

# Российские корпоративные облигации

Еженедельное обозрение

15 ноября 2004 г.

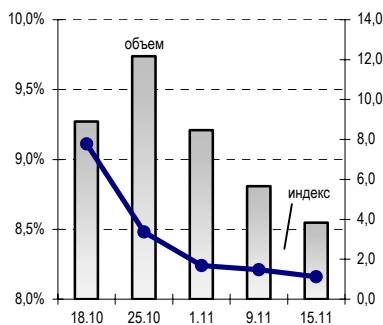
## Индикаторы

Москва-38, дох. % год.	8,05	0,07
Россия-30, дох. % год.	6,97	-0,01
Овернайт, дох. % год.	0,40	-0,50
Рублей за доллар США	28,67	0,01

данные на 15.11.2004; изменение за 9.11—15.11.2004

## 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.
АПРОСА-19	345	108,85	6,30	0,18
ВТБ-3	467	109,00	6,71 (0,09)	
ВТБ-4	132	100,30	4,59	0,50
Вымпелком	550	103,00	7,90	0,33
Газпром-2	356	108,05	6,66	0,59
Газпром-3	797	102,00	7,23	0,03
РАО ЕЭС	343	108,05	6,14 (0,22)	
ММБ	823	99,50	8,72	—
Северсталь	240	102,35	5,96 (1,49)	
ТНК-5	746	115,20	7,01	0,06
Транснефтепрод.	544	100,00	9,10	0,27

данные на 15.11.2004; изменение за 9.11—15.11.2004

## Лидеры роста

	изм. цены, п.п.	посл. знач. % ном.
Волга	0,75	97,5
Полиметалл	0,55	105,5
ПИТ	0,44	101,45

## Лидеры падения

Готэк	(1,13)	99,35
Русский Стандарт Фин	(1,00)	107
СМАРТС-2	(0,90)	100,1

данные на 15.11.2004; изменение за 9.11—15.11.2004

## ГЛАВНОЕ

### Коррекция кратковременного характера

*Рост котировок облигаций, по всей видимости, продолжится уже на этой неделе*

### СНОСно за 10%

*На этой неделе предстоит размещение облигаций Салаватнефтеоргсинтеза (СНОС)*

### Спурт за 12%... с привлечением НКНХ

*Доходность предстоящего размещения облигаций АКБ Спурт будет определяться с учетом кредитного качества поручителя – Нижнекамскнефтехима (НКНХ)*

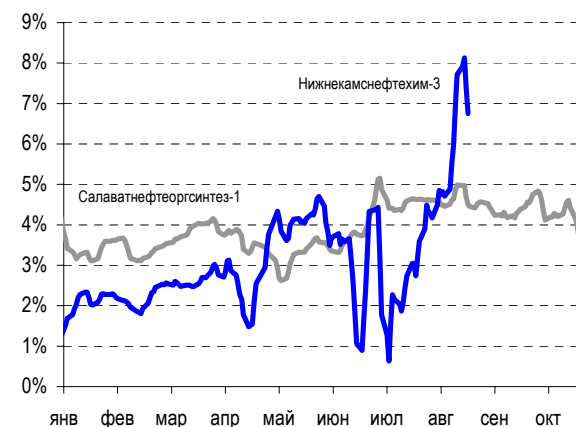
## Первичные размещения и оферты текущей недели

эмитент	дата	объем, млн руб.	оферта, мес.	погашение, мес.
Салаватнефтеоргсинтез *	16.11	3 000	36	60
Банк Спурт *	18.11	500	12	36
<b>ИТОГО</b>		<b>3 500</b>		

\* — оферта

## График недели

Спрэд облигаций Салаватнефтеоргсинтез-1 и Нижнекамскнефтехим-3 на вторичном рынке к кривой рублевых облигаций Москвы, % годовых



На этой неделе предстоит первичное размещение облигаций Салаватнефтеоргсинтеза и АКБ Спурт под поручительство Нижнекамскнефтехима.

Средний спрэд предыдущих выпусков облигаций этих нефтехимических комплексов к кривой облигаций Москвы в 2004 г. составил 394 б.п. и 310 б.п., соответственно.

## РЫНОК

---

Негативные новости начала прошедшей недели практически незамедлительно отразились на доходности наиболее ликвидных облигаций первого эшелона. В частности, доходность облигаций Газпром-2 выросла на 0,59% год. до 6,66% год. и облигаций Газпром-3 – на 0,03% до 7,23%. Впрочем, коррекция цен облигаций первого эшелона скорее всего закончится уже в начале этой недели – на наш взгляд, все негативные новости уже были отыграны рынком.

*Суверенные еврооблигации  
остались на прежнем уровне*

Кратковременное падение цен суверенных еврооблигаций сменилось ростом к концу недели. В результате по итогам недели доходность Россия-30 снизилась – впрочем, лишь на 1 б.п.

*Рубль также не изменился*

Примерно такое же движение совершил курс рубль / доллар – чуть подешевел в начале недели под влиянием аналогичного движения на рынке евро / доллар и заявления представителей ЦБ о прогнозном курсе 28,60-29,00 к концу года при сохраняющемся на нынешних уровнях курсе евро. Впрочем, большинство участников рынка продолжало наращивать короткие позиции в ожидании клиентских продаж на этой неделе. По итогам недели курс рубль / доллар не изменился и составил 28,67.

*Следовательно, высокая  
ликвидность снова возьмет  
свое*

В отсутствие плохих новостей и при сохраняющихся уровнях ликвидности банковской системы, рост котировок облигаций первого эшелона, по всей видимости, возобновится уже на этой неделе.

*Второй эшелон будет расти  
опережающими темпами*

История рынка рублевых облигаций показывает, что спрэд между доходностью облигаций первого и второго эшелона находится сейчас на максимальных за этот год значениях. Соответственно, сужение спреда между эшелонами за счет ускоренного роста цен облигаций второго эшелона выглядит наиболее вероятным сценарием развития событий.

*А спрэд между I эшелонам и  
телекомами – на стабильном  
уровне*

Доходность облигаций региональных телекомов чуть выросла на прошедшей неделе – впрочем, по всем бумагам за исключением относительно длинных ЮТК и ЦТК-3 оставалась ниже 10% годовых. Мы ожидаем, что спрэд между доходностью облигаций телекомов и первого эшелона будет относительно стабильным (примерно на среднеисторическом уровне), и их доходность будет следовать за движением в первом эшелоне.

## ПЕРВИЧНЫЕ РАЗМЕЩЕНИЯ НЕДЕЛИ

---

На этой неделе предстоит два выпуска рублевых корпоративных облигаций: ОАО «Салаватнефтеоргсинтез» (один из крупнейших нефтеперерабатывающих и нефтехимических заводов) и АКБ Спурт (коммерческий банк) на общую сумму 3,5 млрд руб. под поручительство другого крупного нефтехимического предприятия – ОАО «Нижнекамскнефтехим». Де-факто предстоящие размещения выводят на рынок облигации двух крупнейших нефтехимических предприятий России. Для сравнения спреда облигаций предыдущих выпусков этих эмитентов см. График недели на первой странице.

### Салаватнефтеоргсинтез

16 ноября на ММВБ начнется размещение облигаций ОАО «Салаватнефтеоргсинтез» (СНОС). Объем выпуска: 3 млрд руб.; срок до погашения: 5 лет; срок до оферты: 3 года. 3-10 полугодовые купоны

зафиксированы на уровне 10% год. Организаторы прогнозируют доходность к погашению на уровне 10,0-10,25% год.

**Финансовое положение  
эмитента – «средний» второй  
эшелон**

Контрольный пакет акций эмитента (53,92% от УК) принадлежит республике Башкортостан, но при этом передан в доверительное управление Газпрому. Впрочем, в отсутствие прямых гарантий со стороны Газпрома, при анализе кредитного качества этого выпуска следует руководствоваться финансовым положением эмитента. По финансовым показателям эмитент принадлежит к облигациям «среднего» второго эшелона.

По результатам 9 мес 2004 года выручка эмитента составила 20,2 млрд руб., прибыль от продаж - 1,4 млрд руб, чистая прибыль – 815 млн руб., При этом общая сумма долга за тот же период выросла почти вдвое до 9,4 млрд руб. Впрочем, соотношение суммы долга к прибыли и выручке пока не выглядит угрожающим и находится на приемлемом уровне даже с учетом предстоящего займа.

Облигации Салаватнефтеоргсинтез-1 торговались на прошедшей неделе по доходности 9,5-9,85% год. Спрэд этих облигаций к кривой облигаций Москвы к концу прошедшей недели составил около 350 б.п.

**«Справедливая» доходность к  
оферте – на уровне 10-10,5% год.**

Справедливая доходность этих облигаций к оферте (с учетом премии за первичное размещение, которая на текущем рынке составляет от 0 до 0,5% год.), составит 10,0-10,5%.

### **АКБ Спурт**

18 ноября на ММВБ начнется размещение облигаций АКБ Спурт (коммерческий банк) под поручительство ОАО «Нижнекамскнефтехим» (НКНХ). Объем выпуска: 500 млн руб.; срок до погашения: 3 года; срок до 1-ой оферты: 1 год; срок до 2-ой оферты: 2 года. На предстоящем аукционе будет определена ставка ежеквартального купона до 1-ой оферты.

**Финансовое положение  
поручителя – «хороший» второй  
эшелон**

При оценке кредитного качества данного выпуска, финансовое положение поручителя и совладельца эмитента (НКНХ владеет около 20% от УК банка), очевидно, играет решающую роль. Средний спрэд доходности облигаций обращающихся облигаций НКНХ-3 к кривой облигаций Москвы за 2004 г. составил 310 б.п. (по сравнению со средним спрэдом облигаций Салаватнефтеоргсинтез-1 в размере 394 б.п.) и отражает хорошее кредитное качество поручителя. Финансовое положение поручителя соответствует «хорошему» второму эшелону.

По результатам первых 9 мес 2004 г. выручка поручителя составила 22,4 млрд руб., прибыль от продаж – 4,0 млрд руб., чистая прибыль – 2,0 млрд руб. Общая сумма долга предприятия по состоянию на конец сентября - 6,9 млрд руб.

Впрочем, эмитент, по всей видимости, будет вынужден доплатить за свою принадлежность к банковской отрасли. По нашим оценкам, премия за «происхождение» составит до 150 б.п.

**«Справедливая» доходность к  
оферте – на уровне 11,5-12,0%**

Таким образом, «справедливая» доходность предстоящего размещения к оферте – на уровне 11,5-12,0% с учетом среднеисторического спрэда между НКНХ и Салаватнефтеоргсинтезом и премии за «происхождение»

---

## ПЕРВИЧНЫЕ РАЗМЕЩЕНИЯ ПРОШЕДШЕЙ НЕДЕЛИ

---

### Евросервис

10 ноября на ММВБ началось размещение облигаций ООО «Евросервис-Финанс» (SPV группы компаний Евросервис — крупного агропромышленного холдинга) под поручительство нескольких компаний группы: ООО «Агрофирма Евросервис-Беково», ОАО «Бековский сахарный комбинат», ООО «Золотая нива», ЗАО «Теткинский сахарный завод», ООО «Невский Лидер», ООО «Динксахар» и ООО «Ростпродукт». Объем выпуска: 600 млн руб.; срок до погашения: 3 года; срок до оферты: 1 год. На аукционе определялась ставка купона до оферты. Купоны на второй и третий год обращения зафиксированы на уровне 15,5% год. и 13,5% год., соответственно.

По результатам аукциона купон на срок до оферты был определен на уровне 17,9% год (доходность к оферте – 18,7% год.) – чуть выше наших прогнозов (17,75-18,5% год.). По состоянию на пятницу было размещено облигаций на 301 млн руб., т.е. около 50% от общей суммы выпуска.

---

## НОВОСТИ ПРОШЕДШЕЙ НЕДЕЛИ

---

Судя по словам представителя ФСФР правки к постановлению ФСФР о работе финконсультантов будут рассмотрены уже до конца ноября. По сути, эти правки предполагают, что организаторы отныне смогут выполнять функции финансового консультанта без привлечения внешних организаций. По всей видимости, в случае принятия этих поправок, стоимость размещения рублевых облигаций для эмитента снизится, что может послужить еще одним толчком для развития и увеличения объемов первичного рынка.



**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 *	11,35	(0,08)	99,90	0,05	622	31	278
Камаз-фин	12,42	10,60	100,22	н/д	563	1066	729
РусАвтобус	14,63	(0,17)	100,30	0,20	830	(2)	556
Северсталь-Авто *	10,67	(0,01)	101,60	н/д	371	1	804
<b>Банки</b>							
ВТБ-3	6,71	(0,09)	109,00	(0,02)	68	12	467
ВТБ-4 *	4,59	0,50	100,30	(0,20)	74	115	132
Зенит	10,32	0,92	99,50	н/д	647	157	132
ММБ	8,72	—	99,50	н/д	172	2	823
Петрокоммерц	10,36	(0,07)	106,00	н/д	425	13	489
Росбанк	9,46	0,03	99,03	(0,02)	619	80	94
Русский Стандарт-2	9,19	0,05	107,30	(0,15)	279	19	579
Русский Стандарт-3	10,21	1,14	107,00	(1,00)	516	155	265
Русский Стандарт Фин	8,07	0,28	103,70	(0,30)	285	66	293
<b>Горнодобывающая пром-ть</b>							
АЛРОСА-19	6,30	0,18	108,85	(0,35)	79	50	345
СУЭК-2 *	13,05	0,08	99,75	—	859	61	188
<b>Машиностроение</b>							
ГТ-ТЭЦ-2 *	15,84	0,72	99,71	(0,04)	1400	178	41
ИРКУТ-2	10,17	(0,39)	105,50	0,25	462	(8)	355
ОМЗ-4 *	12,82	0,23	101,30	н/д	760	61	293
<b>Металлургия</b>							
ЕвразХолдинг	9,32	0,06	103,50	н/д	361	34	388
Мече-л-1 *	9,00	(0,04)	100,65	(0,05)	599	79	81
Полиметалл	13,28	(0,53)	105,50	0,55	716	(34)	494
РусАл-1 *	9,42	(0,15)	100,60	н/д	413	21	304
РусАл-2 *	8,98	0,28	100,40	н/д	451	81	189
Северсталь *	5,96	(1,49)	102,35	н/д	108	(104)	240
ТД «Мечел»	11,34	0,32	101,00	(0,45)	493	46	584
<b>Нефтегазовая пром-ть</b>							
Газпром-2	6,66	0,59	108,05	н/д	110	90	356
Газпром-3	7,23	0,03	102,00	н/д	28	6	797
Нортгаз	13,95	(0,91)	102,25	н/д	836	(61)	362
Салаватнефтеоргсинтез	9,51	(0,40)	105,90	0,35	352	(18)	458
Татнефть-3	8,82	(0,07)	105,00	0,05	237	6	596
ТНК-5	7,01	0,06	115,20	н/д	18	11	746
Транснефтепродукт	9,10	0,27	100,00	н/д	281	43	544
<b>Пищевая пром-ть</b>							
Балтимор *	15,33	0,36	102,31	(0,54)	1012	74	291
Винап	14,33	0,04	100,50	н/д	776	14	641
Джей Эф Си Интернешнл *	13,41	(0,54)	101,00	0,40	799	(20)	328
Красный Восток *	11,92	(0,03)	99,80	н/д	848	71	104
Кристалл *	14,91	(0,09)	97,10	0,10	981	31	272
Микояновский	9,54	(0,27)	101,70	н/д	575	40	127
Нидан *	13,62	(0,11)	102,00	н/д	896	38	211
ОСТ	16,70	1,38	100,99	(0,21)	1176	181	249
Парнас-М *	13,67	0,97	99,90	(0,30)	992	165	124
ПИТ	13,26	(1,44)	101,45	0,44	956	(75)	121
Разгуляй	18,55	0,04	96,04	(0,02)	1218	18	570
Сан-Интербрю	8,78	(0,27)	107,00	н/д	221	(17)	641
Тинькофф	12,31	0,32	103,70	(0,30)	804	89	168
ЭФКО *	12,29	(0,28)	102,65	0,15	700	8	305
<b>Строительство</b>							
Интеко *	18,37	1,69	100,20	(0,30)	1505	245	97
ПИК	17,33	(2,27)	98,80	(3,15)	1253	(181)	229
СУ-155	22,52	1,27	96,95	(0,25)	1859	191	138

см. далее

	доходность договш./оф., %год.	изм.дох., п.п.	цена, %ном.	изм.цены, п.п.ном.	спрэдкМоскве, п.п.	изм.спрэда, п.п.	срок договш./оф., дн.
продолжение							
Региональные телекомы							
ВолгаТелеком	9,18	0,66	106,40	(0,89)	316	87	466
ДальСвязь	9,06	(0,09)	105,80	н/д	344	21	369
МГТС-4	8,68	(0,67)	102,00	н/д	243	(50)	531
СЗ-телеком-2 *	8,72	(0,10)	104,05	н/д	331	24	327
СибирьТелеком-3	9,80	(0,05)	107,40	—	332	7	609
СибирьТелеком-4	9,83	(0,06)	106,60	0,10	255	(10)	965
УРСИ-2	8,05	0,57	106,82	н/д	299	98	267
УРСИ-6	9,20	0,12	107,99	(0,26)	271	24	613
ЦТК-2	9,36	1,17	102,86	(0,64)	518	176	160
ЦТК-3	10,18	(0,08)	103,95	0,10	353	1	672
ЦТК-4 *	9,84	0,19	107,50	(0,40)	304	25	734
ЮТК	10,76	0,21	106,10	(0,40)	411	30	671
ЮТК-2 *	9,35	0,48	100,00	(0,12)	618	127	89
Телекомы							
Вымпелком-фин	7,90	0,33	103,00	(0,50)	159	49	550
Мегафон-фин	10,33	(0,01)	102,00	н/д	395	13	572
Мегафон-2	9,61	0,12	99,75	(0,25)	249	11	880
СМАРТС-2	13,96	1,59	100,10	(0,90)	918	206	226
ЦентрТелеграф	13,40	(0,06)	105,05	0,05	681	4	648
Трубная пром-ть							
ВыксМЗ	8,40	(0,16)	105,10	н/д	318	22	292
ТМК *	10,37	(0,65)	101,60	0,20	620	(6)	159
Химическая пром-ть							
Акрон *	12,37	(0,41)	101,45	н/д	682	(10)	354
Амтел *	0,68	(5,16)	100,25	(0,10)	215	(343)	6
Амтелшинпром	11,42	(0,12)	108,00	—	563	14	406
НАК Азот	11,53	2,41	100,42	(0,33)	1041	362	27
Целлюлознобум. пром-ть							
АЦБК *	14,09	(0,32)	100,47	н/д	1036	36	123
Волга	13,70	(0,41)	97,50	0,75	664	(41)	851
Готэк	15,97	(1,25)	99,35	(1,13)	1134	(75)	207
Илим Палп	14,44	0,11	101,45	(0,15)	833	31	491
Энергетика							
ЕЭС-2	6,14	(0,22)	108,05	0,05	64	10	343
Ленэнерго	10,51	—	100,00	н/д	338	(1)	888
Якутскэнерго *	9,25	(0,41)	102,00	н/д	570	31	111
Прочие							
Ист-Лайн	14,16	1,45	99,85	(0,80)	941	192	223

данные на 15.11.2004; изменение за 9.11—15.11.2004

\* — оферта

## Календарь рынка российских корпоративных облигаций

дата	эмитент	серия	событие		
			выплата купона, % годовых	исполнение оферты, млн руб.	погашение, млн руб.
Ноябрь					
16	Вымпелком Финанс	1	9,9		
16	Таттелеком	1	12,50		
17	Дальсвязь	1	14,50		
18	ХК Амтел	1	15,95	1 200	
18	Криогенмаш	1	13,50		
18	АЛРОСА	9	9,00		
18	СУЭК	2	11,50		
19	Русские Автобусы-Финанс	1	15,00		
20	Русский Алюминий Финансы	2	9,60		
22	Волга Телеком	1	15,00		
22	Нижнекамскнефтехим	2	17,00		
22	СМАРТС	1	19,00		
23	Центральный Телеграф	1	16,00		
25	Главмосстрой-Финанс	1	14,15		
28	ТНК	5	15,00		
30	Балтимор-Нева	1	16,00		
Декабрь					
1	Парижская коммуна	1	24,00		
1	АИЖК	1	11,00		
1	Нижнекамскнефтехим	3	9,50		
3	Росинтер Ресторантс	1	18,00		
3	Разгуляй-Центр	1	16,00		
5	ЕвразХолдинг	1	15,00		
7	ГОТЭК	1	14,20		
7	Мастер-Банк	1	14,00		
8	МиГ-Финанс	1	16,00		
8	МегаФон Финанс	1	11,50		
8	Нидан-Фудс	1	17,00		
8	ТНК	2			1 299
9	Байкалвестком	1	11,43		
9	Новомосковский Азот	1	17,50		1 000
9	Глобус-Лизинг-Финанс	2	14,40		
9	Свободный сокол	1	17,80		350
9	АЦБК-Инвест	1	14,95		
10	Альфа-Финанс	1	9,00		1 000
13	Импэксбанк	1	18,25		300
15	Парнас-М	1	12,75		
15	Банк Русский Стандарт	2	14,00		
16	Куйбышевгазот-инвест	1	12,00		
16	Роспечать	1	19,50		
17	Углемет-Трейдинг (ТД Мечел)	1	11,75		
22	Ист Лайн Хэндлинг	1	13,50		
23	ГТ-ТЭЦ Энерго	2	12,95	1 500	
23	Глобус-Лизинг-Финанс	1	15,00		
24	Амтелшинпром	1	19,00		
26	СМАРТС	2	13,75		
28	СУ-155 Капитал	1	12,29		
29	Евросеть	1		1 000	
30	Центральный телеграф	2	12,00		
30	Татнефть	3	12,00		
30	Северсталь	1	9,75		
31	ПИК	4	13,00		

---

**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.