

# Fixed Income Daily

## Прогноз по рынкам на сегодня

Евгений Воробьев vorobiev@open.ru

### Краткосрочные факторы влияния на цены

Высокий уровень ликвидности в системе РФ – **позитивно**

Ожидаем ослабление рубля к корзине в течение дня – **негативно**

Неблагоприятная ситуация на внешних рынках – **негативно**

Большинство бумаг достигли справедливых значений, не исключаем фиксации прибыли – **негативно**

### Фьючерсы

|              |        |        |
|--------------|--------|--------|
| Brent MAY11  | 123,05 | -0,75% |
| S&P500 JUN11 | 1313   | -0,48% |
| RTS JUN11    | 2029   | -1,67% |

### Денежный рынок РФ

|                                 |         |
|---------------------------------|---------|
| Остатки средств в ЦБ, млрд руб. | 592+820 |
| Сальдо операций с ЦБ, млрд руб. | 505     |
| Ставки overnight:               | 2,55%   |
| NDF 1 год                       | 4,07%   |
| Денежное предложение, млрд руб. | 7514    |

### Макростатистика

#### Российский рынок

Нет событий

### События по рынкам

#### Денежный рынок

- ЦБР проведет ломбардные аукционы на срок 1 неделя
- + Минфин РФ предложит 65 млрд р из бюджета под 4,65%
- Минфин опубликует ориентиры по размещению ОФЗ

#### Долговой рынок

Размещения  
Иркутскэнерго, БО-01 (RUR 3 млрд)  
Погашения  
Нет погашений  
Оферты  
Нет оферт

#### Первичный рынок:

- СКБ-банк-БО-05, закрытие книги заявок (3 года, 2,0 млрд р)
- Куйбышевазот-04, закрытие книги заявок (5 лет, 2,0 млрд р)
- Иркутскэнерго-БО-01, биржевое размещение (3 года, 3,0 млрд р)
- Первобанк-БО-02, закрытие книги заявок (3 года, 1,5 млрд р)

### Рынок рублевых облигаций

Сегодня ждем небольшое снижение цен под влиянием неблагоприятной ситуации на внешних рынках, и фиксации прибыли игроками. Не видим в этом ничего драматичного, и после того, как цены снизятся еще, видим хорошую возможность к покупке бумаг. Наиболее благоприятный момент - после данных по инфляции завтра.

Основное событие на сегодня – публикация индикативного диапазона к размещению ОФЗ 26205 завтра, ожидаем хороший спрос и доходность в районе 7,95% годовых.

### Корпоративные новости

- **Мечел (В1):** финансовые результаты за 2010 г. Опубликованные показатели носят нейтральный характер. Добывающий сегмент будет определять рост компании и в текущем году. Долговая нагрузка осталась без изменений. Мы можем порекомендовать длинные облигации Мечела

- **Группа ЧТПЗ (NR):** финансовые результаты за 2010 г. В 2010 г. выручка ЧТПЗ возросла на 52% (85.4 млрд. руб.), показатель EBITDA в 2010 г. увеличился почти в 3 раза. Финансовый долг ЧТПЗ продолжает увеличиваться (+33% год к году, +15.2% полугодие к полугодью). Мы не видим интересных торговых идей в бумагах ЧТПЗ

- **Евразгрупп (В1/В+/В+):** первичное предложение еврооблигаций. Объем размещения, по меньшей мере, составит \$350 млн. со сроком погашения от семи до десяти лет. Доходность более коротких еврооблигаций Евраза, по нашим расчетам, составит 6.55-6.65%, в то время как 10-летний выпуск должен предложить дополнительную премию (10-20 бп) за счет более высокой дюрации (доходность 7,3–7,4%)

- **Первобанк (В3/-/-)** сегодня закрывает книгу заявок. Банк предлагает инвесторам 3-х летние бумаги на сумму 1,5 млрд. рублей с возможностью досрочного погашения через 1,5 года. Мы считаем справедливой доходностью бумаг 8,9-9,2% годовых

- **МКБ (В1/-/В+)** собирает заявки на бумаги БО4. Это уже второй выход банка на долговой рынок с конца февраля текущего года, когда банк разместил 3-х летние бумаги серии БО1 с 2-х летней офертой на сумму 3 млрд. рублей. Мы считаем, что участие в размещении привлекательно даже по нижней границе обозначенного диапазона

### Денежный рынок

Ожидаем ставки в диапазоне **2,75-3,25% годовых** по кредитам overnight, остатки по счетам сохраняются на весьма высоких уровнях, денежный рынок окажет поддержку котировкам сегодня и ближайшее время.

### Форекс

Сегодня ожидаем ослабление рубля к корзине под влиянием коррекции цен на нефть, снижения прогнозов по потреблению сырья в мире, неблагоприятной обстановки на мировых рынках; национальная валюта будет торговаться в коридоре **33,60-33,80 руб за корзину**. Валютный рынок умеренно негативно повлияет на долговой.

## Торговые идеи на сегодня

| Наименование | Доходность, сейчас | Доходность, прогноз | Цена, прогноз | Рекомендация |
|--------------|--------------------|---------------------|---------------|--------------|
| ЛукойлЗобл   | 4.96%              | 5.40%               | 101.09        | Продавать    |
| Лукойл БО1   | 5.97%              | 6.15%               | 108.97        | Продавать    |
| Лукойл БО6   | 6.25%              | 6.50%               | 104.32        | Продавать    |
| Башнефть01   | 6.93%              | 7.20%               | 108.38        | Продавать    |
| МТС 05       | 5.94%              | 6.25%               | 109.37        | Продавать    |
| ВК-Инвест1   | 7.23%              | 7.35%               | 104.13        | Продавать    |
| Система-01   | 6.68%              | 6.80%               | 105.33        | Продавать    |
| Система-02   | 6.00%              | 6.30%               | 110.67        | Продавать    |
| НЛМК БО-1    | 6.37%              | 6.55%               | 105.02        | Продавать    |
| СевСт-БО1    | 4.02%              | 5.50%               | 103.52        | Продавать    |
| Мечел 4об    | 6.42%              | 6.70%               | 115.08        | Продавать    |
| Мечел БО-1   | 5.45%              | 6.00%               | 103.59        | Продавать    |
| Мечел БО-3   | 7.25%              | 7.35%               | 104.67        | Продавать    |
| АЛРОСА 21    | 6.92%              | 7.20%               | 102.47        | Продавать    |
| АЛРОСА 23    | 7.76%              | 7.90%               | 104.5         | Продавать    |
| МГор54-об    | 5.62%              | 5.85%               | 102.45        | Продавать    |
| МГор61-об    | 5.99%              | 6.20%               | 117.7         | Продавать    |
| МГор62-об    | 6.72%              | 6.86%               | 118.12        | Продавать    |
| МГор63-об    | 6.34%              | 6.70%               | 120.4         | Продавать    |
| РЖД-23 обл   | 7.14%              | 7.20%               | 106.28        | Продавать    |
| Газпрнефт8   | 8.24%              | 7.80%               | 103.33        | Покупать     |
| МТС 02       | 8.45%              | 8.00%               | 99.64         | Покупать     |
| МТС 07       | 8.33%              | 8.25%               | 103.07        | Покупать     |
| ММК БО-1     | 6.83%              | 6.70%               | 100.45        | Покупать     |
| ММК БО-5     | 6.89%              | 6.10%               | 102.99        | Покупать     |
| НЛМК БО-5    | 6.58%              | 6.40%               | 106.41        | Покупать     |
| СевСт-БО2    | 7.08%              | 6.90%               | 105.01        | Покупать     |
| ЕврХолдФ 2   | 8.45%              | 8.40%               | 106.38        | Покупать     |
| Сибметин01   | 8.65%              | 8.00%               | 117           | Покупать     |
| Мечел 14об   | 8.50%              | 8.45%               | 106.19        | Покупать     |
| МГор44-об    | 7.33%              | 7.25%               | 100.66        | Покупать     |

## Среднесрочные факторы влияния на цены

- Минэкономразвития стало более пессимистично в оценках роста российской экономики в 2012-2013 годах, несмотря на повышенный прогноз цен на нефть, следует из нового макропрогноза министерства - **негативно**
- Большинство бумаг на рублевом рынке достигли своих справедливых уровней, возможна локальная коррекция - **негативно**
- Сальдо торгового баланса РФ в феврале 2011 года было положительным и составило \$17,4 миллиарда по сравнению с положительным сальдо в предыдущем месяце в размере \$14,9 миллиарда и \$15,0 миллиарда - в феврале 2010 года - **позитивно**
- России следует регулярно напоминать о себе инвесторам, занимая за рубежом ежегодно минимум \$2 млрд, и в текущем году при благоприятной конъюнктуре Минфину стоит еще раз выйти на внешний рынок несмотря на поток нефтедолларов, считают в власти - **позитивно**
- Весьма благоприятная ситуация на денежном рынке РФ – **позитивно**

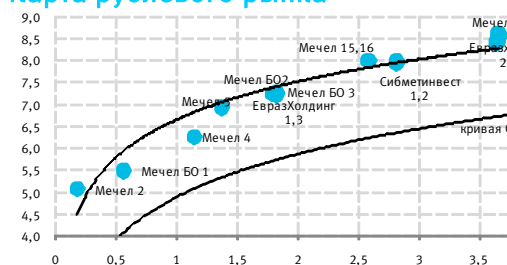
Ольга Николаева nikolaeva-o@open.ru

## Финансовые результаты группы Мечел, МСФО

| млн. долл.               | 2009   | 9М10   | 2010   |
|--------------------------|--------|--------|--------|
| Выручка                  | 5 754  | 6 976  | 9 746  |
| Операционная прибыль     | 246    | 1 036  | 1 532  |
| ЕВITDA                   | 652    | 1 398  | 2 007  |
| Чистая Прибыль           | 73.7   | 475    | 657    |
| Активы                   | 13 183 | 14 883 | 15 776 |
| Денежные средства        | 415    | 282    | 341    |
| Финансовый долг          | 6 092  | 7 031  | 7 499  |
| долгосрочный             | 4 133  | 5 198  | 5 371  |
| краткосрочный            | 1 959  | 1 833  | 2 128  |
| Чистый долг              | 5 677  | 6 749  | 7 158  |
| Капитал                  | 4 331  | 4 738  | 4 951  |
| Рен-ть по ЕВITDA         | 11.3%  | 20.1%  | 20.6%  |
| Рен-ть по чистой прибыли | 1.3%   | 6.8%   | 6.8%   |
| Финансовый долг/Активы   | 46%    | 47%    | 48%    |
| Финансовый долг/ЕВITDA   | 9.3    | 3.8    | 3.7    |
| Чистый долг/ЕВITDA       | 8.7    | 3.6    | 3.6    |
| ЕВITDA/проценты          | 1.3    | 3.2    | 3.6    |
| Капитал/Активы           | 33%    | 32%    | 31%    |

Источник: данные компании, Банк Открытие

## Карта рублевого рынка



Источник: ММВБ, Банк Открытие

## Мечел (В1): финансовые результаты за 2010 г.

Опубликованные показатели носят нейтральный характер. Вчера горно-металлургический холдинг Мечел озвучил финансовые результаты за 2010 г. В целом, показатели совпали с нашими ожиданиями, во многом повторяя динамику других ранее отчитавшихся компаний металлургического сектора. Рост выручки Мечела в 2010 г. составил 69%, что стало возможным благодаря восстановлению спроса и средних отпускных цен на продукцию. Максимальная доля в структуре продаж приходится на поступления от металлургического сегмента (57.3%). В то же время наилучшую динамику роста продемонстрировал добывающий дивизион (+78.1% год к году). Оборот компании в 4К10 г. составил 2.8 \$ млн., что на 5% выше результата за предыдущий квартал. Показатель ЕВITDA в 2010 г. увеличился более чем в три раза. Как следствие, рентабельность по ЕВITDA возросла до 20.6% по итогам 2010 г., по сравнению с 11.3% годом ранее. Также заметим, что по итогам последнего отчетного квартала, все дивизионы Мечела оказались прибыльными на операционном уровне.

**Добывающий сегмент будет определять рост компании и в текущем году.** По прогнозам компании, в 2011г. производство угля увеличится на 12%, в том числе коксующегося угля на 15%. Реализации этих планов, в том числе, будет способствовать запуск Эльгинского месторождения. Ожидается, что первая партия угля там будет добыта уже к концу лета. Все это дает основания полагать, что добывающий дивизион Мечела будет и дальше укреплять свои позиции в консолидированных результатах компании.

**Долговая нагрузка осталась без изменений. Однако менеджмент ожидает улучшений в скором времени.** В 4К10 г. совокупный объем финансового долга Мечела увеличился на 6.7% квартал к кварталу. При этом, соотношение Чистый Долг/ЕВITDA осталось на прежнем уровне (3.6x в 2010 г.). Недавно компания озвучила свои планы по инвестиционной программе в 2011 г., которая должна составить 2 \$ млрд. т.е. в 2 раза больше, чем в 2010 г. Ожидается, что размер чистого долга в 2011 г., в свою очередь, возрастет на 1 \$ млрд. С одной стороны, это не дает нам оснований полагать, что долговая нагрузка компании в ближайшее время сократится. С другой стороны, менеджмент Мечела ориентирует, что по итогам 1П11 г. уровень задолженности опустится до 3x в терминах Чистый Долг/ЕВITDA (в том числе за счет погашений коротких обязательств).

**Мы можем порекомендовать длинные облигации Мечела.** На текущих уровнях рублевые облигации Мечела торгуются практически на одной кривой с Евразом (доходность в диапазоне 5.06-8.6%), что, как нам кажется, выглядит несправедливо с учетом более сильных кредитных характеристик последней компании. В то же время, принимая во внимание некоторую недооцененность выпусков Евраз на длинном конце, рекомендуем также обратить внимание на длинные облигации Мечела (выпуски Мечел 13,14 с доходностью около 8.6%), которые, по нашему мнению, пока сохраняют потенциал к росту.

Ольга Николаева nikolaeva-o@open.ru

## Финансовые результаты группы ЧТПЗ, МСФО

| млн. руб.                | 2009    | 1П10    | 2010    |
|--------------------------|---------|---------|---------|
| Выручка                  | 56 079  | 37 645  | 85 401  |
| Операционная прибыль     | 3 421   | 6 494   | 13 824  |
| ЕБИТДА                   | 5 765   | 7 786   | 16 886  |
| Чистая Прибыль           | (4 446) | 3 010   | 4 739   |
| Активы                   | 89 406  | 103 693 | 112 915 |
| Денежные средства        | 3 644   | 4 205   | 3 623   |
| Финансовый долг          | 64 437  | 74 536  | 85 837  |
| долгосрочный             | 19 742  | 36 120  | 39 372  |
| краткосрочный            | 44 695  | 38 416  | 46 465  |
| Чистый долг              | 60 793  | 70 331  | 82 214  |
| Капитал                  | 2 182   | 3 004   | 4 717   |
| Рен-ть по ЕБИТДА         | 10.3%   | 20.7%   | 19.8%   |
| Рен-ть по чистой прибыли | -       | 8%      | 5.6%    |
| Финансовый долг/Активы   | 72%     | 72%     | 76%     |
| Финансовый долг/ЕБИТДА   | 11.2    | 4.8     | 5.1     |
| Чистый долг/ЕБИТДА       | 10.5    | 4.5     | 4.7     |
| ЕБИТДА/проценты          | 0.6     | 1.8     | 1.9     |
| Капитал/Активы           | 2.5%    | 3%      | 4%      |

Источник: данные компании, банк Открытие

## Группа ЧТПЗ (NR): финансовые результаты за 2010 г.

**Заметный рост финансовых показателей...** В 2010 г. выручка ЧТПЗ возросла на 52% (85.4 млрд. руб.) благодаря росту цен и отгрузок труб большого диаметра(+64% год к году), бесшовных труб промышленного назначения (+21% год к году), а также роста объемов продаж труб сортамента OCTG (+54% год к году). Более того, во 2П10 г. оборот возрос на 27% относительно 1П10г., что указывает на продолжающееся восстановление денежных потоков, на фоне увеличения спроса со стороны нефтяных и энергетических компаний.

Благодаря контролю над операционными расходами, а также наращиванию доли продаж высокомаржинальной продукции показатель ЕБИТДА в 2010 г. увеличился почти в 3 раза, что положительным образом сказалось на эффективности деятельности. Так, рентабельность по ЕБИТДА в 2010 г. достигла 19.8% по сравнению с 10.3% годом ранее. На показатели рентабельности во 2П10 г. оказало влияние удорожание себестоимости (повышение цен на стальной лист), что вылилось в снижение маржи по ЕБИТДА до 19.1% во 2П10 г. (20.7% в 1П10 г.).

**...хотя ситуация с долговой нагрузкой все еще остается «некомфортной».** Финансовый долг ЧТПЗ продолжает увеличиваться (+33% год к году, +15.2% полугодие к полугодю), как следствие реализации инвестиционной программы, которая в 2010 г. достигла 11.3 млрд. руб. В результате по итогам 2010г., долговая нагрузка как отношение Чистый Долг/ЕБИТДА возросла до 4.7х по сравнению с 4.5х в 1П10 г. Что нас беспокоит еще больше, так это слабая ликвидная позиция компании: на долю коротких кредитов приходится свыше 54% портфеля. Частично это связано с реклассификацией займов из-за нарушения ковенант (около 11.2 млрд. руб. в 2010 г.). Дополнительно мы также хотели привлечь внимание к крайне низкой доле капитала в пассивах - всего 4%. В ближайшее время ЧТПЗ планирует начать road show по проведению IPO. Это станет уже второй попыткой компании с начала года. Как и в прошлый раз, инвесторам будет предложено около 30% акций, а общий объем привлеченных средств может достигнуть 630-828 \$ млн. (в том числе основной бенефициар рассчитывает получить 157.5-207 \$ млн.). Средства от размещения ЧТПЗ планирует направить на погашение части краткосрочных кредитов. Тем не менее, отметим, что это не решит полностью всех проблем рефинансирования (оставшаяся часть краткосрочных кредитов весьма существенна).

**Мы не видим интересных торговых идей в бумагах ЧТПЗ.** На текущий момент в обращении находятся два выпуска рублевых облигаций ЧТПЗ. Судя по уровням, на которых торгуются более короткие бумаги ЧТПЗ ОЗ (по номиналу с доходностью около 7.8%), инвесторы не сомневаются в способностях компании по успешному прохождению оферты. Что касается более длинного выпуска ЧТПЗ БО 1 (УТМ 8.58%), то и его инвестиционная привлекательность видится нам ограниченной также в силу короткой дюрации.

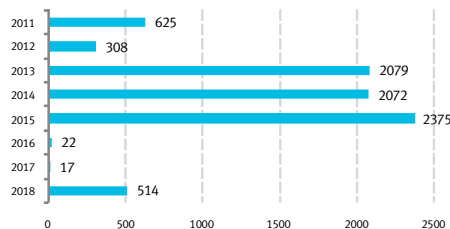
Ольга Николаева nikolaeva-o@open.ru

## Финансовые результаты по МСФО

| \$/млн                   | 2009*  | 1п10*  | 2010   |
|--------------------------|--------|--------|--------|
| Выручка                  | 9,772  | 6,379  | 13,394 |
| Операционная прибыль     | 195    | 689    | 1,330  |
| ЕБИТДА                   | 1,237  | 1,154  | 2,350  |
| Чистая Прибыль           | (292)  | 192    | 532    |
| Активы                   | 16,952 | 16,883 | 17,601 |
| Денежные средства        | 671    | 650    | 683    |
| Финансовый долг          | 7,998  | 7,936  | 7,868  |
| долгосрочный             | 5,989  | 6,180  | 7,135  |
| краткосрочный            | 2,009  | 1,756  | 733    |
| Чистый долг              | 7,327  | 7,286  | 7,185  |
| Капитал                  | 5,442  | 5,306  | 5,998  |
| Рен-ть по ЕБИТДА         | 12.6%  | 18%    | 17.6%  |
| Рен-ть по чистой прибыли | -      | 3%     | 4%     |
| Финансовый долг/Активы   | 47%    | 47%    | 45%    |
| Финансовый долг/ЕБИТДА   | 6.5    | 3.4    | 3.3    |
| Чистый долг/ЕБИТДА       | 5.9    | 3.2    | 3.1    |
| ЕБИТДА/проценты          | 1.8    | 3.1    | 3.2    |
| Капитал/Активы           | 32%    | 32%    | 34%    |

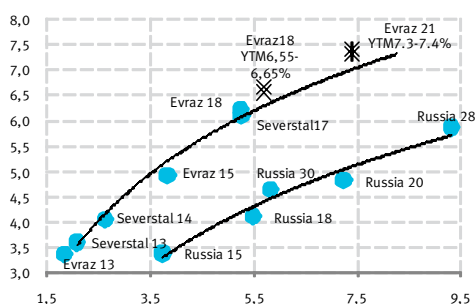
Источники: данные компании, банк Открытие  
\*пересмотренные результаты в связи с изменениями в учетной политике

## График погашений



Источники: данные компании, банк Открытие

## Карта рынка еврооблигаций



## Евраз групп(В1/В+/В+): первичное предложение еврооблигаций

**Событие:** Евраз, один из крупнейших российских горно-металлургических холдингов, 13 апреля начнет road show в рамках выпуска еврооблигаций номинированных в долларах США. Объем размещения, по меньшей мере, составит \$350 млн. со сроком погашения от семи до десяти лет. Сделку планируется закрыть до 27 апреля. Привлеченные средства компания направит на частичный выкуп обращающегося выпуска Evraz 13 (текущий объем \$1 156 млн.) с погашением в 2013 г. Цена выкупа по бумагам, предъявленным до 18 апреля, будет находиться в диапазоне 109,5–111,5% от номинала и окончательно определится в ходе голландского аукциона. Облигации, предъявленные после 18 апреля, будут выкупаться с дисконтом в \$30 (из расчета номинальной стоимости облигации в \$1 000).

**Комментарий:** Мы положительно оцениваем данные действия Евраза, направленные на улучшение его финансовых показателей. В политике управления долговым профилем поведение компании напоминает Северсталь (в октябре прошлого года компания года рефинансировала \$706 млн. долговых обязательств по выпуску Severstal 13).

Между тем успешное размещение нового выпуска позволит Евразу дополнительно сгладить график погашений. На данный момент, в 2013 году погашается 26% всех обязательств компании, при этом львиная доля (56%) приходится именно на выпуск Evraz 13. Более того, рефинансирование с помощью привлечения более дешевых средств (купон по выпуску Evraz 13 составляет 8,875%) позволит снизить среднюю стоимость заимствований.

Мы полагаем, что с большей вероятностью компания продаст 7-летние облигации, хотя нельзя исключать шанса размещения и 10-летних бумаг. Как мы уже писали, справедливая премия Евраза к Северстали на рынке еврооблигаций оценивается в среднем в 30 б.п., что обусловлено более слабым кредитным профилем и меньшими масштабами бизнеса первой компании. В результате, доходность более коротких еврооблигаций Евраза, по нашим расчетам, составит 6.55-6.65% (+340–350 б.п. к среднерыночному свопам), в то время как 10-летний выпуск должен предложить дополнительную премию (10-20 бп) за счет более высокой дюрации (доходность 7,3–7,4%).

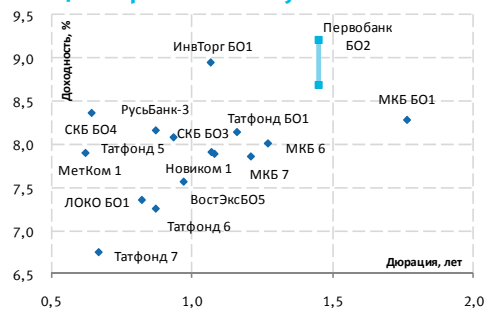
На новостях о скором выкупе выпуск Evraz 13 заметно подорожал, и на текущий момент его цена 110,7% (бумаги котируются с отрицательным спредом к Severstal 13). Таким образом, предложение компании все еще может представлять интерес для инвесторов, успевших предъявить бумаги к погашению до 18 апреля (скорее ближе к верхней границе озвученного диапазона).

Александр Афонин afonin@open.ru

**Основные параметры выпуска****Первобанк БО2**

|                         |   |
|-------------------------|---|
| Эмитент                 | ОАО Первобанк                           |
| Объем выпуска           | 1,5 млрд руб                            |
| Срок обращения          | 3 года                                  |
| Оферта                  | 1,5 года                                |
| Закрытие книги          | 12.04.2011                              |
| Дата размещения         | 14.04.2011                              |
| Ориентир организатора   | купон 8,5-9,0%<br>доходность 8,68-9,21% |
| Дюрация                 | 1,5 года                                |
| Справедливая доходность | 8,9-9,2%                                |

Источник: данные компании, Банк ОТКРЫТИЕ

**Позиционирование выпуска**

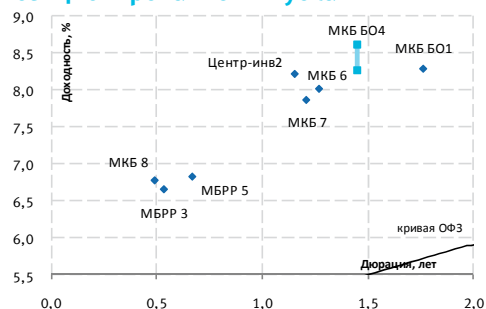
Источник: ММВБ, Банк ОТКРЫТИЕ

Александр Афонин afonin@open.ru

**Основные параметры выпуска****МКБ БО4**

|                         |  |
|-------------------------|--|
| Эмитент                 | ОАО МКБ                                  |
| Объем выпуска           | 5 млрд руб                               |
| Срок обращения          | 3 года                                   |
| Оферта                  | 1,5 года                                 |
| Закрытие книги          | 13.04.2011                               |
| Дата размещения         | 15.04.2011                               |
| Ориентир организатора   | купон 8,25-8,5%<br>доходность 8,42-8,68% |
| Дюрация                 | 1,5 года                                 |
| Справедливая доходность | 8,0-8,2%                                 |

Источник: данные компании, Банк ОТКРЫТИЕ

**Позиционирование выпуска**

Источник: ММВБ, Банк ОТКРЫТИЕ

**Первобанк (В3/-/-) сегодня закрывает книгу заявок**

**Ориентиры снижены...** Сегодня Первобанк (97-е место по размеру активов в рейтинге Интерфакс 2010г.), закрывает книгу заявок на биржевые облигации серии 02. Банк предлагает инвесторам 3-х летние бумаги на сумму 1,5 млрд. рублей с возможностью досрочного погашения через 1,5 года. Прежние ориентиры по купону составляли 9,0-9,5% годовых (доходность 9,2-9,73% годовых), однако в связи с более чем трехкратной переподпиской, диапазон ставок был понижен до 8,5-9% годовых (доходность 8,68-9,21%). Техническое размещение пройдет 14 апреля.

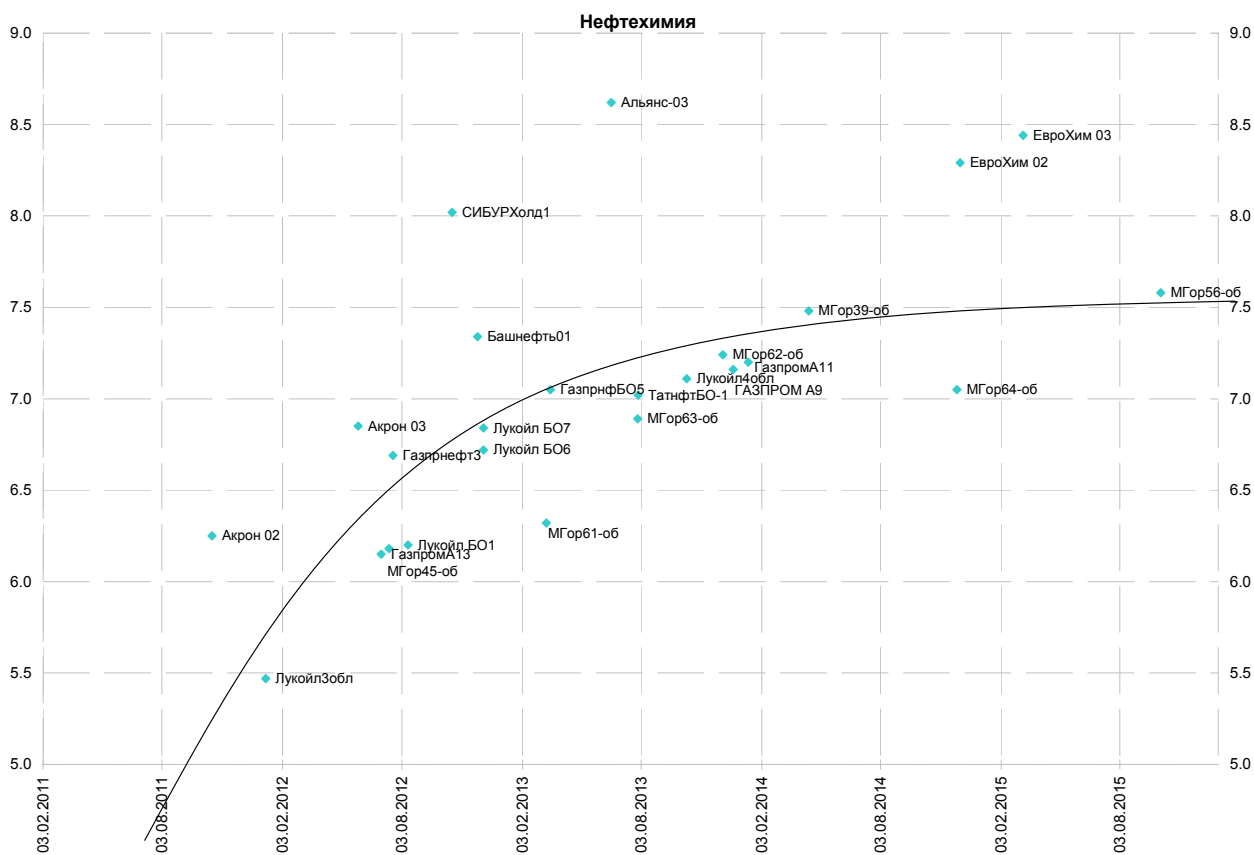
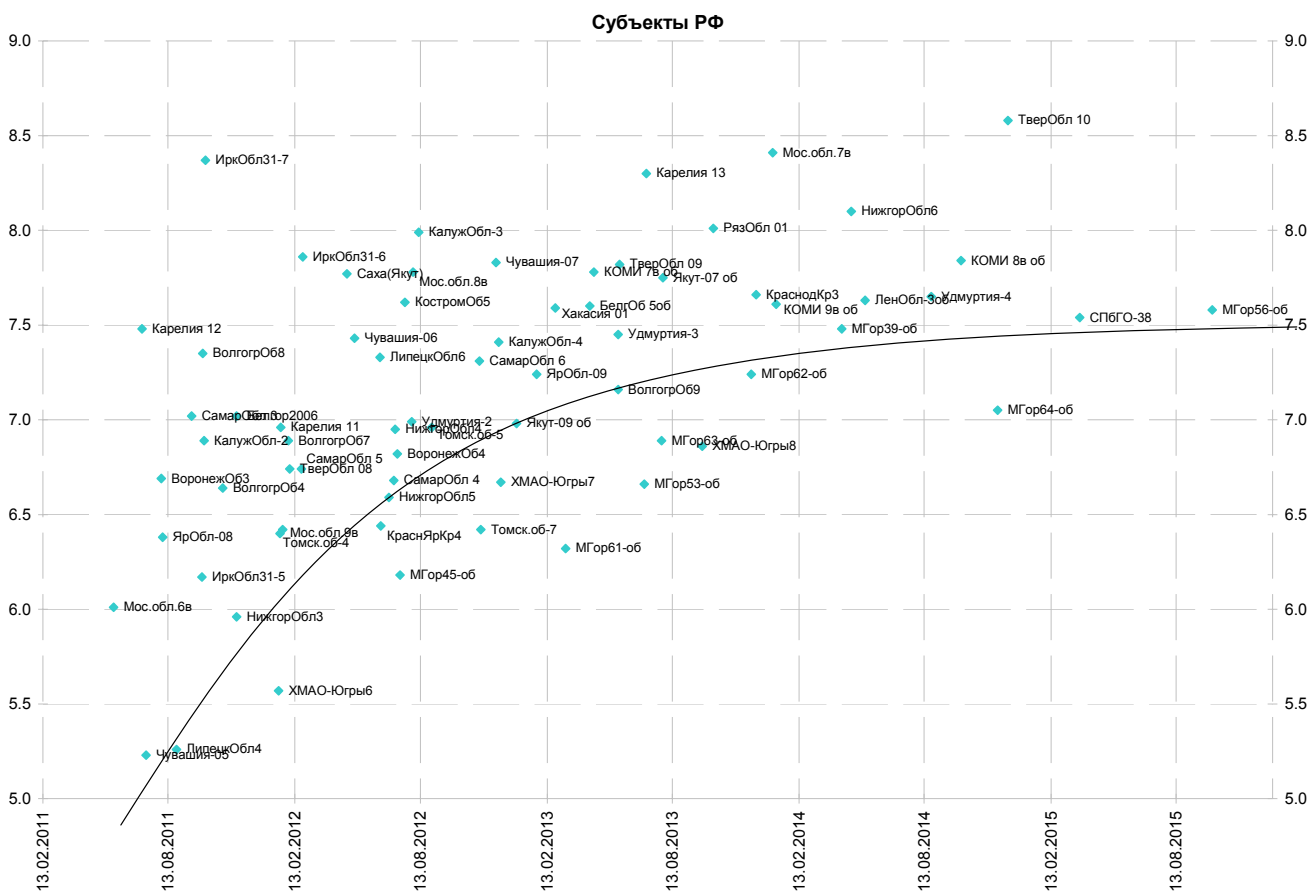
**...предложение стало неинтересным.** Новые ориентиры по купону соответствуют премии около 330-380бп к кривой ОФЗ. На наш взгляд такая премия не полностью отражает разницу в кредитном качестве Первобанка и размещающегося в настоящее время МКБ, справедливый уровень для которого мы видим в районе 8% годовых к полуторагодовой оферте. Учитывая разницу в масштабах бизнеса, рейтингах и не включение бумаг Первобанка в ломбардный список ЦБ, куда с 1 апреля включаются бумаги с рейтингом не ниже В2/В, его обязательства должны торговаться с премией не менее 100бп к МКБ. В результате мы считаем справедливой доходностью бумаг 8,9-9,2% годовых.

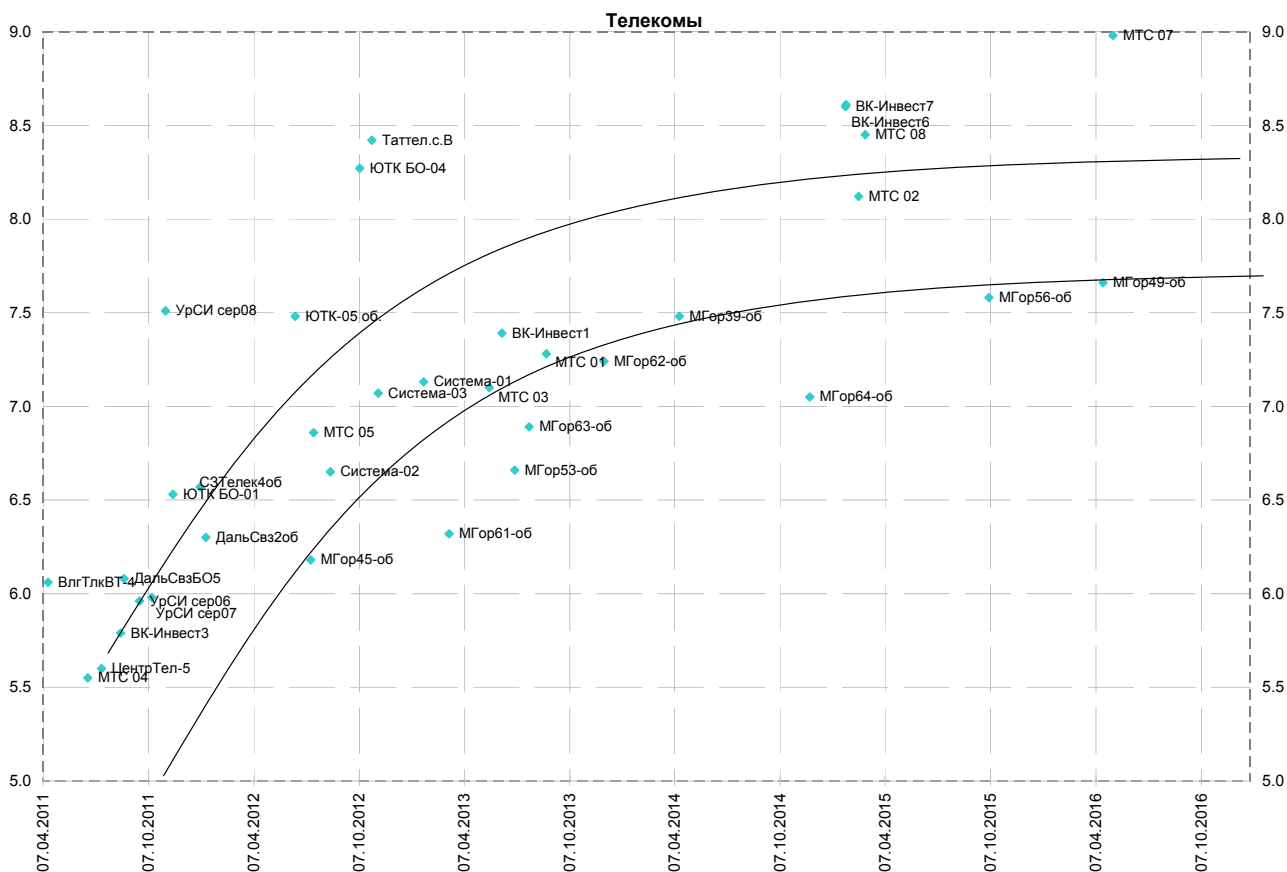
**МКБ (В1/-/В+) собирает заявки на бумаги БО4**

**Аппетит приходит во время еды.** Завтра МКБ, занявший по итогам 2010г. 26-е место по размерам активов в рейтинге Интерфакс, закрывает книгу заявок на биржевые облигации серии 04. Это уже второй выход банка на долговой рынок с конца февраля текущего года, когда банк разместил 3-х летние бумаги серии БО1 с 2-х летней офертой на сумму 3 млрд. рублей. В процессе сбора заявок нижняя граница снизилась на 50бп. относительно первоначального ориентира, а купон был установлен в размере 8,5% годовых. На этот раз банк планирует разместить 3-х летние бумаги с полуторагодовой офертой на сумму 5 млрд. рублей. Ориентир по ставке купона находится в диапазоне 8,25-8,5% годовых, что соответствует доходности 8,42-8,68% к оферте. Размещение запланировано на 15 апреля.

**В ориентиры по новому выпуску заложена премия не менее 30бп ко вторичному рынку.** Наиболее ликвидный и близкий по дюрации выпуск МКБ БО1 торгуется с доходностью 8,28% годовых, что соответствует премии около 260бп к кривой ОФЗ, более короткие выпуски МКБ 6 и 7 предлагают премию на уровне 270-280бп, в то время как ориентиры доходности новых бумаг соответствуют премии в размере 300-330бп. В результате, мы считаем, что участие в размещении привлекательно даже по нижней границе обозначенного диапазона, однако ожидаем снижения ориентиров ближе к закрытию книги.

### Карты российского рынка







## АФФИЛИРОВАННЫЕ КОМПАНИИ

### UNITED KINGDOM

Otkritie Securities Limited  
12th Floor, 88 Wood Street,  
London, EC2V 7RS, UK.  
Tel.: +44 (0) 207 82 68200  
Fax: +44 (0) 207 82 68201  
E-mail: info@otkritie.com  
www.otkritie.com  
Authorised And Regulated By The Financial  
Services Authority  
Member of The London Stock Exchange and  
APCIMS

### CYPRUS

Otkritie Finance (Cyprus) Limited  
42, Leoforos Amathountos,  
Millios Building, office No.2, Agios Tychonas,  
4532 Limassol, Cyprus  
Tel.: +357 (25) 431456  
Fax: +357 (25) 431457  
E-mail: infocyprus@open.ru  
www.otkritiefinance.com.cy

### GERMANY

Otkritie Securities Limited  
Openturm, Bockenheimer Landstrasse 2-4,  
Frankfurt am Main, 60306, Deutschland  
Tel.: +49 69 667 74 8156  
Fax: +49 69 667 74 8158  
E-mail: otkritie-frankfurt@open.ru  
www.otkritie.com

## ДЕПАРТАМЕНТ ДОЛГОВЫХ РЫНКОВ

### Алексей Сергеев

Руководитель департамента

### Джордж Урумов

Руководитель департамента

### Михаил Автухов

Руководитель департамента

## АНАЛИТИЧЕСКИЙ ДЕПАРТАМЕНТ

### Александр Бурганский

Начальник аналитического  
департамента

### Владимир Савов

Начальник департамента

## УПРАВЛЕНИЕ АНАЛИЗА ДОЛГОВЫХ РЫНКОВ +7 (495) 777 56 56

### Владимир Малиновский

Начальник управления  
malinovskiy@open.ru  
+7 (495) 213 1827

### Рублевые облигации

**Евгений Воробьев**  
доб. 4331  
vorobiev@open.ru

### Кредитный анализ

**Станислав Свиридов**  
доб. 4413  
credit\_research@open.ru

### Еврооблигации

**Искандер Абдуллаев**  
доб. 4300  
abdullaev@open.ru

### Александр Афонин

доб. 4309  
afonin@open.ru

### Ольга Николаева

доб. 4397  
nikolaeva-o@open.ru

### Максим Гребцов

доб. 4340  
credit\_research@open.ru

### Олег Тарасов

доб. 4422  
credit\_research@open.ru

## УПРАВЛЕНИЕ ПРОДАЖ ДОЛГОВЫХ ИНСТРУМЕНТОВ

### Михаил Хазан

Начальник управления  
+7 (495) 234 44 09  
khazan@open.ru

### Денис Голубничий

Заместитель начальника  
управления  
+7 (495) 777 56 03  
golden@open.ru

### Сухроб Бабаджанов

Менеджер по продажам  
+7 (495) 777 56 07  
sukhrob@open.ru

### Антон Кихаев

Заместитель начальника  
управления  
+7 (495) 234 05 96  
kikhaev@open.ru

### Дмитрий Дергачев

Менеджер по продажам  
+7 (495) 777 56 11  
dergachev@open.ru

### Дарья Грищенко

Менеджер по продажам  
+7 (495) 777 56 13  
grishchenko@open.ru

## МЕЖДУНАРОДНЫЕ ПРОДАЖИ

### Alessandro Gherzi

Начальник управления  
+44 (0) 207 826 8278  
Alessandro.Gherzi@otkritie.com

### Anna Vasilevska

Менеджер по продажам  
+44 (0) 207 826 8234  
anna.vasilevska@otkritie.com

### Melton Plummer

Менеджер по продажам  
+44 (0) 20 7826 8248  
Melton.Plummer@otkritie.com

### Alisa Mujagic

Менеджер по продажам  
+44 (0) 207 826 8277  
Alisa.Mujagic@otkritie.com

### Jamil Mufti

Менеджер по продажам  
+44 (0) 207 826 8275  
Jamil.Mufti@otkritie.com

### Nipun Ramaiya

Менеджер по продажам  
+44 (0) 207 826 8276  
Nipun.Ramaiya@otkritie.com

## ОРГАНИЗАЦИЯ СДЕЛОК +7 (495) 777 56 56

### Дмитрий Барков

Директор по работе с эмитентами  
доб. 4314  
barkov@open.ru

### Шаген Бахшиян

Директор по работе с эмитентами  
доб. 4315  
shagen@open.ru

### Роберт Смакаев

Начальник управления  
организации эмиссий  
доб. 4417  
smakaev@open.ru

### Ростислав Кулак

Директор по работе с эмитентами  
доб. 4373  
kulak@open.ru

### ПОДТВЕРЖДЕНИЕ АНАЛИТИКОВ И ОТКАЗ ОТ ОТВЕТСТВЕННОСТИ

Настоящий материал (далее – «аналитический отчет») носит исключительно информационный характер и содержит данные относительно стоимости ценных бумаг, предположения относительно будущего финансового состояния эмитентов и справедливой цены ценной бумаги на срок 12 месяцев с момента выхода настоящего аналитического отчета и/или ситуации на рынке ценных бумаг и связанных с ним событий. Аналитический отчет основан на информации, которой располагает Банк на дату выхода аналитического отчета. Аналитический отчет не является предложением по покупке либо продаже ценных бумаг и не может рассматриваться как рекомендация к подобному рода действиям. Банк не утверждает, что все приведенные сведения являются единственно верными. Банк не несет ответственности за использование информации, содержащейся в аналитическом отчете, а также за возможные убытки от любых сделок с ценными бумагами, совершенных на основании данных, содержащихся в аналитическом отчете. Банк не берет на себя обязательство корректировать отчет в связи с утратой актуальности содержащейся в нем информации, а равно при выявлении несоответствия приводимых в аналитическом отчете данных действительности.

Инвестиции на рынке ценных бумаг сопряжены со следующими рисками: риски, связанные с ведением деятельности в конкретной юрисдикции, риски, связанные с экономическими условиями, конкурентной средой, быстрыми технологическими и рыночными изменениями, а также с иными факторами, которые могут привести к существенным отклонениям от прогнозируемых показателей. Указанные факторы могут привести к тому, что действительные результаты будут существенно отличаться от предположений или опережающих заявлений Корпорации, содержащихся в аналитическом отчете.

Выпуск и распространение аналитического отчета и иной информации в отношении акций в определенных юрисдикциях могут ограничиваться законом; и лицам, в распоряжении которых оказывается любой документ или иная информация, упомянутая в аналитическом отчете, следует ознакомиться со всеми ограничениями и соблюдать их. Несоблюдение подобных ограничений может представлять собой нарушение законодательства таких юрисдикций о ценных бумагах. Аналитический отчет не предназначен для доступа к нему с территории Соединенных Штатов Америки (включая их территории и зависимые территории, любые штаты США и Округ Колумбия), Австралии, Канады и Японии. В Великобритании аналитический отчет адресован исключительно (1) лицам, находящимся за пределами Соединенного Королевства, либо (2) лицам, являющимся профессионалами инвестиционного рынка в соответствии со статьей 19(5) Приказа 2005 (далее – «Приказ») Закона о финансовых услугах и рынках 2000 г. (Финансовое продвижение), а также (3) высокодоходным предприятиям и иным лицам, которым оно может адресоваться на законных основаниях в соответствии со статьей 49(2) Приказа. Любое лицо, не относящееся к указанной категории лиц, не должно предпринимать никаких действий, опираясь на аналитический отчет, либо полагаться на содержащиеся в нем положения.