

# Российские корпоративные облигации

Еженедельное обозрение

21 февраля 2005 г.

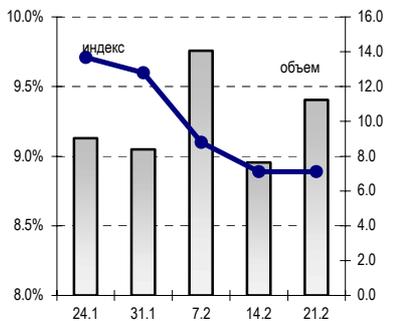
## Индикаторы

Москва-38, дох. % год.	7,78	-0,19
Россия-30, дох. % год.	6,30	-0,26
Овернайт, дох. % год.	1,50	0,50
Рублей за доллар США	29,93	-0,14

данные на 21.02.2005; изменение за 14.02—21.02.2005

## Индекс Cbonds и объем торгов

индекс RUX-Cbonds      объем торгов облигациями на ММВБ



эфф. доходность, % год.      млрд руб.

## Котировки

	срок дн.	цена, % ном.	дох. % год.	изм. дох. п.п.
АЛРОСА-19	247	106,80	5,66	(0,13)
ВТБ-3	369	107,75	6,05	(0,09)
ВТБ-4	34	100,08	4,43	(0,89)
Вымпелком	452	102,02	8,30	(0,26)
Газпром-2	258	106,40	5,89	0,20
Газпром-3	699	101,75	7,24	(0,07)
Газпром-5	963	100,00	7,72	0,05
ЛУКОЙЛ	1005	99,90	7,40	(0,03)
РАО ЕЭС	245	106,30	5,36	(0,11)
Северсталь	142	101,40	5,83	(0,07)
ТНК-5	648	113,70	6,78	(0,08)
Транснефтепрод.	446	101,20	7,99	(0,64)

данные на 21.02.2005; изменение за 14.02—21.02.2005

## Лидеры роста

	изм. цены, п.п.	посл. знач. % ном.
Сибирь Телеком 4	0,90	106,90
Рус Автобус	0,50	101,50
Амтел*	0,45	101,55

## Лидеры падения

	изм. цены, п.п.	посл. знач. % ном.
ПИК	(1,45)	100,50
Илим Палп	(0,35)	100,70
СЗ-телеком 2*	(0,31)	103,20

данные на 14.02.2005; изменение за 7.02—14.02.2005

## ГЛАВНОЕ

### Илим Палп останется без бумаги

На прошедшей неделе компания объявила о намерении воспользоваться правом досрочного погашения своих облигаций

### Татарский связной Элемтэ

Поручительство по выпуску инвестиционной компании Элемтэ предоставлено региональным оператором связи ОАО Таттелеком

### Вторичный рынок — без движения

В отсутствие новостей вторичный рынок будет, по всей видимости, консолидироваться на текущих уровнях. Рост возможен только в отдельных выпусках второго эшелона

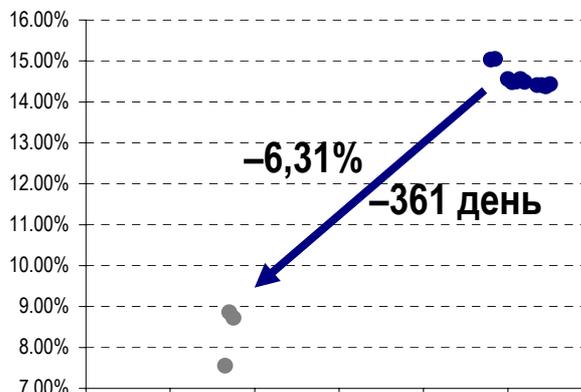
## Первичные размещения и оферты текущей недели

эмитент	дата	объем, млн руб.	оферта, мес.	погашение, мес.
Элемтэ	22.02	200	12	36
Северный город	24.02	200	12	24
Камская долина-Финанс	25.02	100	12	24
Красный Восток-Инвест *	24.02	1 500	12	24
<b>ИТОГО</b>		<b>2 000</b>		

\* — оферта

## График недели

Доходность ИлимПалп Финанс — до и после объявления оферты, % год., по данным ММВБ



Объявление Илим Палп о досрочном выкупе облигаций заметно уменьшило срок и доходность обращающихся бумаг.

При этом, котировки облигаций выросли по итогам недели по результатам торгов на ММВБ.

## РЫНОК

---

*По итогам недели рынок оставался на тех же уровнях*

Результаты первичного размещения Газпрома (см. ниже) и продолжение роста курса рубля в отсутствие других значительных новостей позитивно сказались на развитии котировок облигаций на вторичном рынке. По итогам недели котировки большинства корпоративных облигаций выросли. В частности, доходность ТНК-5 снизилась на 0,08% год. (до уровня 6,78% год.), а доходность Газпром-3 — на 0,07% год. (7,24% год.).

Укрепление курса рубля на 10 коп. совпало с ростом курса евро по отношению к доллару. Как всегда, укрепление курса рубля позитивно повлияло на котировки рублевых облигаций. Впрочем, пока не до конца понятно, отражает ли это движение рубля долгосрочную тенденцию или это краткосрочное движение — следствие снижения курса доллар / евро.

*Сценарий этой недели — продолжение консолидации*

Дополнительный выходной день в среду, по всей видимости, обусловит достаточно низкие объемы торгов на предстоящей неделе. Кроме того, текущие уровни доходности в первом и втором эшелоне по большей части близки к «справедливым». На этой неделе — в отсутствие экстраординарных событий, как, например, выставление дополнительных налоговых требований еще одному участнику рынка, — нас, по всей видимости, ждет консолидация в первом эшелоне и рост некоторых бумаг во втором.

## ПЕРВИЧНЫЕ РАЗМЕЩЕНИЯ НЕДЕЛИ

---

*Нас ждет дебют двух региональных строителей*

Нам предстоит увидеть три корпоративных выпуска облигаций. Сразу две строительные компании — ЗАО Северный Город (Санкт-Петербург) и ОАО Камская Долина (Пермь) дебютируют на рынке. Номинал этих размещений составит 200 и 100 млн руб., соответственно. Еще один предстоящий выпуск — инвестиционной компании ЗАО Элемтэ номиналом 200 млн руб.

На этой неделе также ожидается оферта по облигациям пивоваренной компании Красный Восток (1,5 млрд руб.).

### Элемтэ

**ЗАО Элемтэ = ОАО Таттелеком**

22 февраля начнется размещение облигаций инвестиционной компании ЗАО Элемтэ. Объем выпуска: 200 млн руб., срок до погашения: 3 года, срок до 1-ой оферты: 1 год, срок до 2-ой оферты: 2 года. Структурой выпуска предусмотрена ежеквартальная выплата купонов. Поручительство по этому выпуску предоставлено ОАО Таттелеком (региональный оператор фиксированной связи республики Татарстан). Эмитент пока не опубликовал прогнозов по доходности предстоящего размещения.

*Финансовое положение поручителя — средний второй эшелон*

Финансовое положение ОАО Таттелеком (полностью принадлежит республике Татарстан) соответствует «среднему» второму эшелону. По предварительным итогам 2004 г. выручка компании выросла на 25% до 2,55 млрд руб., чистая прибыль — на 7% до 320 млн руб. Общая сумма процентного долга по состоянию на конец третьего квартала 2004 г. находилась на приемлемом уровне (726 млн руб.) — показатели долг / 9 мес. EBITDA (1,35 раз) и долг / активы (22%) — выглядят заметно лучше среднеотраслевых.

Доходность обращающегося выпуска облигаций ОАО Таттелеком (объем выпуска: 600 млн руб., срок до оферты: 3 мес.) на прошедшей неделе колебались в пределах 7,02—8,11% год. (спрэд 280-375 б.п.). По всей видимости, «справедливое» значение спреда на более долгий срок будет ближе и, возможно, даже чуть выше верхней границы недельных значений.

Кроме того, меньший по сравнению с обращающимся выпуском объем, возможно, потребует от эмитента доплаты премии за неликвидность. Размер такой премии мы оцениваем в 30—50 б.п. Размер «премии за первичку» с учетом увеличения срока выхода бумаги на вторичный рынок составит не менее 50 б.п.

**«Справедливая» доходность —  
10,50-10,75% год.**

Таким образом, «справедливая» доходность предстоящего размещения составит 10,50—10,75% год.

## РАЗМЕЩЕНИЯ ПРОШЕДШЕЙ НЕДЕЛИ

### Газпром

16 февраля на ММВБ состоялось размещение облигаций Газпрома. Объем выпуска: 5 млрд руб.; срок до погашения: 5 лет. Структурой выпуска не предусмотрено оферт. Внешние рейтинги эмитента (по международной шкале): S&P — BB- (стабильный), Moody's — Ba2, Fitch — BB (стабильный).

Первое значительное размещение корпоративных облигаций 2005 г. привлекло значительный спрос со стороны инвесторов. По итогам аукциона спрос превысил номинал более чем в 2 раза и составил 10,3 млрд руб.

**Доходность 8,39% год. —  
в соответствии с нашими  
ожиданиями**

В результате доходность первичного размещения составила 8,39% год. (купон 8,22% год.) — в соответствии с нашими прогнозами (8,35—8,60% год.) и прогнозом эмитента (8,25-8,45% год.), но заметно выше консенсуса аналитиков (8,14% год.).

### Оферта Интеко

17 февраля состоялась оферта облигаций Интеко (одна из крупнейших строительных компаний России) по 102% от номинала. Номинал выпуска: 1,2 млрд руб.; срок до погашения: 2 года; ставка полугодового купона до погашения: 10,95% год.

**Интеко предпочло уйти с рынка**

Эмитент предпочел не выставлять дополнительную оферту, очевидно, посчитав стоимость фондирования на рублевом облигационном рынке неприемлемо высокой. Как следствие, инвесторы «принесли» облигаций на сумму 969 млн руб. (81% от номинала выпуска). Таким образом, фактически эта бумага была изъята с рынка.

## НОВОСТИ ПРОШЕДШЕЙ НЕДЕЛИ

### Илим Палп

**Илим Палп  
воспользовалась колл-опционом**

16 февраля стало известно, что ООО Илим Палп Финанс (SPV ЗАО Илим Палп Энтерпрайз) решило воспользоваться правом досрочного погашения (т.е. колл опционом). Досрочное погашение облигаций состоится 23 марта 2005 г. Параметры обращающегося выпуска: объем эмиссии: 1,5 млрд руб., ставка купона: 7,5%, выплачиваемые на полугодовой основе, дата погашения: 18 марта 2006 г.

**Объявление обусловило высокую  
активность вторичного рынка**

Объявление о досрочном погашении заметно увеличило объем торгов по облигациям Илим Палп — 16 февраля биржевой объем торгов по бумаге составил 78,5 млн руб., более чем вдвое превзойдя предыдущий максимум этого года.

Доходность выпуска к вновь объявленной оферте (8,72% год. в день объявления) выглядела заметно менее привлекательно, чем доходность к погашению (15,08% год.).

По итогам биржевых торгов на ММВБ доходность облигаций за прошедшие 3 торговых дня после объявления снизилась на 1,17% — до уровня 7,55% год. Очевидно, инвесторов теперь привлекает короткий срок до погашения и достаточно невысокий риск реализации негативного варианта развития корпоративного конфликта в остающийся до погашения срок.

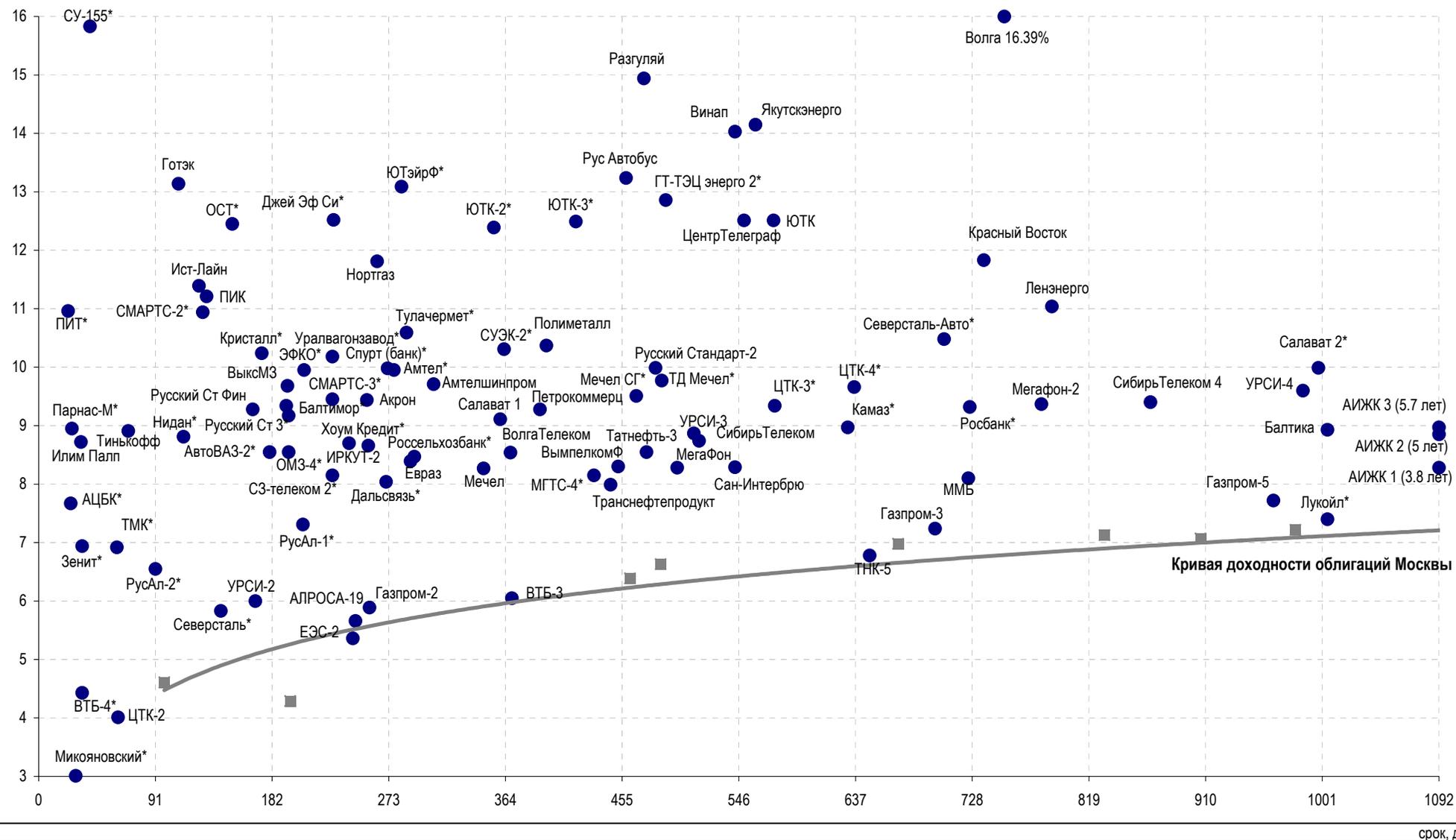
**Волга —  
единственная бумага  
из обращающихся на рынке  
с колл опционом**

За исключением Илим Палп, единственная бумага из обращающихся на рынке и имеющая схожую структуру, т.е. колл опцион — производитель газетной бумаги ОАО Волга. Объем выпуска: 1,5 млрд руб., срок до погашения: 25 мес. Структурой выпуска предусмотрена возможность досрочного погашения по инициативе эмитента по цене 102% от номинала 13 сентября 2005 г.

**Кривая доходности российских корпоративных облигаций**

доходность, % годовых

21 февраля 2005 г.



**Итоги торгов корпоративными облигациями**

	доходность до погаш./оф., % год.	изм.дох., п.п.	цена, % ном.	изм.цены, п.п. ном.	спрэд к Москве, б.п.	изм.спрэда, б.п.	срок до погаш./оф., дн.
<b>Автомобилестроение</b>							
АвтоВАЗ-2 *	8,55	(0,86)	101,14	н/д	348	(78)	180
Инком-Лада	16,98	(0,67)	100,25	0,15	1233	(59)	126
Камаз-фин	8,97	(0,45)	102,40	0,25	241	(39)	631
РусАвтобус	13,24	(0,50)	101,50	0,50	706	(44)	458
Северсталь-Авто *	10,48	(0,17)	101,75	н/д	379	(11)	706
<b>Банки и финансовые компании</b>							
АИЖК-1	8,97	(0,01)	107,00	н/д	149	4	1382
АИЖК-2	8,85	(0,01)	109,25	н/д	105	3	1809
АИЖК-3	8,28	(0,29)	105,00	н/д	32	(25)	2065
ВТБ-3	6,05	(0,09)	107,75	(0,05)	13	(2)	369
ВТБ-4 *	4,43	(0,89)	100,08	н/д	133	(79)	34
Зенит	6,94	0,07	100,16	(0,04)	384	17	34
ММБ	8,10	(0,32)	100,65	н/д	138	(26)	725
Петрокоммерц	9,28	(0,10)	105,94	н/д	329	(3)	391
Росбанк	9,32	(0,53)	100,25	н/д	260	(47)	726
Россельхозбанк	8,47	0,10	100,60	н/д	282	17	293
Русский Стандарт-2	9,99	(0,43)	105,15	0,45	375	(37)	481
Русский Стандарт-Фин	9,28	(0,46)	104,90	—	430	(38)	167
Русский Стандарт-3	9,17	0,02	101,92	н/д	400	10	195
Спурт	9,98	(0,98)	101,00	н/д	442	(91)	272
Хоум Кредит энд Финанс Банк	8,70	(0,07)	101,70	н/д	328	0	242
<b>Горнодобывающая пром-ть</b>							
АПРОСА-19	5,66	(0,13)	106,80	(0,10)	21	(6)	247
СУЭК-2 *	10,31	1,74	101,00	н/д	441	181	363
<b>Машиностроение</b>							
ГТ-ТЭЦ-2 *	12,86	—	100,00	—	660	6	489
ИРКУТ-2	8,66	(0,19)	105,00	н/д	317	(12)	257
ОМЗ-4 *	8,55	(1,05)	103,00	н/д	338	(97)	195
Уралвагонзавод-финанс	10,18	0,08	102,00	(0,10)	482	15	229
<b>Металлургия</b>							
ЕвразХолдинг	8,39	(0,10)	103,20	н/д	275	(3)	290
Мечел-1 *	8,27	(2,32)	99,00	н/д	242	(225)	347
Стальная группа «Мечел»	9,51	(0,19)	101,60	0,20	331	(13)	466
Полиметалл	10,37	(0,81)	107,20	н/д	436	(74)	396
РусАл-1 *	7,31	0,05	101,52	н/д	208	13	206
РусАл-2 *	6,55	(0,42)	100,75	0,05	228	(33)	91
Северсталь *	5,83	(0,07)	101,40	н/д	104	1	142
ТД «Мечел»	9,77	(0,05)	102,65	0,02	352	1	486
Тулачермет	10,59	(0,35)	101,40	0,30	496	(28)	287
<b>Нефтегазовая пром-ть</b>							
Газпром-2	5,89	0,20	106,40	н/д	39	27	258
Газпром-3	7,24	(0,07)	101,75	н/д	56	(1)	699
Газпром-5	7,72	0,05	100,00	(0,10)	66	10	963
ЛУКОЙЛ	7,40	(0,03)	99,90	н/д	29	2	1005
Нортгаз	11,81	(0,13)	103,00	0,01	628	(6)	264
Салаватнефтеоргсинтез-1	9,11	0,21	104,70	н/д	322	28	360
Салаватнефтеоргсинтез-2	9,99	—	100,35	—	289	5	998
Татнефть-3	8,28	(0,29)	104,90	н/д	200	(23)	498
ТНК-5	6,78	(0,08)	113,70	н/д	19	(2)	648
Транснефтепродукт	7,99	(0,64)	101,20	н/д	184	(58)	446
<b>Пищевая пром-ть</b>							
Балтика	8,93	—	100,00	—	182	5	1005
Балтимор *	9,34	(0,27)	103,65	0,25	418	(19)	193
Винап	14,03	(0,32)	100,56	н/д	765	(26)	543
Джей Эф Си Интернешнл *	12,52	(0,06)	101,20	—	716	1	230
Красный Восток *	11,83	0,01	100,00	—	509	7	737
Кристалл *	10,24	0,13	99,62	н/д	521	21	174
Микояновский	3,01	(3,25)	100,90	н/д	10	(314)	29

см. далее

	доходность допогаш./оф., %год.	изм.дох., п.п.	цена, %ном.	изм.цены, п.п.ном.	спрэд к Москве, п.п.	изм.спрэда, п.п.	срок допогаш./оф., дн.
продолжение							
Пищевая пром-ть							
Нидан *	8,81	(1,31)	102,40	0,25	429	(123)	113
ОСТ	12,45	(0,58)	102,90	0,20	758	(50)	151
Парнас-М *	8,95	(1,62)	100,28	0,06	616	(151)	26
ПИТ	10,96	(0,49)	100,65	(0,05)	832	(38)	23
Разгуляй	14,94	(0,40)	100,00	0,40	873	(34)	472
Сан-Интербрю	8,29	0,16	106,70	н/д	191	22	543
Тинькофф	8,91	(1,23)	102,14	0,04	495	(114)	70
ЭФКО *	9,95	(0,56)	103,00	0,20	471	(48)	207
Строительство							
ПИК	11,21	(2,38)	100,50	(1,45)	651	(230)	131
СУ-155	15,83	0,35	99,70	0,01	1253	45	40
Телекомы региональные							
ВолгаТелеком	8,54	0,19	105,50	(0,30)	262	26	368
ДальСвязь	8,04	(1,21)	105,00	н/д	248	(114)	271
МГТС-4	8,15	(0,22)	102,20	н/д	204	(16)	433
СЗ-телеком-2 *	8,15	0,36	103,20	(0,31)	279	43	229
СибирьТелеком-3	8,87	(0,26)	107,50	0,25	256	(20)	511
СибирьТелеком-4	9,40	(0,46)	106,90	0,90	247	(41)	867
УРСИ-2	6,00	(0,30)	105,27	(0,08)	100	(22)	169
УРСИ-3	8,74	(0,22)	107,40	0,20	242	(16)	515
УРСИ-4	9,60	(0,05)	101,40	н/д	252	0	986
ЦТК-2	4,01	(3,27)	104,20	н/д	20	(318)	62
ЦТК-3	9,34	(0,17)	104,60	0,20	290	(11)	574
ЦТК-4 *	9,66	(0,04)	106,90	н/д	309	2	636
ЮТК-1	12,51	0,01	102,89	(0,05)	607	7	573
ЮТК-2 *	12,39	(0,20)	99,97	0,17	651	(13)	355
ЮТК-3 *	12,49	(0,02)	100,15	0,02	642	5	419
Телекомы							
Вымпелком-фин	8,30	(0,26)	102,02	н/д	214	(20)	452
Мегафон-фин	8,55	(0,66)	103,75	н/д	233	(60)	474
Мегафон-2	9,37	0,02	100,20	н/д	256	8	782
СМАРТС-2	10,94	(1,35)	101,00	н/д	627	(127)	128
СМАРТС-3	9,45	(0,75)	103,45	0,35	409	(68)	229
ЦентрТелеграф	12,51	(0,05)	105,49	н/д	612	1	550
Транспорт							
Ист-Лайн	11,39	(0,29)	100,75	0,05	675	(21)	125
ЮТэйр Финанс	13,09	(0,04)	100,17	н/д	748	3	283
Трубная пром-ть							
ВыксМЗ	9,68	2,12	102,80	н/д	452	220	194
ТМК *	6,92	(0,72)	101,15	—	313	(63)	61
Химическая пром-ть							
Акрон *	9,44	(0,73)	102,90	0,40	395	(66)	256
Амтел *	9,95	(0,68)	101,55	0,45	437	(61)	277
Амтелшинпром	9,71	0,04	107,50	н/д	400	11	308
Целлюлознобум. пром-ть							
АЦБК *	7,67	(4,18)	100,40	н/д	493	(407)	25
Волга	16,39	0,33	93,55	н/д	962	39	753
Готэк	13,14	(0,61)	101,65	н/д	866	(52)	109
Илим Палп	11,76	(3,04)	100,70	(0,35)	869	(314)	33
Энергетика							
ЕЭС-2	5,36	(0,11)	106,30	н/д	(8)	(4)	245
Ленэнерго	11,04	(0,04)	99,03	0,09	422	2	790
Якутскэнерго *	14,15	—	101,30	н/д	774	6	559

данные на 21.02.2005; изменение за 14.02—21.02.2005

\* — оферта

## Календарь рынка российских корпоративных облигаций

дата	эмитент	серия	событие		
			выплата купона, % годовых	исполнение оферты, млн руб.	погашение, млн руб.
<b>Февраль</b>					
21	Волга Телеком	1	15,00		
22	Центральный телеграф	1	16,00		
23	Банк Русский Стандарт	3	12,90		
24	Главмосстрой-Финанс	1	14,15		
24	Инком-Лада	1	17,00		
24	Башкирэнерго	2	10,69		
24	Красный Восток-Инвест	1	11,50	1 500	
<b>Март</b>					
2	Парижская Коммуна	1	24,00		
2	Выксунский металлургический завод	1	15,00		
2	Балтимор-Нева	1	16,00		
2	Нижнекамснефтехим	3	9,50		
3	ОМЗ	4	14,25		
3	Свердловэнерго	1	11,50		
3	Якутскэнерго	1	16,00	400	
4	Росинтер Ресторантс	1	17,50		
8	ЭФКО	1	15,50		
9	Россельхозбанк	1	9,00		
10	ПРОвиант	1	12,58		
10	Пробизнесбанк	4	13,05	800	
10/15	АЦБК-инвест	1	14,95	500	
10	Авиакомпания «Самара»	1	16,00	350	
12	Башкирэнерго	1	20,00		
12	Русский Алюминий Финансы	1	10,00		
15	Волга	1	12,00		
15	Альянс Русский Текстиль	1	18,80		
16	Парнас-М	1	12,75	500	
16	ИжАвто	1	12,50		
17	Елисейев Палас Отель	1	15,70		
17	Банк Петрокоммерц	1	15,00		
17	Куйбышеввазот-инвест	1	12,00	600	
17	ЮТК	1	14,24		
18	ЦТК	3	12,35		
19	Микояновский мясокомбинат	1	14,50	1 000	
22	Югранзитсервис	1	16,40		
22	Полиметалл	1	18,00	750	
23	Илим Палл Финанс	1	15,20		
24	Банк Зенит	1	8,69	1 000	
24/25	Внешторгбанк	4	5,43	5 000	
27	ИРКУТ	1	8,00	600	
27	ТНК	4	12,00	3 000	
30	СУ-155 Капитал	1	12,29	1 500	
31	Центральный телеграф	2	12,00		
31	ПИК		13,00		
31	ПИТ Инвестментс	1	17,00	1 000	

---

**Райффайзенбанк Австрия**

---

Адрес 129090, Москва, ул. Троицкая, 17/1  
Телефон 721-28-46  
Факс 721-99-01

---

**Организация выпуска и размещения корпоративных облигаций**

---

**Член правления, начальник управления корпоративного финансирования  
и инвестиционно-банковских операций**

Павел Гурин [pgourine@raiffeisen.ru](mailto:pgourine@raiffeisen.ru)

**Начальник отдела корпоративного финансирования  
и инвестиционно-банковских операций**

Роман Зильбер [rzilber@raiffeisen.ru](mailto:rzilber@raiffeisen.ru)

**Группа структурирования**

Никита Патрахин [npatrakhin@raiffeisen.ru](mailto:npatrakhin@raiffeisen.ru)

Олег Корнилов [okornilov@raiffeisen.ru](mailto:okornilov@raiffeisen.ru)

Михаил Мирошниченко [mmiroshnichenko@raiffeisen.ru](mailto:mmiroshnichenko@raiffeisen.ru)

---

**Операции на рынке корпоративных облигаций**

---

**Продажи**

Наталья Пекшева [npekcheva@raiffeisen.ru](mailto:npekcheva@raiffeisen.ru)

Арсен Манукян [amanoukyan@raiffeisen.ru](mailto:amanoukyan@raiffeisen.ru)

**Торговые операции**

Александр Лосев [alosev@raiffeisen.ru](mailto:alosev@raiffeisen.ru)

**Аналитика**

Олег Гордиенко [ogordienko@raiffeisen.ru](mailto:ogordienko@raiffeisen.ru)

ВАЖНАЯ ИНФОРМАЦИЯ. Предлагаемый Вашему вниманию еженедельный информационно—аналитический бюллетень ЗАО «Райффайзенбанк Австрия» (Райффайзенбанк) предназначен для клиентов Райффайзенбанка. Информация, представленная в бюллетене, получена Райффайзенбанком из открытых источников, которые рассматриваются банком как надежные. Райффайзенбанк не имеет возможности провести должную проверку всей такой информации и не несет ответственности за точность и полноту представленной информации. При принятии инвестиционных решений, инвестор не должен полагаться исключительно на мнения, изложенные в настоящем бюллетене, но должен провести собственный анализ финансового положения эмитента облигаций и всех рисков, связанных с инвестированием в ценные бумаги. Райффайзенбанк не несет ответственности за последствия использования содержащихся в настоящем отчете мнений и/или информации.