по бумагам Европейского фонда финансовой стабильности (EFSF), особую актуальность которому придает решение S&P о снижении рейтинга Фонда до «AA+» вслед за понижением рейтингов Франции и Австрии. Тем не менее, учитывая краткосрочный характер размещаемых бумаг, мы не ждем существенных проблем на аукционе. Также во вторник размещения краткосрочных облигаций проведут Испания, Греция и Бельгия.



**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  | 25.9% |
| от 1 до 1.5 лет | 13.3% |
| от 1.5 до 2 лет | 7.3%  |
| от 2 до 3 лет   | 12.8% |
| от 3 до 5 лет   | 24.4% |
| > 5 лет         | 16.3% |

распределение совокупного оборота торгов по дюрации

### Доходности

|                   | YTM   | Dur |
|-------------------|-------|-----|
| ОФЗ (<2.5 лет)    | 6.52% | 1.5 |
| ОФЗ (2.5-4.5 лет) | 7.79% | 3.5 |
| ОФЗ (>4.5 лет)    | 8.05% | 6.5 |
| Банки             | 7.98% | 1.5 |
| Корп 1 эшелон     | 8.09% | 2.0 |
| Корп 2 эшелон     | 8.81% | 2.0 |

### Ликвидные ОФЗ в понедельник по большей части покупались, хотя и подешевели по средневзвешенной оценке; торговая активность на рынке снизилась под влиянием начала январских налоговых оттоков

Сектор госбумаг завершил понедельник на более низких ценовых уровнях относительно пятницы, хотя на протяжении сессии вслед за укреплением рубля на рынке наблюдались покупки. Из ликвидных бумаг примерно на 16 бп подешевел **ОФЗ 26204** (YTM 8.23%), а более короткие **ОФЗ 25068** (YTM 7.34%) и **ОФЗ 26203** (YTM 8.00%) потеряли порядка четверти процентного пункта по средневзвешенным ценам. Наибольший объем сделок в госбумагах вчера прошел в 10-летнем **ОФЗ 26205** (YTM 8.52%): выпуск также подешевел примерно на 25 бп, однако количество сделок и их ценовые уровни в течение дня не позволяют рассматривать вчерашний рынок в данной бумаге как ликвидный.

В корпоративных бумагах наибольшая активность отмечена в коротких **Алроса-22** (YTW 8.25%) и **ВТБ БО-1** (YTW 7.91%), подешевевших на 15–25 бп по средневзвешенным ценам. Наряду с ними устойчивый рынок сохраняется в выпуске **ФСК ЕЭС-18** (YTW 8.53%), оставшемся по итогам понедельника на уровнях предыдущего дня. Из длинных выпусков повышенная активность вчера наблюдалась в **МТС-7** (YTW 9.47%), подорожавшем почти на 1 п.п. по итогам дня.

Сформировавшиеся к началу торгов на российском рынке повышенные уровни в товарах, валютах против доллара и ряде других рисков активы способствуют покупкам в рублевом долге на сегодня, итогом которых, как мы думаем, станет возврат цен ликвидных ОФЗ к пятничным уровням.

### X5 Retail Group проводит вторичное размещение облигаций; размещение наиболее вероятно при доходности от 10% годовых

Вчера крупнейший по объему выручки продуктовый ритейлер России, X5 Retail Group, объявил о планах вторичного размещения выпуска **X5-4**. Данный выпуск имеет оферту в начале июня 2014 г. (дюрация 2.2 года) и купон в размере 7.75%. Компания ориентирует инвесторов на доходность к оферте в диапазоне 9.75–10.25% годовых, т.е. выпуск будет продаваться по цене 95.35–96.30% от номинала. Объем вторичного размещения составляет до RUB3.6 млрд.

Отметим, что в последние месяцы ликвидность в долговых бумагах X5 Retail Group серьезно сократилась, поэтому индикативный уровень доходности по оставшимся в рынке бумагам предполагает минимальную премию к кривой ОФЗ. Нынешнее предложение компании более щедрое – аналогичная премия составляет более 250 бп. Относительно ликвидные бумаги **Магнит БО-6**, которые имеют сопоставимую дюрацию, в настоящее время торгуются с доходностью около 9.50%.

На наш взгляд, предложение X5 Retail Group привлекательно, начиная с середины указанного диапазона, т.е. с 10% годовых. Проблему для размещения может составить только сравнительно большая дюрация – более двух лет, тогда как даже первоклассные заемщики с рейтингами инвестиционной категории в конце прошлого года размещали более короткие бумаги.

Основная негативная черта кредитного качества компании – высокая долговая нагрузка, существенно увеличившаяся после сделки по приобретению сети «Копейка». По итогам 9М 2011 г. показатель «Чистый долг/EBITDA» составлял около 3.3х. В то же время компания в 2011 г. завершила интеграцию приобретенной сети и в 3К уже

смогла продемонстрировать положительный свободный денежный поток. На наш взгляд, подобная тенденция должна сохраниться и в 2012 г., поэтому роста долговой нагрузки и сложностей с обслуживанием текущего долга у X5 Retail Group в ближайший год мы не ожидаем.



**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

- 17 янв Аукцион Минфина по размещению RUB10 млрд. (28 дней)
- 18 янв Возврат Минфину RUB171 млрд. бюджетных средств
- 18 янв Возврат Фонду ЖКХ RUB4 млрд. с депозитов банков
- 18 янв Аукцион ОФЗ 25079 (RUB20 млрд.)
- 18 янв Выплаты купонов по ОФЗ (RUB9.8 млрд.)
- 18 янв Погашение ОФЗ 25064 (RUB45 млрд.)

### RUB МБК o/n intraday

|          | откр.     | мин. | макс. | закр.     |
|----------|-----------|------|-------|-----------|
| 1-й круг | 4.50/5.00 | 3.50 | 4.50  | 3.50/4.00 |
| 2-й круг | 4.75/5.25 | 4.15 | 4.75  | 3.75/4.25 |

### Динамика внутри дня (1-й круг)

| УТРО      | ДЕНЬ      | ВЕЧЕР     |
|-----------|-----------|-----------|
| 4.50-5.00 | 4.35-4.50 | 3.50-4.00 |

**Денежный рынок успешно выдержал первое испытание налоговыми оттоками; ставки овернайт и междилерского РЕПО практически не изменились; банки обратились к ЦБ за более долгим и дорогим фондированием в преддверии очередных крупных выплат**

Совокупные остатки на корсчетах и депозитах по состоянию на утро 17 января оказались равны RUB1.23 трлн., что меньше на RUB51.7 млрд., чем сутки назад. Снижение происходило по корсчетам (на RUB71.6 млрд.), в то время как депозиты немного выросли (на RUB19.9 млрд.). Видимо свою лепту внесла уплата страховых взносов на обязательное страхование, предельный срок которой наступил как раз в понедельник. За прошедший день обязательства банков перед Минфином и ЦБ снизились на RUB176.2 млрд. Чистая ликвидная позиция снова «оторвалась» от начала координат и выросла до RUB132.6 млрд. (+RUB124.5 млрд.).

Вчера состоялся аукцион 3-х мес. прямого РЕПО с ЦБ, где регулятором было предложено RUB130 млрд., общий объем заключенных сделок составил RUB124.7 млрд., это при том, что спрос все-таки превышал предложение (на 8%). Причина – высокая ставка отсечения. Средневзвешенная ставка в итоге уравновесилась на отметке 6.94%. На сессиях 1-дневного аукционного РЕПО ситуация оставалась типичной для последней недели. Предложение составляло RUB10 млрд., переспрос – 1.46x, средневзвешенная ставка, однако, снизилась (на 16 бп) по отношению к уровню пятницы, достигнув отметки 5.92%.

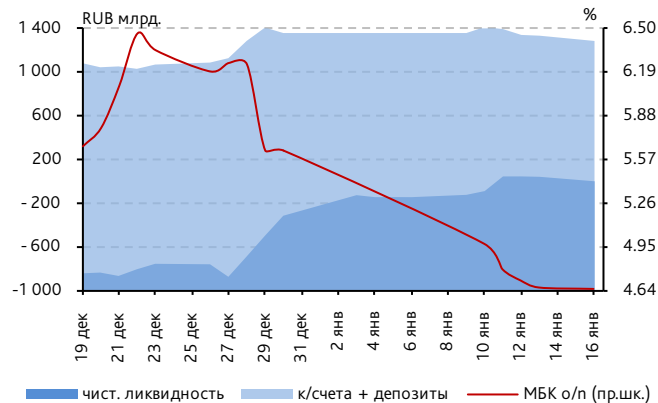
На рынке МБК пока что не наблюдается заметных сдвигов. Банки 1-го круга привлекали кредиты овернайт по средневзвешенной ставке 4.35–4.50%. Динамика ставок на рынке 1-дневного междилерского РЕПО под обеспечение ОФЗ и облигаций 1-го эшелона также остается в русле текущих тенденций – 5.00–5.15%. Незначительный сдвиг нижней границы диапазона процентных ставок пока еще не свидетельствует об устойчивой эскалации напряженности с ликвидностью.

Напоминаем, что сегодня состоится аукцион Минфина, где участникам будет предложено RUB10 млрд. на срок 28 дней (дата возврата – 15 февраля 2012 г.). Завтра также ожидается погашение ОФЗ 25064 на сумму RUB45 млрд. и выплаты купонов на общую сумму RUB54.8 млрд. Это обеспечит заметный приток денежных средств в систему, даже несмотря на существенно большие встречные оттоки, связанные с возвратом бюджетных средств Минфину (RUB171 млрд.), Фонду содействия реформированию ЖКХ (RUB4 млрд.) и аукционом ОФЗ 25079 (RUB20 млрд.). Как мы уже отмечали в предыдущих выпусках, «пояс ликвидности» начинает затягиваться все туже, к концу недели мы ожидаем разворота динамики процентных ставок.

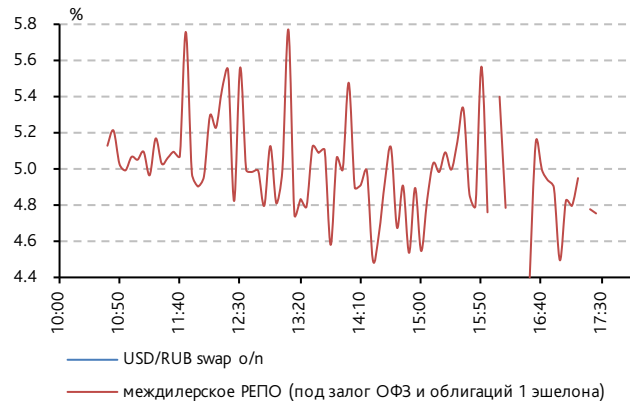


Иван Синельников  
+7 495 786-35-36  
[ivan.sinelnikov@trust.ru](mailto:ivan.sinelnikov@trust.ru)

### Ликвидность



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



**Кредитные комментарии**

**Газпромбанк озвучил условия конвертации субординированного долга в акционерный капитал; ВЭБ в результате сделки получит 10.2% акций банка; новость позитивна для обеспеченности капиталом 1-го уровня; нейтрально смотрим на бумаги ГПБ**

Вчера Газпромбанк (ГПБ) опубликовал пресс-релиз по предстоящей конвертации в акционерный капитал субординированного долга в размере RUB50 млрд. от ВЭБа и RUB40 млрд. от Газпрома и НПФ «Газфонд». В результате сделки ВЭБ станет владельцем 10.19% акций ГПБ, доли основных акционеров несколько снизятся: до 35.54% у Газпрома и 47.38% у НПФ «Газфонд».

**КОММЕНТАРИЙ**

Как мы уже писали ранее, новость положительна для Газпромбанка. Конвертация субординированного долга позволит нарастить показатель обеспеченности капиталом 1-го уровня, а также обеспечит потенциал для дальнейшего привлечения капитала 2-го уровня. Также мы позитивно смотрим на вхождение ВЭБа в структуру собственников ГПБ: по словам представителей банка, ВЭБ не планирует выходить из капитала ГПБ на протяжении как минимум 4-х лет.

Напомним, что по итогам 1П 2011 г. коэффициент Tier 1 составил 11.4%. В соответствии с национальными стандартами учета показатель достаточности капитала Н1 снизился за 9М 2011 г. на 2.95 п.п. до 12.98%. При этом конвертация субординированных кредитов в капитал приведет к увеличению основного капитала (RUB135.8 млрд. по итогам 9М 2011 г.), обеспечив возможность по привлечению дополнительных средств в дальнейшем.

Мы нейтрально смотрим на бумаги Газпромбанка. На данный момент наиболее ликвидные рублевые облигации Газпромбанк БО-1 и БО-4 торгуются с YTW 7.90–8.60% на диапазоне 1–2 года при премии к суверенной кривой в размере 160–170 бп, не предполагая, на наш взгляд, интересных торговых идей. Еврооблигации с погашением в 2013–2015 гг. на данный момент предлагают около 100 бп к бумагам Сбербанка.



Юлия Сафарбакова  
+7 495 647-23-59  
[yulia.safarbakova@trust.ru](mailto:yulia.safarbakova@trust.ru)

**Синема Парк выделена из структуры активов ПрофМедиа в рамках группы «Интеррос»; средства от сделки были направлены на снижение долга ПрофМедиа перед акционером; реакция в облигациях ограничена их низкой ликвидностью**

В самом конце прошлого года группа «Интеррос» В. Потанина выделила в отдельный бизнес сеть кинотеатров Синема Парк, которая прежде входила в периметр консолидации медиахолдинга «ПрофМедиа».

**КОММЕНТАРИЙ**

Выделение актива окажет непосредственное влияние на кредитный профиль медиахолдинга. По словам представителей ПрофМедиа, сделка повлечет за собой существенное снижение величины долга, что может привести к уменьшению долговой нагрузки в терминах «Долг/ЕБИТДА», несмотря на снижение выручки после выделения актива.

На сеть кинотеатров оформлена часть заемных средств холдинга, которая не будет консолидироваться после выделения актива. Также на Синема Парк приходится основная часть обязательств по финансовому лизингу. При этом полученные средства от продажи сети кинотеатров акционерам пошли в счет погашения долга. В результате, по словам представителей ПрофМедиа, общая величина долга на конец 2011 г. составила около RUR9 млрд., что заметно меньше, чем год назад.

Выбытие бизнеса, на наш взгляд, может оказать лишь умеренно негативное влияние на динамику денежных поступлений в среднесрочной перспективе. Хотя, согласно данным МСФО за 2010 г., сеть кинотеатров была 3-м сегментом по маржинальности бизнеса ПрофМедиа: рентабельность по ЕБИТДА составила 21.9% против 25.8% в целом по группе, да и доля в общей величине ЕБИТДА – всего 17%. Локомотивами денежных потоков ПрофМедиа являются телевидение (ЕБИТДА margin – 25.9%), производство и распространение контента (49.5%) по сравнению с 12–16% в остальных направлениях бизнеса.

| Газпромбанк        | Baa3/BB+/NR |
|--------------------|-------------|
| МСФО, 1П 2011      |             |
| Кредиты, RUB трлн. | 1.1         |
| NIM                | 3.5%        |
| NPLs (+90 дней)    | 1.9%        |

| Профмедиа          | S&P: B+ |
|--------------------|---------|
| МСФО, 2010         |         |
| Выручка, RUB млрд. | 18.4    |
| ЕБИТДА margin      | 25.8%   |
| Долг/ЕБИТДА        | 3.0     |

Тем не менее любопытно, что за 2010 г. сеть кинотеатров Синема Парк принесла акционерам RUB286 млн. чистой прибыли по МСФО, тогда как весь холдинг ПрофМедиа получил RUB1.2 млрд. убытков. Убытки возникли преимущественно в результате переоценки нематериальных активов в сегменте телевидения, производства и распространения контента, а также новых медиа.

ТАБЛИЦА. КЛЮЧЕВЫЕ ФИНАНСОВЫЕ ПОКАЗАТЕЛИ ПРОФМЕДИА

| МСФО, RUB млрд.                 | 2007  | 2008  | 2009  | 2010  | Синема Парк |
|---------------------------------|-------|-------|-------|-------|-------------|
| Выручка                         | 10.9  | 15.5  | 16.1  | 18.4  | 3.6         |
| ЕБИТДА                          | 3.1   | 3.8   | 5.2   | 4.8   | 0.8         |
| Чистая прибыль                  | 0.0   | -6.6  | -0.2  | -1.2  | 0.3         |
| Чистый операц. денежный поток   | 2.2   | 1.0   | 4.4   | 2.6   |             |
| Капвложения и М&А               | 4.6   | 4.1   | 2.9   | 4.1   |             |
| Свободный денежный поток        | -2.4  | -3.1  | 1.4   | -1.6  |             |
| Совокупный долг, в т.ч.         | 9.1   | 7.7   | 9.4   | 14.1  |             |
| краткосрочный долг              | 6.8   | 2.7   | 4.2   | 0.5   |             |
| Денежные средства и эквиваленты | 2.6   | 1.6   | 1.5   | 2.2   |             |
| Активы                          | 42.2  | 52.6  | 52.3  | 53.1  | 4.9         |
| <b>Показатели</b>               |       |       |       |       |             |
| ЕБИТДА margin                   | 28.6% | 24.9% | 32.6% | 25.8% | 21.9%       |
| ЕБИТДА/проценты                 | 3.1   | 4.9   | 5.7   | 3.8   |             |
| Долг/ЕБИТДА                     | 2.9   | 2.0   | 1.8   | 3.0   |             |
| Чистый долг/ЕБИТДА              | 2.1   | 1.6   | 1.5   | 2.5   |             |
| Долг/Собственный капитал        | 0.4   | 0.2   | 0.3   | 0.5   |             |

Источник: данные компании, НБ «Траст»

Выделение кинопрокатного бизнеса из ПрофМедиа мы считаем нейтральной новостью для котировок рублевых облигаций медийной компании во многом из-за их ограниченной ликвидности. На данный момент рублевый выпуск ПрофМедиа торгуется с очень широкими bid/ask спредами с доходностью не менее YTP 10.9% на диапазоне 1.5 года, не предполагая интересных торговых идей.

**Юлия Сафарбакова**  
+7 495 647-23-59  
[yulia.safarbakova@trust.ru](mailto:yulia.safarbakova@trust.ru)

**Леонид Игнатьев**  
+7 495 647-23-60  
[leonid.ignatiev@trust.ru](mailto:leonid.ignatiev@trust.ru)



**Операционные результаты Альянс Ойл за 2011 соответствуют скорректированным ожиданиям; прогноз на 2012 не радует из-за значительного объема капитальных вложений и сниженных прогнозов по добыче; тем не менее евробонды имеют потенциал роста**

Альянс Ойл опубликовала операционные результаты за 4К 2011 г. и планы на 2012 г.

КОММЕНТАРИЙ

Объем добычи нефти Альянс Ойл в 2011 г. составил 17.9 млн. барр., что на 12% больше, чем в 2010 г. Рост полностью объясняется началом добычи на Колвинском месторождении. С запуском месторождения в сентябре суточная добыча увеличилась примерно на 50%. Объявленные результаты соответствуют последним прогнозам компании и нейтрально оцениваются нами. Динамика переработки также не принесла неожиданностей: рост на 13% по сравнению с 2010 г. до 23.7 млн. барр.

Прогноз добычи на 2012 г. составляет 24 млн. барр., что примерно соответствует поддержанию добычи на уровне 4К 2011 г. Предыдущая цель – 90 тыс. барр. в сутки (32 млн. барр. в год) к концу 2012 г. больше не актуальна. Такое снижение планки, на наш взгляд, является негативным моментом и будет сдерживать рост операционных денежных потоков. Объем переработки в 2012 г. будет примерно на 4% ниже уровня 2011 г.

Неприятным сюрпризом оказались планы по инвестициям. В 2012 г. их общий объем составит USD0.9–1.0 млрд. Мы ожидали снижения капитальных вложений до USD600–700 млн. с учетом того, что Колвинское месторождение было введено в эксплуатацию в 2011 г., а завершение модернизации Хабаровского НПЗ намечено на конец 2012 г. Как оказалось, дальнейшая разработка месторождений, завершение модернизации НПЗ и сооружение нефтепровода, соединяющего завод со второй веткой ВСТО, потребуют от компании больших инвестиций. На наш взгляд, это

| Альянс Ойл           | NR/B+/B |
|----------------------|---------|
| <i>МСФО, 9М 2011</i> |         |
| Выручка, USD млн.    | 2,257   |
| ЕБИТДА margin        | 20%     |
| Долг/ЕБИТДА          | 2.7     |

негативная новость для кредиторов, особенно на фоне сниженных прогнозов по добыче. Альянс Ойл, скорее всего, вновь придется привлекать заемные средства, а кредитный профиль по-прежнему будет находиться под давлением высокой долговой нагрузки.

Рублевые облигации Альянс Ойл при текущих ценах вряд ли могут представлять интерес. Спред **Alliance Oil 15-TNK 15** сейчас составляет 420–440 бп и, на наш взгляд, имеет потенциал сужения на 60–80 бп, даже несмотря на негативный характер озвученных прогнозов.



**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    |
| 16 янв               | ЛК УралСиб-26о  | 2.0       | 11.50% | 3    | 12.01% |
| 30 дек               | Заречная УК-1   | 3.0       | 10.80% | 3*   | 11.09% |
| 29 дек               | ОТКРЫТИЕ ФК-2   | 5.0       | 10.75% | 2*   | 11.04% |
| 28 дек               | Казань-8        | 2.0       | 8.00%  | 5    | 8.24%  |
| 27 дек               | ТГК-1-3         | 2.0       | 10.30% | 10   | 10.19% |
| 27 дек               | ИАВ 1-2         | 1.1       | н.д.   | 33   | н.д.   |
| 27 дек               | ИАВ 1-1         | 2.9       | 8.95%  | 33   | 9.89%  |
| 23 дек               | Веста-1         | 0.3       | 10.20% | 1*   | 10.19% |
| 23 дек               | ВТБ-66о         | 10.0      | 8.50%  | 1*   | 8.77%  |
| 22 дек               | Приам-1         | 0.3       | 9.00%  | 1*   | 9.00%  |
| 22 дек               | Связь-Банк-3    | 5.0       | 8.50%  | 1*   | 8.67%  |
| 22 дек               | Инвестор-1      | 0.1       | 7.00%  | 3    | 7.00%  |
| 22 дек               | Профит-Гарант-1 | 0.1       | 7.00%  | 3    | 7.00%  |
| 21 дек               | АИЖК 2011-1-3   | 0.4       | н.д.   | 33   | н.д.   |
| 21 дек               | АИЖК 2011-1-2   | 1.1       | 3.00%  | 33   | 3.03%  |
| 21 дек               | АИЖК 2011-1-1   | 2.3       | 9.00%  | 33   | 9.31%  |
| 21 дек               | НЛМК-36о        | 5.0       | 8.75%  | 1.5* | 8.94%  |
| 21 дек               | НЛМК-26о        | 5.0       | 8.75%  | 1.5* | 8.94%  |

| Ближайшие выпуски |                |           |            |      |
|-------------------|----------------|-----------|------------|------|
| Дата              | Выпуск         | RUB млрд. | Купон      | Срок |
| 20 янв            | Аэроэкспресс-1 | 3.5       | 10.5-11.0% | 5    |

| Ближайшие оферты |                       |           |        |            |      |
|------------------|-----------------------|-----------|--------|------------|------|
| Дата             | Выпуск                | RUB млрд. | Купон  | Нов. купон | Срок |
| 19 янв           | ПеноПлэкс-2           | 2.5       | 14.00% | 14.00%     | 2    |
| 25 янв           | Глобэкс-26о           | 5.0       | 8.10%  | 9.90%      | 1    |
| 31 янв           | ИАРТ                  | 1.0       | 8.50%  | н.д.       | 1    |
| 6 фев            | ПЭС                   | 0.1       | 9.50%  | н.д.       | 1    |
| 9 фев            | ВТБ Лизинг-8          | 4.6       | 7.05%  | н.д.       | 5    |
| 9 фев            | ЛокоБанк-16о          | 2.5       | 8.50%  | н.д.       | 2    |
| 10 фев           | АТЭК-2                | 0.3       | 11.00% | 11.00%     | 0    |
| 14 фев           | АлефБанк              | 1.0       | 11.00% | н.д.       | 1*   |
| 22 фев           | Хортекс Финанс        | 1.0       | 13.00% | н.д.       | 1    |
| 24 фев           | Микоян-2              | 2.0       | 13.50% | н.д.       | 1    |
| 24 фев           | НОМОС-Банк-016о       | 5.0       | 7.00%  | н.д.       | 2    |
| 26 фев           | МосЭнерго-2           | 5.0       | 7.65%  | н.д.       | 4    |
| 1 мар            | МБРР-4                | 5.0       | 6.00%  | н.д.       | 2    |
| 1 мар            | РусьБанк-3            | 2.0       | 9.50%  | н.д.       | 2    |
| 3 мар            | Судостр.Банк-16о      | 2.0       | 9.75%  | н.д.       | 2    |
| 9 мар            | Национальный стандарт | 1.5       | 10.00% | н.д.       | 2    |
| 15 мар           | Балтинвестбанк-2      | 1.5       | 9.00%  | н.д.       | 3    |
| 15 мар           | ТГК1-1                | 4.0       | 8.50%  | н.д.       | 2    |

| Ближайшие погашения |                   |           |
|---------------------|-------------------|-----------|
| Дата                | Выпуск            | RUB млрд. |
| 19 янв              | ЛК УралСиб-4      | 2.0       |
| 19 янв              | ЛК УралСиб-5      | 3.0       |
| 27 янв              | ЛенЭнерго-2       | 3.0       |
| 1 фев               | АИЖК-04           | 0.9       |
| 15 фев              | ТД Копейка-2      | 4.0       |
| 15 фев              | СУ-155-3          | 3.0       |
| 15 фев              | ТД Копейка-3      | 4.0       |
| 21 фев              | ТГК6 Инвест       | 2.0       |
| 21 фев              | ОИЖК              | 0.7       |
| 21 фев              | РАФ Лизинг Финанс | 1.0       |
| 22 фев              | ЮСКК-2            | 0.0       |
| 23 фев              | МИА-3             | 1.5       |
| 23 фев              | Белон-2           | 2.0       |
| 23 фев              | ЛК УралСиб-3      | 1.5       |
| 28 фев              | Рыбинсккабель     | 1.0       |
| 28 фев              | УралЭлектроМедь   | 3.0       |
| 7 мар               | ТехноНИКОЛЬ-2     | 3.0       |
| 8 мар               | ЯкутскЭнерго-2    | 1.0       |

\* срок до ближайшей оферты, лет

## Календарь по еврооблигациям

| Последние размещения |                       |        |             |        |      |
|----------------------|-----------------------|--------|-------------|--------|------|
| Дата                 | Выпуск                | Валюта | Объем, млн. | Купон  | Срок |
| 17 ноя               | Gazprom 16N           | USD    | 1000        | 4.95%  | 5    |
| 17 ноя               | Gazprom 21            | USD    | 600         | 6.00%  | 10   |
| 14 ноя               | GazpromBank 13C       | CHF    | 420         | 4.38%  | 2    |
| 21 окт               | VTB 15C               | CHF    | 225         | 5.00%  | 4    |
| 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               | MetallInvest 16       | USD    | 750         | 6.50%  | 5    |
| 13 июл               | Oschad 16N            | USD    | 200         | 8.25%  | 5    |
| 12 июл               | Agroton 14            | USD    | 50          | 12.50% | 3    |

| Ближайшие погашения |                 |        |             |
|---------------------|-----------------|--------|-------------|
| Дата                | Выпуск          | Валюта | Объем, млн. |
| 23 янв              | Colombia 12     | USD    | 900         |
| 23 янв              | Turkey 12       | USD    | 1000        |
| 28 янв              | MTS 12          | USD    | 400         |
| 2 фев               | TatFondBank 12  | USD    | 225         |
| 6 фев               | PrivatBank 12   | USD    | 500         |
| 8 фев               | Georgia Bank 12 | USD    | 200         |
| 13 фев              | KKB 12P         | GBP    | 350         |
| 21 фев              | Peru 12         | USD    | 1423        |
| 12 мар              | Poland 12E      | EUR    | 750         |
| 20 мар              | TNK 12          | USD    | 500         |

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 управления торговли****Андрей Труфакин**

+7 495 789-60-58

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

+7 495 786-35-36

[ivan.sinelnikov@trust.ru](mailto:ivan.sinelnikov@trust.ru)**Руководитель управления продаж****Александр Хлопецкий**

+7 495 647-28-39

[aleksandr.khlopetsky@trust.ru](mailto:aleksandr.khlopetsky@trust.ru)**Управление продаж****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)**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)**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 контрагентам Банка в США и предназначается только для этих лиц, которые подтверждают, что они являются основными институциональными инвесторами США, как это определено в Правилах 15a-16 Закона США о ценных бумагах от 1934 года, и принимают 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 контрагентам 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.