

Российские корпоративные облигации

Еженедельное обозрение

24 января 2005 г.

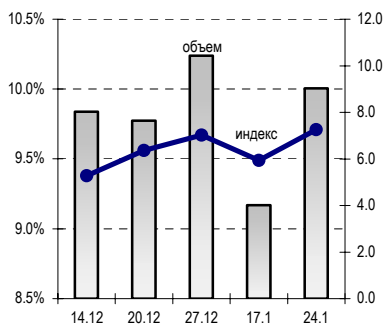
Индикаторы

Москва-38, дох. % год.	8,52	0,29
Россия-30, дох. % год.	6,82	-0,02
Овернайт, дох. % год.	1,20	0,3
Рублей за доллар США	27,94	0,18

данные на 24.01.2005; изменение за 17.01—24.01.2005

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.
АПРОСА-19	275	106,70	6,80	0,67
ВТБ-3	397	108,00	6,37	(0,21)
ВТБ-4	62	100,00	5,37	(0,01)
Вымпелком	480	99,66	10,42	(0,79)
Газпром-2	286	106,49	6,65	0,70
Газпром-3	727	99,80	8,39	0,46
Газпром-5	991	98,30	8,46	0,27
РАО ЕЭС	273	105,85	6,92	0,54
Северсталь	170	101,40	6,54	(0,15)
ТНК-5	676	112,60	7,71	0,35
Транснефтепрод.	474	100,00	9,08	—

данные на 24.01.2005; изменение за 17.01—24.01.2005

Лидеры роста

	изм. цены, п.п.	посл. знач. % ном.
Вымпелком Фин	0,91	99,66
Иркут 2	0,75	105,00
Разгуляй	0,42	98,4

Лидеры падения

	изм. цены, п.п.	посл. знач. % ном.
Сибирь Телеком 4	(1,50)	103,00
Готэк	(1,05)	100,75
ТНК 5	(0,75)	112,60

данные на 24.01.2005; изменение за 17.01—24.01.2005

ГЛАВНОЕ

Вторичный рынок: без тренда до февраля

Инвесторы пока держат паузу. Ситуация вряд ли изменится до конца января.

Вымпелком — продолжение следует

Несмотря на неожиданные претензии турецкого правительства Вымпелком по-прежнему остается одной из наиболее недооцененных бумаг российского рынка

Третий требует переоценки

ВТБ-3, на наш взгляд, — одна из наиболее переоцененных бумаг на рублевом рынке

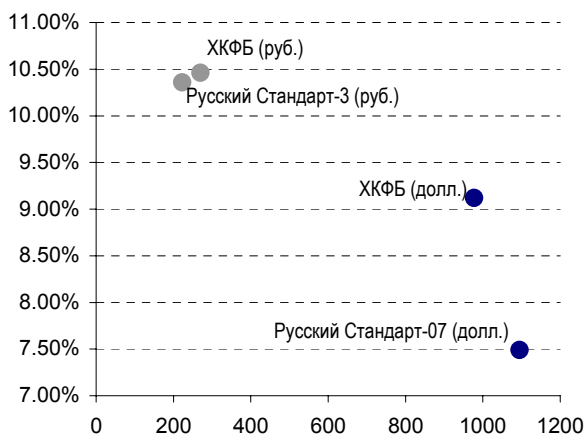
Первичные размещения и оферты текущей недели

эмитент	дата	объем, млн руб.	оферта, мес.	погашение, мес.
Елисеев Палас Отель	27.01	300	18	36
Камская долина-Финанс	27.01	100	12	24
ИТОГО		400		

* — оферта

График недели

Доходности еврооблигаций и рублевых облигаций банков Хоум Кредит энд Финанс и Русский Стандарт, дней до погашения — % годовых (еврооблигации — доходность в долларах США)



Выпуск еврооблигаций ХКФБ на сумму 150 млн долларов был размещен со спрэдом в размере 163 б.п. к еврооблигациям Банка Русский Стандарт.

На наш взгляд, спрэд между рублевыми инструментами этих банков более адекватно отражает кредитный риск обоих. Очевидно, евробонды ХКФБ ждет заметный курсовой рост для приведения к справедливому уровню доходности.

РЫНОК

По итогам недели большинство котировок все же снизилось

Первая полная рабочая неделя 2005 г. не преподнесла никаких сюрпризов – рынок практически замер. Отсутствие определенности по поводу дальнейшего движения рынка обусловили небольшие объемы торгов. При этом котировки по большинству ликвидных бумаг по итогам недели все же снизились. В частности, доходность облигаций Газпром-3 в пятницу составила 8,39% год. (+0,46%), а Газпром-5 — 8,46% (+0,27%).

Основной источник беспокойства инвесторов прежний — валютный рынок

В то же время падение евро относительно доллара замедлилось на прошлой неделе. Большинство экспертов по-прежнему считает, что резкое укрепление доллара с пиковых значений (выше 1,36) начала 2005 г. до нынешнего уровня (1,30) имеет технический характер. С учетом сильной положительной корреляции курса рубля и евро последнего квартала 2004 г., наиболее вероятным сценарием развития событий на текущей неделе является остановка укрепления доллара к рублю. Таким образом, негативная конъюнктура валютного рынка, которая отвлекала денежные средства с облигационного рынка и оказывала непосредственное влияние на инвесторов рынка рублевых облигаций, по всей видимости, изменится. Впрочем, инвесторы подходят к развитию событий на валютном рынке с большой осторожностью. Продолжение долгосрочной тенденции укрепления рубля пока кажется достаточно неопределенным.

Кроме того, ликвидность банковской системы заметно снизилась

Помимо негативных тенденций на валютном рынке, у инвесторов есть как минимум еще один повод для проявления пессимизма. Остатки на счетах банковских учреждений в ЦБ продолжали снижаться и к концу недели достигли значений (237,1 млрд руб.), которые в последний раз рынок видел в начале ноября прошлого года. Котировки рублевых долговых инструментов находятся в непосредственной зависимости от свободной банковской ликвидности. Впрочем, пока ликвидность банковской системы в целом находится на удовлетворительном уровне, что подтверждается ставками денежного рынка на уровне 0,5-1,5% год. По крайней мере, банки вряд ли будут вынуждены продавать бумаги ради поддержания ликвидности.

Рынок продолжит держать паузу до февраля

По всей видимости, до конца января на рынке так и не проявится определенного тренда. Скорее всего, по итогам месяца рынок котировки большинства ликвидных бумаг окажутся ниже, чем цены закрытия конца прошлого года.

НАИБОЛЕЕ НЕДООЦЕНЕННЫЕ ОБЛИГАЦИИ

Вымпелком

Вымпелком по-прежнему оставался главным хедлайнером недели

Вымпелком оставался основным поставщиком новостей и на прошедшей неделе. Фонд страхования сберегательных вкладов Турции предъявил казахской дочерней компании российского оператора сотовой связи КаР-Тел, наряду с другими 220 компаниями, претензии на сумму 5,5 млрд долларов.

Представитель Фонда пояснил, что гигантская сумма долга – общая сумма требований к бывшим турецким совладельцам нынешней дочки Вымпелкома — семье Узан (Uzan Group). Гигантская сумма долга перед Фондом семьи Узан образовалась в результате банкротства другого актива, принадлежавшего этой семье — банка Imar.

Вкратце, предыстория развития событий такова:

- Казахская компания Телеком-Инвест была совладельцем казахского сотового оператора КаР-Тел совместно с Uzan Group. Интересы последней в КаР-Теле были представлены компаниями Telsim и Rumeli, которые совместно владели 60% акций КаР-Тел.
- В 2002 году компании Nokia и Motorola подали иски, обвиняющие Uzan Group в махинациях на общую сумму около 6 млрд долларов США. Кроме того, правительство Турции инициировало расследование деятельности другого актива группы – банка Imar.
- В 2003 г. представителям семьи Узан (владельцам Uzan Group) были предъявлены обвинения в незаконном выводе из страны средств на общую сумму 5,5 млрд долларов США.
- Акции КаР-Тел, принадлежащие Uzan Group, наряду с другими активами группы, были конфискованы Фондом страхования сберегательных вкладов.
- Впоследствии казахский совладелец актива оспорил конфискацию. По результатам судебного разбирательства Фонд был вынужден продать акции КаР-Тел Телеком-Инвесту по номинальной стоимости.
- Акции КаР-Тела были приобретены Вымпелкомом в сентября 2004 г. за 350 млн долларов (при этом новый владелец также принял на себя долговые обязательства на сумму 75 млн долларов) у казахской компании Телеком-Инвест. На момент приобретения абонентская база КаР-Тела составляла 600 тыс. абонентов – около 30% казахского сотового рынка и всего около 3% от общей абонентской базы Вымпелкома.

Самый пессимистичный сценарий — полное списание инвестиций в КаР-Тел.

Представители КаР-Тела уже заявили о подаче ходатайства с возражениями относительно правомерности подобного распоряжения. Генеральный директор компании заявил об отсутствии у компании какой-либо задолженности перед турецким правительством. На наш взгляд, даже в случае чрезвычайно пессимистического развития событий, максимальная возможная потеря для Вымпелкома – полное списание инвестиций в КаР-Тел — не окажет сколько-нибудь значительного влияния на кредитоспособность российского сотового оператора. Впрочем, такое развитие событий, а именно – полное удовлетворение требований Фонда за счет имущества КаР-Тел — представляется маловероятным с сегодняшней перспективы.

Потенциал роста курсовой стоимости — не менее 1,5%

Таким образом, облигации Вымпелкома несмотря на рост по итогам прошедшей недели (+0,91%, доходность к погашению — 10,42%), по-прежнему являются одной из наиболее недооцененных бумаг рублевого долгового рынка. Потенциал роста курсовой стоимости составляет, по нашим оценкам, не менее 1,5%.

НАИБОЛЕЕ ПЕРЕОЦЕНЕННЫЕ ОБЛИГАЦИИ

Внешторгбанк-3

ВТБ-3 заметно переоценен

Облигации ВТБ-3 закрылись на прошедшей неделе по доходности к погашению через 13 мес на уровне 6,37% год. (цена 108,00% от номинала) с отрицательным спрэдом 68 б.п. к кривой облигаций Москвы. Облигации ВТБ-3 выглядят заметно переоцененными как по среднеисторическому спрэду к кривой облигаций Москвы, так и по спрэдам к другим облигациям первого эшелона, имеющим схожее кредитное качество и рейтинги ведущих международных агентств. На наш взгляд, потенциал снижения котировок данных облигаций к «справедливому» уровню составляет не менее 1% от текущих уровней.

ПЕРВИЧНЫЕ РАЗМЕЩЕНИЯ

**Февраль 2005
вряд ли станет рекордным**

Номинал двух предстоящих первичных размещения января — всего 400 млн руб. Похоже, что объем первичных размещений в феврале 2005 г. окажется заметно ниже уровня февраля и тем более декабря прошлого года. Единственное размещение облигаций на сумму свыше 100 млн долларов, предстоящее относительно скоро — очередной выпуск Газпрома номиналом 5 млрд руб., который объявили о дате — 8 февраля на прошедшей неделе.

**Первое размещение 2005 г. —
региональная строительная
компания**

Камская Долина

27 января на ММВБ начнется размещение облигаций ООО Камская Долина-Финанс (SPV пермской строительной компании Камская Долина). Объем выпуска: 100 млн руб., срок до оферты: 1 год; срок до погашения: 2 года. Структурой выпуска предусмотрена выплата ежеквартальных купонов. Организаторы пока не публиковали прогнозов по ставке предстоящего размещения.

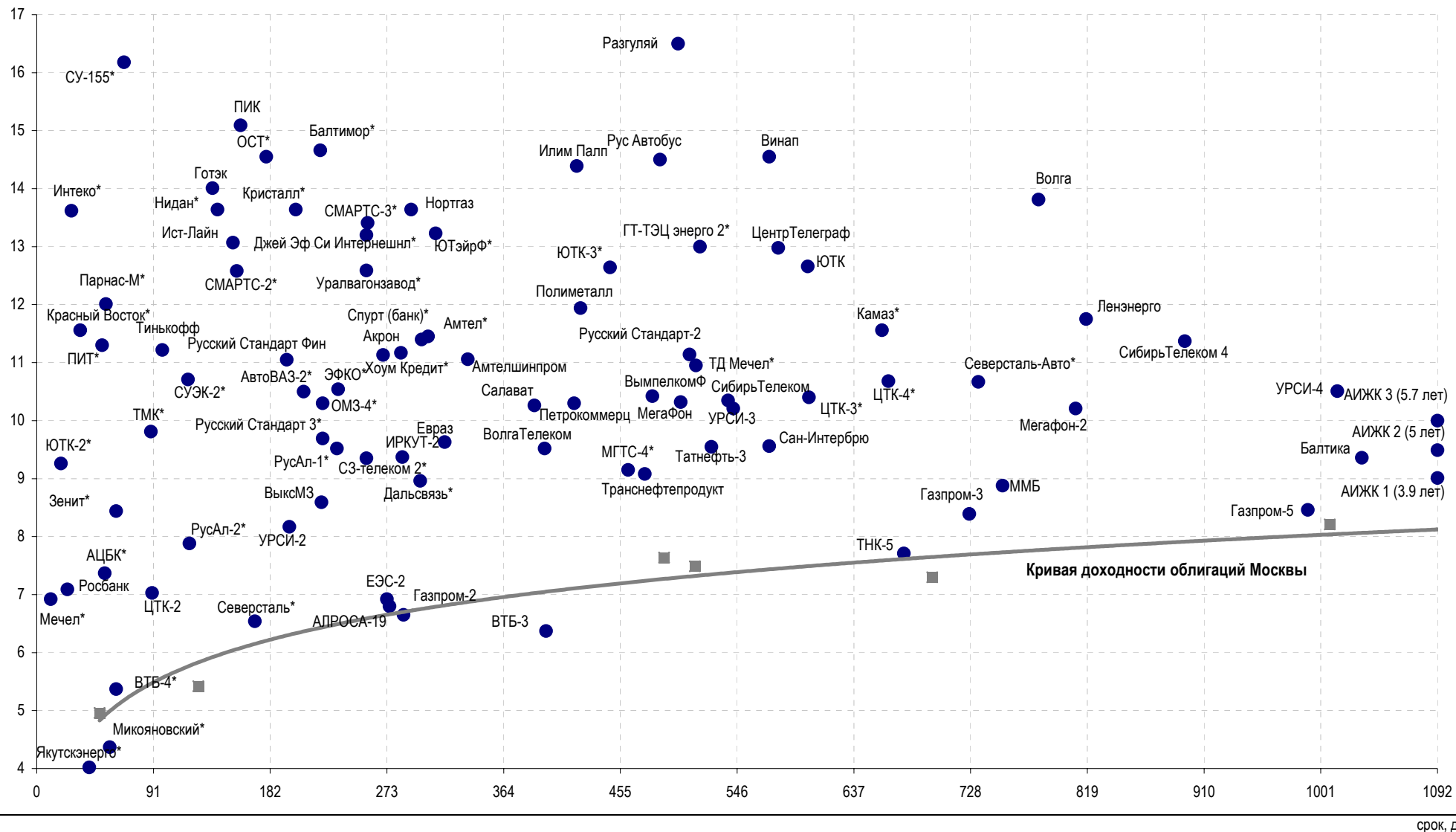
Елисеев Палас Отель

В тот же день, 27 января, на СПВБ начнется размещение облигаций Елисеев Палас Отель — 2 (гостиничный комплекс в Санкт-Петербурге). Сумма выпуска: 300 млн руб.; срок до оферты: 1,5 года; срок до погашения: 3 года. Структурой выпуска предусмотрено поручительство ОАО Центр гуманитарного и делового сотрудничества. Организаторы пока не публиковали прогнозов по доходности предстоящего размещения.

Кривая доходности российских корпоративных облигаций

доходность, % годовых

24 января 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. спреда, б.п.	срок до погаш./оф., дн.
Автомобилестроение							
АвтоВАЗ-2 *	10,50	0,21	100,31	(0,13)	513	47	208
Камаз-фин	11,56	0,31	100,75	(0,25)	420	20	659
РусАвтобус	14,50	(0,24)	100,24	н/д	766	(25)	486
Северсталь-Авто *	10,67	(0,01)	101,50	н/д	312	(16)	734
Банки и финансовые компании							
АИЖК-1	9,01	(0,01)	107,00	н/д	33	(37)	1410
АИЖК-2	9,49	0,07	106,80	(0,30)	35	(37)	1837
АИЖК-3	10,00	—	100,00	н/д	64	(49)	2093
ВТБ-3	6,37	(0,21)	108,00	н/д	(12)	(16)	397
ВТБ-4 *	5,37	(0,01)	100,00	н/д	209	64	62
Зенит	8,44	(0,32)	100,05	н/д	516	33	62
ММБ	8,88	—	99,25	н/д	129	(16)	753
Петрокоммерц	10,30	1,99	105,25	н/д	372	202	419
Росбанк	7,09	0,72	99,04	(0,11)	545	168	24
Русский Стандарт-2	11,14	(0,17)	104,00	0,15	422	(20)	509
Русский Стандарт-Фин	11,05	1,96	104,80	н/д	579	224	195
Русский Стандарт-3	9,69	(1,09)	101,90	н/д	420	(85)	223
Спурт	11,40	(0,01)	100,05	н/д	540	13	300
Хоум Кредит энд Финанс Банк	11,13	1,08	100,25	н/д	531	126	270
Горнодобывающая пром-ть							
АЛРОСА-19	6,80	0,67	106,70	(0,69)	95	84	275
СУЭК-2 *	10,71	0,57	100,08	(0,07)	632	101	118
Машиностроение							
ГТ-ТЭЦ-2 *	13,00	0,12	99,85	(0,15)	606	9	517
ИРКУТ-2	9,37	(1,16)	105,00	0,75	346	(100)	285
ОМЗ-4 *	10,30	(0,04)	102,40	—	481	20	223
Уралвагонзавод-финанс	12,59	(0,19)	100,70	0,10	685	0	257
Металлургия							
ЕвразХолдинг	9,63	0,84	102,50	н/д	353	96	318
Мечел-1 *	6,92	0,67	100,15	(0,13)	663	188	11
Полиметалл	11,94	(0,05)	106,05	н/д	534	(2)	424
РусАл-1 *	9,52	(0,69)	100,40	н/д	395	(47)	234
РусАл-2 *	7,88	(0,60)	100,57	0,16	347	(16)	119
Северсталь *	6,54	(0,15)	101,40	н/д	152	17	170
ТД «Мечел»	10,95	(0,31)	101,35	0,25	402	(34)	514
Нефтегазовая пром-ть							
Газпром-2	6,65	0,70	106,49	(0,71)	73	86	286
Газпром-3	8,39	0,46	99,80	н/д	86	32	727
Газпром-5	8,46	0,27	98,30	(0,70)	39	2	991
Нортгаз	13,64	(0,07)	102,00	—	768	8	292
Салаватнефтеоргсинтез	10,26	0,12	104,03	н/д	381	18	388
Татнефть-3	9,55	(0,04)	103,50	н/д	258	(8)	526
ТНК-5	7,71	0,35	112,60	(0,75)	30	23	676
Транснефтепродукт	9,08	—	100,00	н/д	229	(1)	474
Пищевая пром-ть							
Балтика	9,36	0,21	99,00	н/д	122	(5)	1033
Балтимор *	14,66	(0,17)	102,96	0,20	918	7	221
Винап	14,55	(0,01)	100,00	н/д	743	(8)	571
Джей Эф Си Интернешнл *	13,41	0,10	100,80	0,15	767	29	258
Красный Восток *	11,56	(0,14)	100,45	0,25	932	71	34
Кристалл *	13,64	(0,16)	98,10	н/д	832	11	202
Микояновский	4,37	(1,07)	101,55	н/д	124	(39)	57
Нидан *	13,64	1,29	101,31	(0,54)	894	168	141
ОСТ	14,55	3,60	102,10	н/д	944	391	179
Парнас-М *	12,01	(0,29)	100,17	0,02	897	41	54
ПИТ	11,30	(0,14)	101,04	(0,01)	836	57	51
Разгуляй	16,50	(0,38)	98,40	0,42	961	(40)	500

см. далее

	доходность дологаш./оф., %год.	изм.дох., п.п.	цена, %ном.	изм.цены, п.п.ном.	спрэд к Москве, п.п.	изм.спрэда, п.п.	срок дологаш./оф., дн.
продолжение							
Пищевая пром-ть							
Сан-Интербрю	9,56	0,28	105,20	(0,45)	244	21	571
Тинькофф	11,22	(0,82)	102,40	0,05	715	(32)	98
ЭФКО *	10,54	0,35	103,05	(0,30)	496	57	235
Строительство							
Интеко *	13,62	1,15	101,80	0,30	1178	207	27
ПИК	15,09	2,83	99,60	(2,35)	1018	318	159
СУ-155	16,18	1,42	99,45	(0,20)	1274	204	68
Телекомы региональные							
ВолгаТелеком	9,52	0,59	105,00	(0,69)	304	64	396
ДальСвязь	8,96	(0,51)	104,79	н/д	296	(37)	299
МГТС-4	9,15	(0,01)	101,20	н/д	240	(1)	461
СЗ-телеком-2 *	9,35	0,33	102,80	н/д	361	52	257
СибирьТелеком-3	10,35	0,02	105,90	0,10	333	(3)	539
СибирьТелеком-4	11,37	1,23	103,00	(1,50)	348	102	895
УРСИ-2	8,17	0,80	105,00	(0,60)	289	108	197
УРСИ-3	10,21	(0,49)	105,80	н/д	318	(54)	543
УРСИ-4	10,51	0,28	99,35	(0,65)	240	3	1014
ЦТК-2	7,03	(1,22)	102,15	0,15	311	(69)	90
ЦТК-3	10,40	0,15	103,25	(0,25)	319	7	602
ЦТК-4 *	10,68	(0,03)	105,50	(0,01)	330	(15)	664
ЮТК-1	12,66	0,13	102,80	(0,20)	546	5	601
ЮТК-2 *	9,26	1,45	100,00	(0,10)	803	248	19
ЮТК-3 *	12,64	0,29	99,99	(0,31)	595	30	447
Телекомы							
Вымпелком-фин	10,42	(0,79)	99,66	0,91	360	(80)	480
Мегафон-фин	10,32	(0,02)	101,77	н/д	343	(5)	502
Мегафон-2	10,21	0,01	98,65	н/д	249	(17)	810
СМАРТС-2	12,58	(0,33)	100,60	0,10	771	2	156
СМАРТС-3	13,20	(0,37)	101,45	0,12	746	(18)	257
ЦентрТелеграф	12,98	(0,04)	105,10	—	584	(11)	578
Транспорт							
Ист-Лайн	13,07	1,21	100,30	н/д	823	157	153
ЮТэйр Финанс	13,23	—	100,10	н/д	716	13	311
Трубная пром-ть							
ВыксМЗ	8,59	(0,19)	103,80	н/д	311	5	222
ТМК *	9,81	2,56	101,00	н/д	591	309	89
Химическая пром-ть							
Акрон *	11,17	(0,53)	102,00	0,33	526	(37)	284
Амтел *	11,45	(0,57)	101,00	—	542	(43)	305
Амтелшинпром	11,06	(0,40)	107,00	0,20	486	(30)	336
Целлюлознобум. пром-ть							
АЦБК *	7,37	(3,87)	101,00	0,40	436	(317)	53
Волга	13,81	(0,89)	97,50	н/д	615	(106)	781
Готэк	14,01	0,88	100,75	(1,05)	936	127	137
Илим Палп	14,39	0,24	101,30	—	780	27	421
Энергетика							
ЕЭС-2	6,92	0,54	105,85	н/д	108	71	273
Ленэнерго	11,75	1,25	97,70	н/д	401	107	818
Якутскэнерго *	4,02	(1,45)	101,32	(0,03)	146	(67)	41

данные на 24.01.2005; изменение за 17.01—24.01.2005

* — оферта

Календарь рынка российских корпоративных облигаций

дата	эмитент	серия	событие		
			выплата купона, % годовых	исполнение оферты, млн руб.	погашение, млн руб.
Январь					
27	Северсталь-Авто	1	11,25		
28	Газпром	3	8,11		
Февраль					
1	АИЖК	2	11,00		
1	Мечел-(ЧМК)	1	12,30	1 000	
1	Акрон	1	13,45		
3	Алтайэнерго	1	18,00		
3	Сатурн-Инвест	1	16,00	500	
4	Русский Стандарт-Финанс	1	20,28		
7	Уралсвязьинформ	2	17,50		
8	МГТС	3	17,00	1 000	
9	ЮТК	2	9,25	1 500	
10	Кристалл Финанс	1	12,00		
11	Праймери Дон	1	13,50		
13	Салаватнефтеоргсинтез	1	16,00		
13	Пробизнесбанк	3	14,10		
14	Таттелеком	3	12,50		
14	Росбанк	1	9,91	2 966,1	
15	Винап-Инвест	1	15,30		
15	САН Интербрю Финанс	1	13,00		
15	ММБ	1	8,30		
16	Центртелеком	4	13,80		
17	АвтоВАЗ	2	11,28		
17	НОМОС-банк	6	10,00		
17	АЛРОСА	9	10,00		500
17	СУЭК	2	11,50	1 000	
17	Интеко	1	10,95	1 224	
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	

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

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

Роман Зильбер rzilber@raiffeisen.ru

Группа структурирования

Никита Патрахин npatrakhin@raiffeisen.ru

Олег Корнилов okornilov@raiffeisen.ru

Михаил Мирошниченко mmiroshnichenko@raiffeisen.ru

Операции на рынке корпоративных облигаций

Продажи

Наталья Пекшева npekcheva@raiffeisen.ru

Арсен Манукян amanoukyan@raiffeisen.ru

Торговые операции

Александр Лосев alosev@raiffeisen.ru

Аналитика

Олег Гордиенко 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.