

Евгений Воробьев vorobiev@open.ru

Краткосрочные факторы влияния на котировки

Ждем низкий уровень активности на рублевом рынке – **негативно**

Банки выплачивают налоги в понедельник – **негативно**

Ждем укрепление рубля сегодня – **позитивно**

[Денежный рынок РФ](#)

На сегодня событий нет

[Макро по РФ](#)

На сегодня событий нет

Рынок рублевых облигаций

Сегодня ждем много оферов, мало бидов и еще меньше сделок. Внутренних запланированных событий на сегодня нет, единственно – российские банки будут выплачивать налоги в понедельник на следующей неделе, и сегодня игроки могут придерживать ликвидность и меньше ресурсов направлять на рынки.

Спрос на 1,5-2,5-летние бумаги с хорошим качеством может поддержать «фактор пятницы» - викенд игроки предпочтут провести в защитных бумагах.

Вчера вышли хорошие данные по инфляции в РФ – 0,1% за очередную неделю, умеренно благоприятно для рублевых бондов. Даже если следующие цифры из-за роста топлива будут на уровне 0,2%, что совсем не исключено, рынки слабо отреагируют на негатив.

Краткосрочная рекомендация остается прежней – сокращать по возможности дюрацию портфеля, однако сегодня из-за низкой активности вряд ли чтото получится сделать в больших объемах.

Корпоративные новости

- Банк Зенит (Ba3/-/B+) выходит на первичный рынок. Первоначальные ориентиры с незначительной премией ко вторичному рынку.
- Акрон(B1/B+): первичное размещение. Озвученный диапазон доходности выглядит привлекательным ближе к верхней границе.
- Русал (NR): финансовые результаты за 1K2011 г. Разнонаправленная динамика операционных показателей. В настоящий момент облигации компании оценены справедливо, однако в дальнейшем могут оказаться интересным вложением

Денежный рынок

Ожидаем ставки в диапазоне **3,25-3,5%** годовых по кредитам overnight. Как мы отмечали выше, сегодня денежный рынок может умеренно негативно повлиять на рынки.

Форекс

Ожидаем умеренное укрепление рубля в течение дня под влиянием стабилизации нефтяных котировок, и возможного накопления рублевой ликвидности сегодня; национальная валюта будет торговаться в коридоре **33,10-33,40 руб** за корзину.

Торговые идеи на сегодня

Наименование	Доходность, сейчас	Доходность, прогноз	Цена, прогноз	Рекомендация
МГор62-об	6,78%	6,86%	117,52	Продавать
Лукойл4обл	7,00%	7,10%	100,96	Продавать
МТС 01	7,17%	7,25%	99,72	Продавать
МГор63-об	6,18%	6,70%	119,8	Продавать
ВК-Инвест1	7,26%	7,35%	103,99	Продавать
МТС 03	6,66%	7,00%	102,13	Продавать
МГор61-об	6,10%	6,20%	117,04	Продавать
СевСт-БО2	6,64%	6,90%	104,78	Продавать
Лукойл БО6	6,34%	6,50%	104,11	Продавать
НЛМК БО-1	5,93%	6,55%	104,78	Продавать

Среднесрочные факторы влияния на цены

- Рост потребительских цен в РФ с 4 по 10 мая замедлился до 0,1 процента по сравнению с 0,2 процента за предыдущую неделю - **ПОЗИТИВНО**
- Периферийным странам еврозоны необходимо предпринимать "неослабные" усилия, чтобы предотвратить распространение долгового кризиса, заявил МВФ, призвав ЕЦБ воздержаться от повышения ключевой ставки - **ПОЗИТИВНО**
- Ожидаем приток иностранных средств на российские рынки в среднесрочной перспективе – **ПОЗИТИВНО**
- Россия не будет занимать на внешнем рынке до конца 2011 года ввиду сильного платежного баланса на фоне высоких цен на нефть, сказал министр финансов РФ Алексей Кудрин в среду - **НЕГАТИВНО**
- Центральный банк Китая повысил норму банковского резервирования на 50 базисных пунктов, продолжая борьбу с ростом цен - **НЕГАТИВНО**
- Через два месяца заканчивается вторая программа количественного смягчения в США - **НЕГАТИВНО**
- Рублевый долговой рынок реагирует на состояние внешних площадок - **НЕГАТИВНО**
- Власти США объявили, что будут постепенно изымать ликвидность с рынков – **НЕГАТИВНО**

Новости первичного рынка

Александр Афонин afonin@open.ru

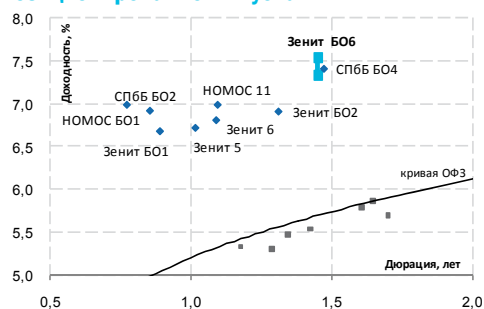
Основные параметры

Банк Зенит БО6

Эмитент	Банк Зенит
Объем выпуска	5 млрд руб
Срок обращения	3 года
Оферта	1,5 года
Заккрытие книги	24.05.2011
Дата размещения	26.05.2011
Ориентир	купон 7,2-7,4%
организатора	доходность 7,33-7,54%
Дюр ция	1,45 года
Справедливая	7,0-7,2%
доходность	

Источник: данные компании, Банк Открытие

Позиционирование выпуска



Источник: ММВБ, Банк Открытие

Банк Зенит (ВаЗ/-/В+) открыл книгу заявок

Вчера банк открыл книгу заявок на биржевые облигации 6-й серии. Банк предлагает инвесторам рублевые облигации на сумму 5 млрд. рублей со сроком обращения 3 года и возможностью досрочного погашения через 1,5 года. Заявки от инвесторов принимает сам эмитент до 24 мая, размещение на ММВБ предварительно пройдет 26 мая. Ориентир по ставку купона находится в диапазоне 7,2-7,4% годовых (доходность 7,33-7,54%). Параметры выпуска удовлетворяют требованиям по включению в ломбардный список ЦБ.

По нижней границе премия около 156п. В обращении находятся четыре выпуска рублевых облигаций, самый длинный из которых БО2 с дюрацией 1,3 года торгуется с доходностью 6,9% годовых (спрэд к ОФЗ 151бп). Более короткие бумаги 5-й и 6-й серии предлагают доходность 6,7-6,8% годовых при дюрации 1-1,1 года, что соответствует премии к ОФЗ 171-174бп. На наш взгляд справедливый уровень премии для банка расположен ровно посередине, около 160бп, в то время как маркируемому диапазону купона соответствует премия к госбумагам в размере 176-197бп. Таким образом премия ко вторичному рынку составляет примерно 15-40бп. Учитывая хорошее качество эмитента мы ожидаем высокого спроса на бумаги и снижения ориентиров вплоть до ликвидации премии ко вторичному рынку. В этом случае рекомендуем обратить внимание на бумаги Банка Санкт-Петербург (ВаЗ), который не уступает Зениту в кредитном качестве и имеет аналогичный кредитный рейтинг, при этом бумаги серии БО4 при дюрации 1,47 года предлагают доходность 7,41% (спрэд к ОФЗ 182бп).

Ольга Николаева nikolaeva.o@open.ru

Основные параметры выпусков

Акрон 04,05

Эмитент	ОАОАкрон
Объем выпуска	3.75 млрд. руб.
Срок обращения	10 лет
Оферта	3 года
Купонный период	182 дня
Ориентир	купон 7.95-8.25%
организаторов	доходность 8.11-8.42%
Дата закрытия книги	27.05.2011г.
Дюрация	2.7 лет
Справедливая	
доходность	8.4-8.5%
Рейтинг	V1/NR/V+

Источник: данные компании, Банк Открытие

Акрон (В1/В+) : первичное размещение

Озвученный диапазон доходности выглядит привлекательным ближе к верхней границе. В настоящее время открыта книга заявок на участие в размещении сразу двух новых выпусков рублевых облигаций крупного производителя сложных минеральных удобрений - группы Акрон. С учетом масштабной запланированной инвестиционной программы компании (свыше 300 \$ млн. в 2011 г.), ее появление на первичном рынке - вполне ожидаемое событие. В то же время, успешное размещение займов, очевидным образом, негативно скажется на долговой нагрузке компании (лишь половина привлеченных средств будет направлена на рефинансирование), которая, вероятнее всего, превысит 3.0-3.1x в терминах Чистый Долг/ЕБИТДА.

В настоящее время на рынке обращается два коротких рублевых выпуска Акрона (УТР в диапазоне 6.0-6.3%), которые смотрятся весьма прекупленно на фоне облигаций металлургических компаний (Евраз, Мечел), сопоставимых по уровню рейтинга, при одновременно большем масштабе бизнеса последних. Таким образом, ориентиры организаторов займа (УТР 8.11-8.42%, спрэд к ОФЗ 150-182 бп) справедливы скорее по верхней границе, в то время как нижняя лежит на

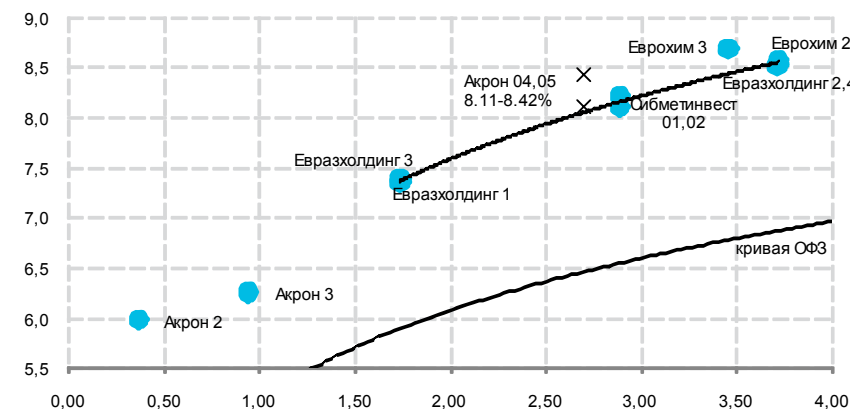
Финансовые результаты группы Акрон, МСФО

млн. руб.	2009	2010
Выручка	37 542	46 738
ЕБИТДА	6 754	10 236
Чистая Прибыль	7 256	6 279
Активы	84 932	98 078
Финансовый долг	33 239	35 911
долгосрочный	19 862	22 757
краткосрочный	13 376	13 154
Чистый долг	25 533	28 314
Капитал	42 393	50 121
Рен-ть по ЕБИТДА	18.0%	21.9%
Рен-ть по чистой прибыли	19.3%	13.5%
Финансовый долг/Активы	39%	37%
Финансовый долг/ЕБИТДА	4.9	3.5
Чистый долг/ЕБИТДА	3.8	2.8
ЕБИТДА/проценты	18.5	14.7
Капитал/Активы	50%	51%

Источник: данные компаний, Банк Открытие

кривой Евраза (B1/B+/BB-). Что же до бумаг Еврохима (BB/BB), которые торгуются примерно на том же уровне, то они нам кажутся существенно недооцененными.

Позиционирование выпуска



Источник: ММВБ, Банк Открытие

Ольга Николаева nikolaeva-o@oren.ru

Финансовые результаты группы Русал, МСФО

млн.\$	2009	9M10	2010	1K2011
Выручка	8 165	8 029	10 979	2 993
Операционная прибыль	(63)	1 467	2 031	442
ЕБИТДА	596	1 889	2 597	682
Чистая Прибыль	821	1 420	2 867	746
Активы	23	25	26	28 232
Денежные средства	886	019	525	519
Финансовый долг	13	12	11	11 901
долгосрочный	869	270	963	10 024
краткосрочный	11	11	10	10 024
Чистый долг	2 752	1 270	1 361	1 877
Капитал	13	11	11	10 854
	633	750	472	11
	6 332	9 975	456	13 312
Рен-ть по ЕБИТДА	7.3%	23.5%	23.7%	22.8%
Рен-ть по чистой прибыли	10.1%	17.7%	26.1%	25%
Финансовый долг до г/Активы	58%	49%	45%	42%
Финансовый долг/ЕБИТДА	23.3	4.9	4.6	4.4
Чистый долг/ЕБИТДА	22.9	4.7	4.4	4.0
ЕБИТДА/проценты	0.6	2.0	2.2	1.6

Русал (NR) : финансовые результаты за 1K2011 г.

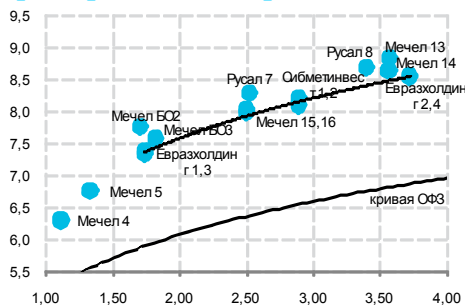
Разнонаправленная динамика операционных показателей. Вчера Русал, крупнейший мировой производитель алюминия, озвучил финансовые результаты за январь-март 2011г. по МСФО. Продолжающийся рост цен на алюминий (+7% в 1K11 относительно 4K10 г.) позволил компании заработать 2.9 \$млн. выручки в 1K11г. (+1.5% квартал к кварталу). Относительно значения за аналогичный период прошлого года оборот увеличился на 28%. Более того, были пересмотрены прогнозы по средней цене на металл в текущем году (до 2700 \$ за тонну, ранее 2500-2600 \$ за тонну), что дает основания ожидать дальнейшей сильной динамики роста продаж. С другой стороны, опережающий рост энерготарифов, связанный с изменениями в законодательной базе рынка электроэнергетики в России с начала 2011г., негативно сказался на показателях рентабельности компании. Так, эффективность по ЕБИТДА за 1K11 г. снизилась до 22.8% по сравнению с 24% кварталом ранее. (23.7% за весь 2010 г.).

Русал продолжает работу над укреплением долгового профиля. Как и планировалось, в соответствии с условиями реструктуризации, Русал направляет большую часть денежного потока на погашение обязательств, в то время как привлечение средств ведется с целью рефинансирования долгового портфеля (размещение рублевых облигаций в начале года не стало исключением). Всего за 1K11 г. объем финансовых обязательств компании снизился на 62 \$ млн. (чуть менее чем на 1% квартал к кварталу). В то же время в относительных величинах положительная динамика долгового профиля оказалась более заметной: соотношение чистый Долг/ЕБИТДА по итогам 1K11 г. упало до 4.0x по сравнению с 4.4x в начале 2011 г. Согласно заявлениям менеджмента, в июне текущего года компания может объявить о

Капитал/Акти
вы 26% 40% 43% 47%

Источник: данные компании, Банк
Открытие

Карта рублевого рынка



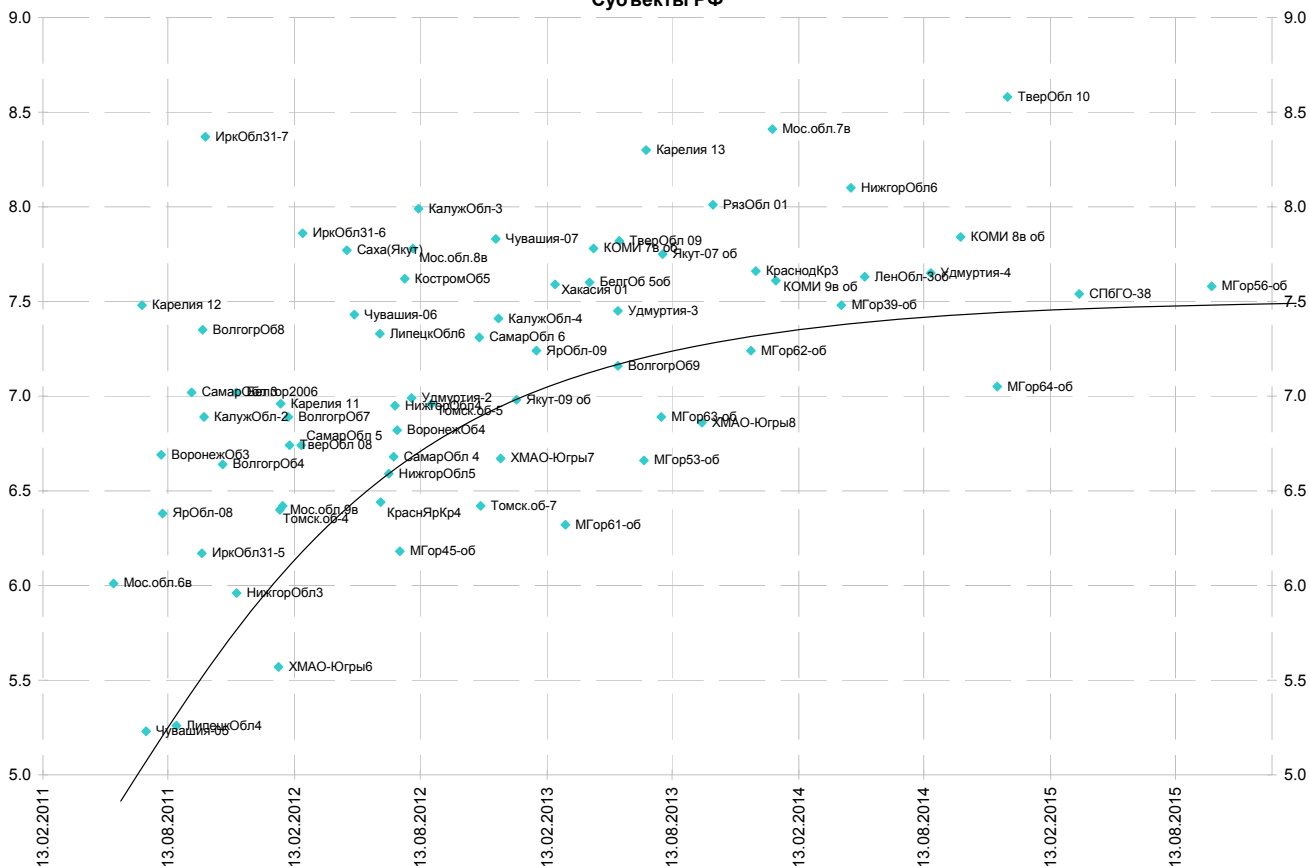
Источник: ММВБ, Банк Открытие

рефинансировании еще 4 \$ млрд. кредитных средств, в результате чего с нее будут сняты ограничения по выплате дивидендов. Важную поддержку ликвидной позиции группы оказывает и 25%-ный пакет акций Норильского Никеля, рыночная стоимость которого (12.5 \$ млрд.) превышает текущий долг Русала.

В настоящий момент облигации компании оценены справедливо, однако в дальнейшем могут оказаться интересным вложением. Рублевые выпуски Русала на текущий момент торгуются с доходностью в диапазоне 8.3-8.7%, что соответствует минимальной премии к облигациям Евраз и Мечела, и, как нам кажется, является справедливым отражением стоимости риска компании. В то же время, по мере восстановления кредитных метрик Русала, мы ожидаем опережающей динамики котировок бумаг, что в результате может вылиться в отрицательный спред к выше обозначенным компаниям.

Карты российского рынка

Субъекты РФ





Банк «Открытие»

E-mail: otkritie.research@open.ru
www.openbank.ru
 Bloomberg: OTKR

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
 OpernTurm, 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

АНАЛИТИЧЕСКИЙ ДЕПАРТАМЕНТ

Александр Бурганский

Начальник аналитического департамента

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

Владимир Малиновский

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

Рублевые облигации

Евгений Воробьев

доб. 4331
vorobiev@open.ru

Александр Афонин

доб. 4309
afonin@open.ru

Ольга Николаева

доб. 4397
nikolaeva-o@open.ru

Еврооблигации

Искандер Абдуллаев

доб. 4300
abdullaev@open.ru

Брюс Гудвин

+44 20 7826 8265
bruce.goodwin@otkritie.com

Наргиз Садыкова

+44 20 7826 8268
nargiz.sadykhova@otkritie.com

Кредитный анализ

Станислав Свиридов

доб. 4413
credit_research@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

Антон Кихаев

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

Денис Голубничий

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

Амитрий Дергачев

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

Сухроб Бабаджанов

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

Дарья Грищенко

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

МЕЖДУНАРОДНЫЕ ПРОДАЖИ

Alessandro Gherzi

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

Alisa Mujagic

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

Anna Vasilevska

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

Jamil Mufti

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

Melton Plummer

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

Nipun Ramaiya

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

ОРГАНИЗАЦИЯ СДЕЛОК +7 (495) 777 56 56

Михаил Автухов

Управляющий Директор,
 Руководитель DCM
 доб. 4303
Avtukhov@open.ru

Ростислав Кулак

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

Шаген Бахшиян

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

Дмитрий Барков

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

Роберт Смакаев

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

Банк «Открытие» © 2011
 Несанкционированное копирование, распространение, а также публикация в любых целях запрещены.
 Банк «Открытие» (далее - «Банк»).

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 соблюсти 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.