

Евгений Кочемазов  
+7 095 775 70 22  
kochemazov@vtb.ru

Мария Суворова  
+7 095 775 70 12  
suvorova@vtb.ru

---

## ЕЖЕНЕДЕЛЬНЫЙ ОБЗОР РЫНКА ЕВРООБЛИГАЦИЙ

---

### В ЭТОМ ВЫПУСКЕ:

#### **Рынок US Treasuries: обзор и прогноз ..... стр. 2**

... в четверг на рынок «нашле озарение», что сложившиеся уровни доходностей, по меньшей мере, несколько занижены. Итоги аукциона по продаже 10-летних нот, которые выявили снижение спроса на длинные US Treasuries со стороны иностранных инвесторов, привели к резкой коррекции на рынке...

#### **Российские еврооблигации ..... стр. 3**

Премия России 30 к облигациям Мексики с погашением в 2019 году также сузилась на 2 б.п., составив на конец недели 20 б.п. Данный уровень можно рассматривать в качестве нижней границы справедливой диапозона.

Дальнейшее сужение спреда к Мексике 19 будет свидетельствовать о перекупленности российских бондов, учитывая разницу в кредитных рейтингах двух стран...

#### **Рекомендации по корпоративным еврооблигациям ..... стр. 4**

Привлекательной торговой возможностью, с нашей точки зрения, является покупка ВТБ 15 с одновременной продажей ВТБ 08, что при сохранении идентичного кредитного качества, с поправкой на судобинированность первого выпуска, дает премию в размере 101 б.п...

#### **Приложение: Новости и события прошедшей недели ..... стр. 5**

Путин о налоговых проверках  
Размещения евробондов российских эмитентов  
ФАС закрыло дело против Русского Стандарта  
ФНС собирается проверить Газпрома  
и другие новости ...

#### **Приложение: Календарь экономических публикаций США ..... стр. 7**

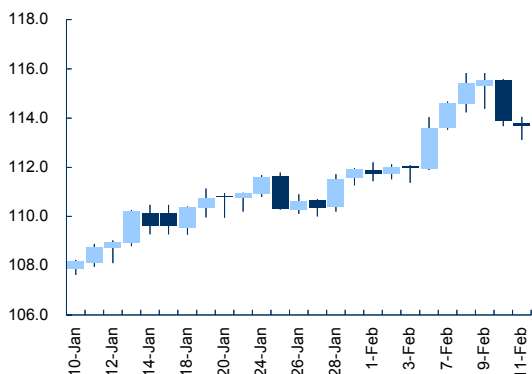
#### **Приложение: Статистика и карты рынка еврооблигаций..... стр. 8**

## ИНДИКАТИВНЫЕ ИНСТРУМЕНТЫ

Инструмент	YTM	YTM CHNG
FED FUNDS	2.50%	0.00
US1MT	2.36%	17.29
US3MT	2.54%	5.39
US6MT	2.82%	4.69
US2YT	3.33%	3.86
US3YT	3.48%	6.63
US5YT	3.70%	2.06
US10YT	4.10%	1.67
US30YT	4.48%	(0.62)
US10 vs. US2YT	76.7	(2.19)

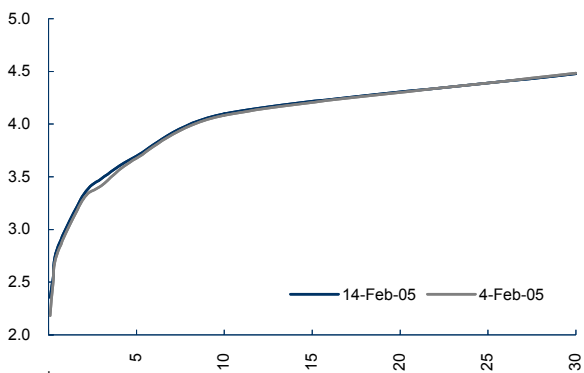
Источник: Reuters, Внешторгбанк

## ДИНАМИКА US30YT



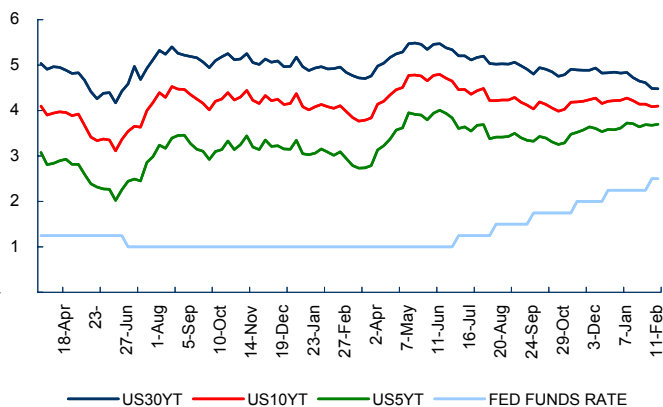
Источник: Reuters, ММББ

## КРИВАЯ ДОХОДНОСТИ US TREASURIES



Источник: Reuters,

## ДИНАМИКА ДОХОДНОСТИ US TREASURIES



Источник: Reuters,

## РЫНОК US TREASURIES: ОБЗОР И ПРОГНОЗ

На прошлой неделе рынок американских казначейских облигаций наконец-то прервал затянувшееся противоречивое ралли.

В течение понедельника – среды котировки продолжали расти, отыгрывая более слабый, чем ожидалось, отчет о состоянии рынка труда в январе, который был опубликован в предыдущую пятницу, 4 февраля. Ежедневно US Treasuries обновляли локальные максимумы, соответствующие уровням середины 2003 года, когда учетная ставка ФРС США держалась на уровне 1% годовых.

Тем не менее, в четверг на рынок «нашло озарение», что сложившиеся уровни доходностей, по меньшей мере, несколько занижены. Итоги аукциона по продаже 10-летних нот, которые выявили снижение спроса на длинные US Treasuries со стороны иностранных инвесторов, привели к резкой коррекции на рынке.

В течение четверга котировки тридцатилетнего бонда упали почти на две фигуры, нивелировав тем самым рост предыдущих трех дней. В течение одного дня доходность US30YT выросла на 11 б.п.

В пятницу в отсутствие экономических публикаций рынок US Treasuries торговался в узком диапазоне, закрывшись в итоге чуть ниже уровня предыдущего дня.

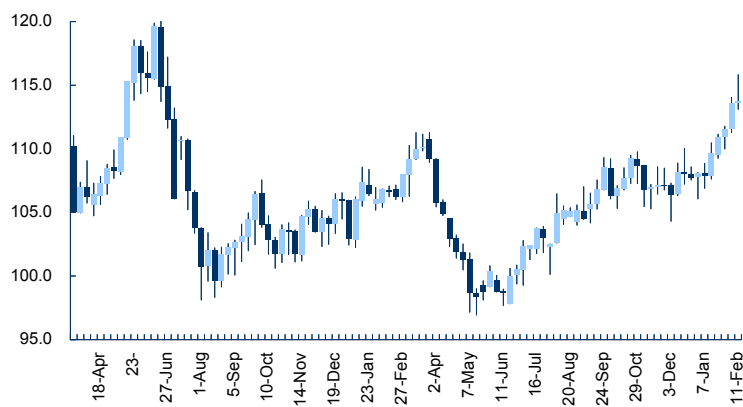
Таким образом, по итогам недели, US30YT остался «при своих», закрывшись на уровне 113.625 пунктов, что соответствует доходности 4.48% годовых. Ставка по десятилетним казначейским нотам подросла на 2 б.п., закрывшись на уровне 4.1% годовых. На 7 б.п. выросла доходность трехлетних бумаг, а ставки по выпускам срочностью до года выросли в среднем на 8 б.п. Таким образом, кривая доходности US Treasuries стала чуть более плоской: в настоящий момент спрэд между 2- и 10-летними нотами составляет всего 77 б.п. против 79 б.п. по итогам прошлой недели.

На этой неделе ключевым событием станет выступление Алана Гринспена в Конгрессе США. Глава ФРС будет говорить об экономике страны и денежно-кредитной политике, проводимой его ведомством. Тезисы этих выступлений, безусловно, окажут ключевое воздействие на направление рынка UST на этой неделе. В особенности имеет смысл обратить внимание на прогнозы по ключевым экономическим показателям и, в частности, по инфляции, так как именно инфляционные ожидания являются основополагающими при ценообразовании облигаций с высокой срочностью.

Помимо выступлений Гринспена, мы рекомендуем обратить внимание на экономические публикации. Так, завтра в США будет опубликован индекс Empire Manufacturing, в среду – данные по промышленному производству, а в четверг и пятницу – первые релизы по инфляции за январь. В целом, ожидаемый экономический фон умеренно-негативен для облигаций.

Мы указываем на то, что в случае, если данные по инфляции окажутся ниже ожиданий инвесторов, рынок может получить очередной импульс вверх, особенно в преддверии длинных выходных: в следующий понедельник американский рынок будет закрыт.

## НЕДЕЛЬНЫЙ ГРАФИК US30YT



Источник: Reuters,

## ИНДИКАТИВНЫЕ ИНСТРУМЕНТЫ

Инструмент	YTM	YTM CHNG
RUSSIA 05	3.14%	(22.56)
RUSSIA 07	4.40%	(16.94)
RUSSIA 10	4.66%	(12.09)
RUSSIA 18	6.06%	(8.91)
RUSSIA 30	6.07%	(9.54)
RUSSIA 28	6.62%	(12.30)
R30 vs. US10YT, bps.	197	(11)
R30 vs. MEX19, bps.	20	(2)
MINFIN 5	5.24%	(1.12)
MINFIN 6	4.45%	(2.94)
MINFIN 7	5.76%	(16.65)
MINFIN 8	4.90%	49.93
ARIES 14	6.12%	(2.47)

Источник: Reuters, Внешторгбанк

## РОССИЙСКИЕ ЕВРООБЛИГАЦИИ

Российские суверенные еврооблигации на прошлой неделе, в целом, показали лучшую, чем американские казначейские бонды динамику, несмотря на то, что направление движения еврооблигаций РФ совпадало с рынком UST.

В понедельник-среду Россия 30 выросла на полторы фигуры, а в четверг, несмотря на резкое падение рынка UST, котировки скорректировались всего на полфигуры, что привело к существенному сужению спреда P30 к десятилетним американским нотам.

По итогам недели Россия 30 закрылась на уровне 106.875% от номинала, что соответствует доходности на уровне 6.07% годовых (-10 б.п.). Спрэд к US10YT сократился за неделю на 11 б.п., составив на пятницу 197 б.п., что является абсолютным историческим минимумом.

Премия России 30 к облигациям Мексики с погашением в 2019 году также сузилась на 2 б.п., составив на конец недели 20 б.п. Данный уровень можно рассматривать в качестве нижней границы справедливой диапозона. Дальнейшее сужение спреда к Мексике 19 будет свидетельствовать о перекупленности российских бондов, учитывая разницу в кредитных рейтингах двух стран.

В случае, если премия России 30 к Мексике 19 сузится до 15, или менее, б.п., можно говорить о перекупленности первой.

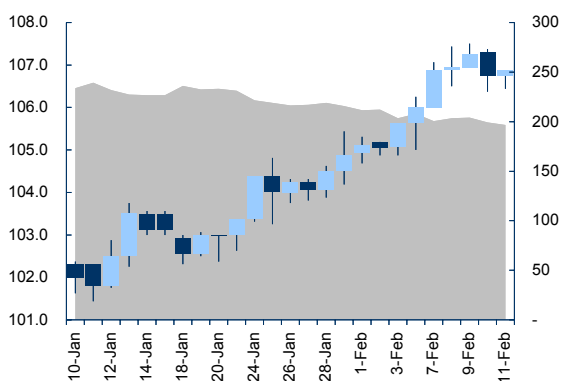
Наиболее доходной на прошлой неделе стала Россия 28, которая выросла на 1.3% от номинала, а ее доходность упала на 12 б.п. до уровня 6.62% годовых.

Изменения котировок по остальным выпускам были менее существенными, составив в среднем 0.43% от номинала.

В секторе ОВВЗ лидером роста стал Минфин 7, который прибавил почти фигуру, в результате чего его спрэд к суверенной кривой доходности сузился на 8 б.п. до 16 б.п.

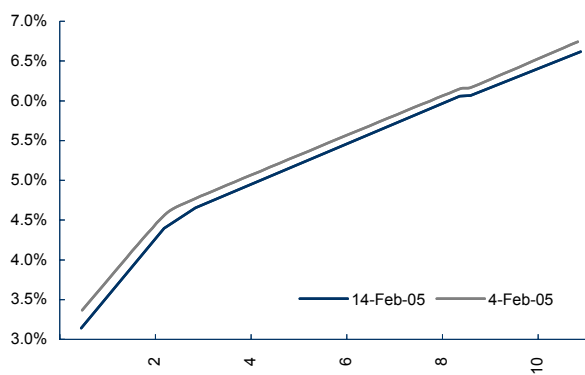
В целом, мы указываем на справедливое ценообразование российских суверенных еврооблигаций, что предполагает, что их дальнейшее движение будет напрямую зависеть от динамики рынка US Treasuries. Существенный рост котировок в течение последних недель проходил при общем позитивном настрое к emerging markets, а сохранение стабильного спреда к мексиканским облигациям отрицает возможность относительной переоцененности России 30.

## РОССИЯ 30 И СПРЭД К US10YT



Источник: Reuters

## КРИВАЯ ДОХОДНОСТИ ЕВРООБЛИГАЦИЙ РФ



Источник: Reuters

Инструмент	Mkt. Rating	Изм.
Aries 14	Mkt. perform	-
Алроса 08	Underperform	-
Алроса 14	Underperform	-
Альфа Банк 05	Outperform	Up
Альфа Банк 06	Outperform	-
Банк Москвы 09	Outperform	-
ВБД 08	Mkt. perform	-
ВТБ 08	Mkt. perform	-
ВТБ 11	Mkt. perform	-
ВТБ 15	Outperform	Up
Вымпелком 09	Mkt. perform	Down
Вымпелком 10	Mkt. perform	-
Вымпелком 11	Mkt. perform	-
Газинвест 08	Underperform	-
Газпром 07	Underperform	-
Газпром 09	Underperform	-
Газпром 13	Underperform	-
Газпром 20	Underperform	-
Газпром 34	Underperform	-
Евразхолдинг 06	Underperform	-
Евразхолдинг 09	Underperform	-
Зенит 06	Outperform	-
МДМ 05	Mkt. perform	Down
МДМ Банк 06	Outperform	-
Мегафон 09	Mkt. perform	-
ММК 08	Mkt. perform	-
МТС 08	Mkt. perform	-
МТС 10	Mkt. perform	-
МТС 12	Mkt. perform	-
Никоил 07	Outperform	-
Номос 07	Outperform	-
Норникель 09	Outperform	-
Росбанк 09	Outperform	-
Роснефть 06	Underperform	-
Русский Стандарт 07	Mkt. perform	Down
Сбербанк 15	Outperform	-
Северсталь 09	Underperform	Down
Северсталь 14	Underperform	Down
Сибнефть 07	Outperform	-
Сибнефть 09	Outperform	-
Система 08	Underperform	-
Система 11	Underperform	-
ТНК 07	Underperform	-
Уралсиб 06	Mkt. perform	-
ХКФ Банк 08	Outperform	-

## РЕКОМЕНДАЦИИ ПО КОРПОРАТИВНЫМ ЕВРООБЛИГАЦИЯМ

Корпоративные еврооблигации российских эмитентов на прошлой показали смешанное закрытие. Наиболее существенный рост цен наблюдался в таких выпусках, как **Северсталь 09 (+1.3%)**, **Сибнефть 09 (+0.5%)**, **Вымпелком 09 (+1.5%)**, **Евразхолдинг 09 (+0.8%)** и **ХКФ 08 (+1%)**.

В то же время снизились котировки **ВТБ 15 (-0.4%)**, **Газпрома 07 (0.3%)**, **Евраза 06 (-0.2%)** и коротких банковских евробондов. По четверти пункта потеряли **МТС 08** и **ТНК 07**.

На этой недели мы включили в нашу систему рекомендаций евробонды **Сбербанка** объемом \$1 млрд., присвоив бумагам рыночный рейтинг на уровне «Outperform».

Данный выпуск по своей структуре и срочности, а также по кредитному качеству, идентичен **ВТБ 15**. В то же время, его ликвидность несколько выше чем у последнего, что, согласно нашей модели, предполагает его более высокую привлекательность по сравнению с **ВТБ 15**.

В настоящий момент **Сбербанк 15** торгуется со спрэдом к суверенной кривой доходности РФ на уровне 111 б.п., что, по нашему мнению, является завышенным значением. Справедливый уровень мы оцениваем в районе 50 б.п.

Для **ВТБ 15** справедливое значение спреда составляет около 80 б.п., тогда как средний спред несубординированных выпусков оценивается на уровне 20 б.п. Таким образом, текущая рыночная премия субординированного долга первоклассных российских заемщиков составляет порядка 50-60 б.п.

По итогам прошедшей недели мы снизили рыночные рейтинги обоих выпусков **Северстали** с «Market perform» до «Underperform». Снижение рейтингов обусловлено сужением спреда до среднего значения в 250 б.п., что, по нашему мнению, является заниженным для **Северстали** примерно на 50 б.п., особенно в свете вероятного снижения рейтинга эмитента агентством Fitch по национальной шкале.

Мы также снизили рейтинг **Вымпелкома 09** и **Русского Стандарта 07** до уровня «Market perform» в связи с достижением выпусками целевых значений спреда.

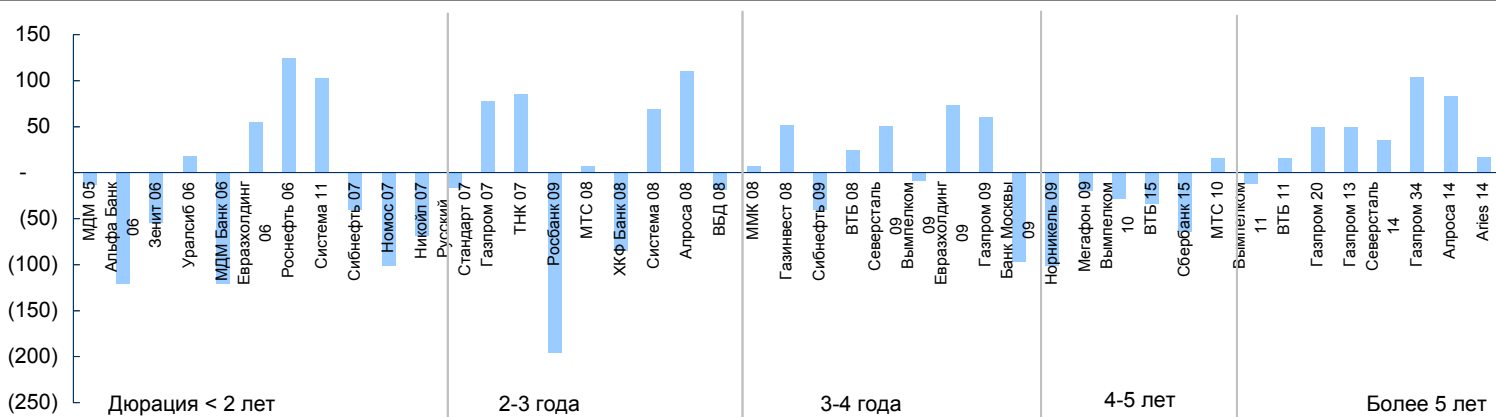
Рейтинг нового **Вымпелкома 10** мы установили на уровне «Market perform». Текущий спред выпуска составляет 275 б.п. при справедливом уровне 250 б.п.

Мы обращаем внимание сохраняющуюся недооцененность бумаг **ХКФ** с погашением в 2008 году: справедливый спред мы оцениваем на уровне 320 б.п., тогда как текущее значение составляет около 400 б.п.

По-прежнему, привлекательно выглядят **Норникель 09**, **Росбанк 09** и **Банк Москвы 09**.

Привлекательной торговой возможностью, с нашей точки зрения, является покупка **ВТБ 15** с одновременной продажей **ВТБ 08**, что при сохранении идентичного кредитного качества, с поправкой на судобинированность первого выпуска, дает премию в размере 101 б.п.

## ОЖИДАЕМОЕ ИЗМЕНЕНИЕ СПРЭДОВ КОРПОРАТИВНЫХ ЕВРООБЛИГАЦИЙ К КРИВОЙ ДОХОДНОСТИ ЕВРООБЛИГАЦИЙ РФ



Источник: Внешторгбанк

## ПРИЛОЖЕНИЕ: НОВОСТИ И СОБЫТИЯ ПРОШЕДШЕЙ НЕДЕЛИ

## ПОНЕДЕЛЬНИК - 7 ФЕВРАЛЯ 2005

**Доразмещение еврооблигаций Сбербанка**

Как сообщил UBS, регистратор и лид-менеджер эмиссии, Сбербанк доразместил десятилетние субординированные еврооблигации на \$150 млн. под 6.23%. Цель данного выпуска, как уже сообщалось ранее, - финансирование субординированного кредита Сбербанку в соответствии с правилом S с фиксированной процентной ставкой.

**Еврооблигациям Альфа-банка на \$150 млн. присвоен рейтинг «В+»**

Fitch присвоило еврооблигациям Альфа-банка на \$150 млн. с погашением в 2007 г. рейтинг «В+». Все полученные в ходе размещения средства будут направлены на кредитование Альфа-банка. Рейтинг облигаций соответствует долгосрочному рейтингу самого банка в иностранной валюте.

**Неаудированные итоги Северстали (МСФО) за 2004 г.**

Северсталь опубликовала неаудированные данные (МСФО) по итогам 2004 г. Так, чистая прибыль выросла почти в два раза – до \$ 1.344 млрд., что обусловлено благоприятной конъюнктурой на рынке стали. Выручка составила \$6.415 млрд. против \$3.202 млрд. в 2003 г. EBITDA выросла до \$2.376 млрд. с \$1.002 млрд. в 2003 г. Выпуск стали был увеличен на 5.6% - до 12.8 млн. тонн.

**Вымпелком разместил пятилетние еврооблигации на \$300 млн.**

Вымпелком разместил пятилетние облигации на \$300 млн. под 8% годовых. Лид-менеджерами займа выступили UBS и JP Morgan. Займу присвоен долгосрочный кредитный рейтинг на S&P уровне «BB-», прогноз – позитивный. Предполагается, что полученные в ходе размещения средства будут направлены на погашение дебитного займа (26.04.05) и финансирования инвестиций.

**ФАС закрыла дело против Русского Стандарта**

Федеральной антимонопольной службой было прекращено дело против банка Русский стандарт. Дело было возбуждено в декабре прошлого года в связи с тем, что Русский Стандарт декларировал заниженные ставки по потребительским кредитам. Теперь же банк добровольно устранил нарушения антимонопольного законодательства, в следствии чего дело было прекращено.

## ВТОРНИК - 8 ФЕВРАЛЯ 2005

**В. Путин: налоговые проверки должны быть упорядочены**

На совещании с министрами на предложение А. Жукова изменить налоговое законодательство, исключив двойную трактовку налогового кодекса и ограничив возможности налоговых органов осуществлять повторные налоговые проверки, В. Путин ответил, что процедуры налоговых проверок, испортивших инвестиционный климат в стране, должны быть упрощены, сама проверочная деятельность упорядочена. Ожидается, что вопрос о совершенствовании налогового администрирования будет рассмотрен правительством в марте в рамках заседания совета по конкурентоспособности и предпринимательству.

**Сальдо торгового баланса РФ в 2004 г. составило +\$105.9 млрд.**

По данным таможенной статистики, сальдо торгового баланса РФ в 2004 г. составило +\$105.9 млрд., превысив прошлогодний показатель на \$29.6 млрд. Доля экспорта составила \$181.5 млрд., доля импорта – \$75.6 млрд. Расширению объемов внешней торговли способствовала благоприятная конъюнктура мирового рынка сырья, рост внутреннего спроса на товары народного потребления и производственно-технического назначения.

**О доходах федерального бюджета за январь**

За январь 2005 г. доходы федерального бюджета составили 456.6 млрд. рублей, что больше половины бюджетных назначений на первый квартал 2005 г., расходы – 266.5 млрд. рублей. Таким образом, бюджет был исполнен с профицитом в 206.2 млрд. рублей. Как пояснил представитель Минфина, 138 млрд. рублей доходов федерального бюджета были получены от продажи Юганскнефтегаза. Остальные средства, полученные от этой сделки, были распределены между бюджетами регионов.

**Объем стабилизационного фонда на 01.02.05 составил 647.2 млрд. рублей**

За январь стабилизационный фонд вырос на 124.9 млрд. рублей и на 01.02.05 составил 647.2 млрд.

**Количество абонентов сотовой связи в январе 2005 г. выросло на 3.8 млн.**

По данным AC&M, общее число абонентов сотовой связи в РФ в 2005 г. составило 78.26 млн. Лидером российского рынка сотовой связи остается МТС (доля рынка – 35.7%), за ним следует Вымпелком (доля рынка – 34.8%), далее – Мегафон (18%). МТС является ведущим сотовым оператором в Москве, Вымпелком - в Санкт-Петербурге и регионах.

**Fitch подтвердило рейтинг ММК**

Fitch был подтвержден рейтинг ММК в иностранно валюте на уровне «BB-», прогноз изменения – стабильный. Агентство сообщает, что приняло такое решение после получения от компании дополнительной информации.

## СРЕДА - 9 ФЕВРАЛЯ 2005

**За 2004 г. иностранные инвестиции в РФ сократились на \$0.9 млрд.**

А. Кудрин заявил, что объем иностранных инвестиций в 2004 г. составил \$6.6 млрд. Это на \$0.9 млрд. меньше, чем год назад. Общий объем инвестиций в основной капитал в 2004 г. составил \$90 млрд. Данный уровень, как считает министр, вполне приемлем для поддержания экономического роста, но необходимо создание соответствующих условий для увеличения притока инвестиций в РФ.



**IPO АФК Система**

АФК Система проводит крупнейшее (на \$1.56 млрд.) IPO среди отечественных компаний. Объем размещения составляет 1550 тыс. акций, выпущенных в рамках доп.эмиссии, и 42663 акции, выпущенные ранее. Сего размещалось 1592663 обыкновенные акции. Соотношение GDR к обыкновенным акциям составляет 1:50. Акции были размещены среди институциональных инвесторов Европы, Великобритании, Северной Америки. Завершение сделки и утверждение размещения ожидается 11.02.05.

**Moody's подтвержден рейтинг Роснефти**

Moody's подтвердило рейтинг Роснефти на уровне «Ва3», прогноз – развивающийся. Так же агентством был подтвержден рейтинг необеспеченных нот участия в займе Роснефти на уровне «Ваа3», прогноз – позитивный. По мнению Moody's, на уровень рейтингов компании влияние оказало приобретение Юганскнефтегаза и ожидаемое слияние с Газпромом.

**Северсталь расширяет присутствие на международном рынке**

Вслед за приобретением американской компании Rouge Industries Северсталь подписала соглашение о приобретении 62% акций итальянской компании Lucchini (объединяет 20 предприятий на территории Европы). Соглашение должно быть одобрено антимонопольными органами ЕС, после чего в течение 60 дней сделка будет окончательно завершена. Северсталь рассматривает данное соглашение, как важный шаг своей стратегии расширения присутствия на международном рынке.

**ЧЕТВЕРГ - 10 ФЕВРАЛЯ 2005****Fitch прогнозирует увеличение неравенства российских регионов**

Одним из последствий монетизации льгот Fitch считает усиление социально-экономического неравенства между регионами России. По мнению агентства, реформа приведет к сильному увеличению расходов бюджетов субъектов федерации на социальные нужды. Таким образом, регионы, на территории которых функционируют крупные промышленные энергетические, металлургические и горнодобывающие предприятия смогут справиться с возросшей социальной нагрузкой. Регионы, зависящие от федеральных дотаций, окажутся в тяжелом положении.

**Объем золотовалютных резервов РФ за неделю снизился на \$2.6 млрд.**

По состоянию на 04.02.05. объем золотовалютных резервов РФ составил %125.7 млрд., что на \$2.6 млрд. меньше, чем на 28.01.05 (\$128.3 млрд.).

**Рейтинги дополнительного выпуска Росбанка на \$75 млн.**

Moody's и Fitch присвоили рейтинги доп.эмиссии еврооблигаций Росбанка на \$75 млн. на уровне «Ва3» и «В+» соответственно. Срок обращения бумаг – до 24.09.09. Данные еврооблигации образуют единую серию с бумагами на \$225 млн. Они были выпущены по номиналу компанией Russia International Card Finance S.A. для кредита Росбанку, обеспеченного поступлениями от транзакций по картам Visa и Mastercard банка.

**ФНС собирается проверить Газпром**

По просьбе Счетной палаты РФ ФНС намерена проверить использование Газпромом налоговых льгот в рамках проекта «Голубой поток». Льготное налогообложение газопровода «Голубой поток» до 2015 г. закреплено в договоре, ратифицированном в 1999 г., и пересматриваться не будет. Налоговая служба лишь проверит правильность реализации льготной схемы.

**Вымпелком собирается продать 50%-1 акцию Кар-Тела**

Из сообщения Вымпелкома следует, что компания планирует продать 50%-1 акции Кар-Тела за \$175 млн. Предположительно, сделка будет совершена посредством продажи соответствующей доли компании Limpotex – владельца Кар-Тела. Вымпелком будет иметь право обратного выкупа 25% -1 акция в случае неразрешимого конфликта при проведении собрания акционеров.

**Вымпелком выплатил долги по налогам за 2001 г.**

Вымпелком удовлетворил предъявленные компании налоговые претензии за 2001 г., выплатив 489.9 млн. рублей, 284.9 млн. из которых – это дополнительные налоги, а 205 млн. – пени и штрафы. Однако компания возражает против выплаты налоговых претензий за 2002 г.

**ПЯТНИЦА - 11 ФЕВРАЛЯ 2005****Внешний долг РФ на начало 2005 г. равен \$115 млрд.**

На встрече с президентом РФ А. Кудрин заявил, что внешний долг РФ на начало года составил \$115 млрд., средний уровень по обслуживанию ставки составляет от 7% до 13%. На обслуживание долга ежегодно уходит порядка \$7 млрд. В. Путин при этом отметил, что разделаться с этим долгом нужно как можно быстрее.

**S&P подтвердило рейтинг Северстали**

В связи с планами компании приобрести 62% акций Lucchini, S&P подтвердило рейтинг Северстали на уровне «В+». Прогноз – стабильный.

## ПРИЛОЖЕНИЕ: КАЛЕНДЕРЬ ЭКОНОМИЧЕСКИХ ПУБЛИКАЦИЙ В США

Дата	Публикация	Период	Значение	Пред.	Прогноз
04-Feb-05	Unemployment Rate	JAN	5.20%	5.40%	5.40%
04-Feb-05	Average Hourly Earnings (MoM)	JAN	0.20%	0.10%	0.20%
04-Feb-05	Average Hourly Earnings (YoY)	JAN	2.60%	2.70%	-
04-Feb-05	Change in Nonfarm Payrolls	JAN	146K	157K	200K
04-Feb-05	Change in Manufact Payrolls	JAN	-25K	3K	5k
04-Feb-05	Average Weekly Hours	JAN	33.70	33.80	33.80
04-Feb-05	U.of Michigan Confidence	JAN F	95.50	95.80	96.00
07-Feb-05	Consumer Credit	DEC	\$3,1B	-\$8,7B	\$8,0B
09-Feb-05	ABC Consumer Confidence	FEB 7	(10.00)	(11.00)	-
09-Feb-05	MBA Mortgage Applications	FEB 5	4.20%	7.30%	-
09-Feb-05	Wholesale Inventories	DEC	0.40%	1.10%	0.90%
10-Feb-05	Trade Balance	DEC	-\$56,4B	-\$60,3B	-\$57,0B
10-Feb-05	Initial Jobless Claims	FEB 6	303K	316K	325K
10-Feb-05	Continuing Claims	JAN 30	2737K	2696K	2700K
10-Feb-05	Monthly Budget Statement	JAN	\$8,7B	-\$1,4B	\$10,0B
15-Feb-05	Empire Manufacturing	FEB	-	20.08	20.00
<b>15-Feb-05</b>	<b>Advance Retail Sales</b>	<b>JAN</b>	-	<b>1.20%</b>	<b>-0.40%</b>
15-Feb-05	Retail Sales Less Autos	JAN	-	0.30%	0.40%
<b>15-Feb-05</b>	<b>Business Inventories</b>	<b>DEC</b>	-	<b>1.00%</b>	<b>0.30%</b>
15-Feb-05	Net Foreign Security Purchases	DEC	-	\$81,0B	-
<b>15-Feb-05</b>	<b>NAHB Housing Market Index</b>	<b>FEB</b>	-	<b>70.00</b>	<b>70.00</b>
16-Feb-05	ABC Consumer Confidence	FEB 14	-	(10.00)	-
16-Feb-05	MBA Mortgage Applications	FEB 12	-	4.20%	-
16-Feb-05	Housing Starts	JAN	-	2004K	1930K
16-Feb-05	Building Permits	JAN	-	2021K	1995K
16-Feb-05	Industrial Production	JAN	-	0.80%	0.30%
<b>16-Feb-05</b>	<b>Capacity Utilization</b>	<b>JAN</b>	-	<b>79.20%</b>	<b>79.30%</b>
16-Feb-05	Greenpan Report in Economy&Fed Policy	0	-	-	-
17-Feb-05	Import Price Index (MoM)	JAN	-	(0.01)	0.01
17-Feb-05	Import Price Index (YoY)	JAN	-	6.90%	-
17-Feb-05	Initial Jobless Claims	FEB 13	-	303K	325K
17-Feb-05	Continuing Claims	FEB 6	-	2737K	-
17-Feb-05	Leading Indicators	JAN	-	0.20%	-0.20%
17-Feb-05	Philadelphia Fed.	FEB	-	13.20	17.00
18-Feb-05	Producer Price Index (MoM)	JAN	-	-0.70%	0.20%
18-Feb-05	PPI Ex Food&Energy (MoM)	JAN	-	0.10%	0.20%
18-Feb-05	Producer Price Index (YoY)	JAN	-	4.10%	-
18-Feb-05	PPI Ex Food&Energy (YoY)	JAN	-	2.20%	-
18-Feb-05	U. of Michigan Confidence	FEB P	-	95.50	95.30

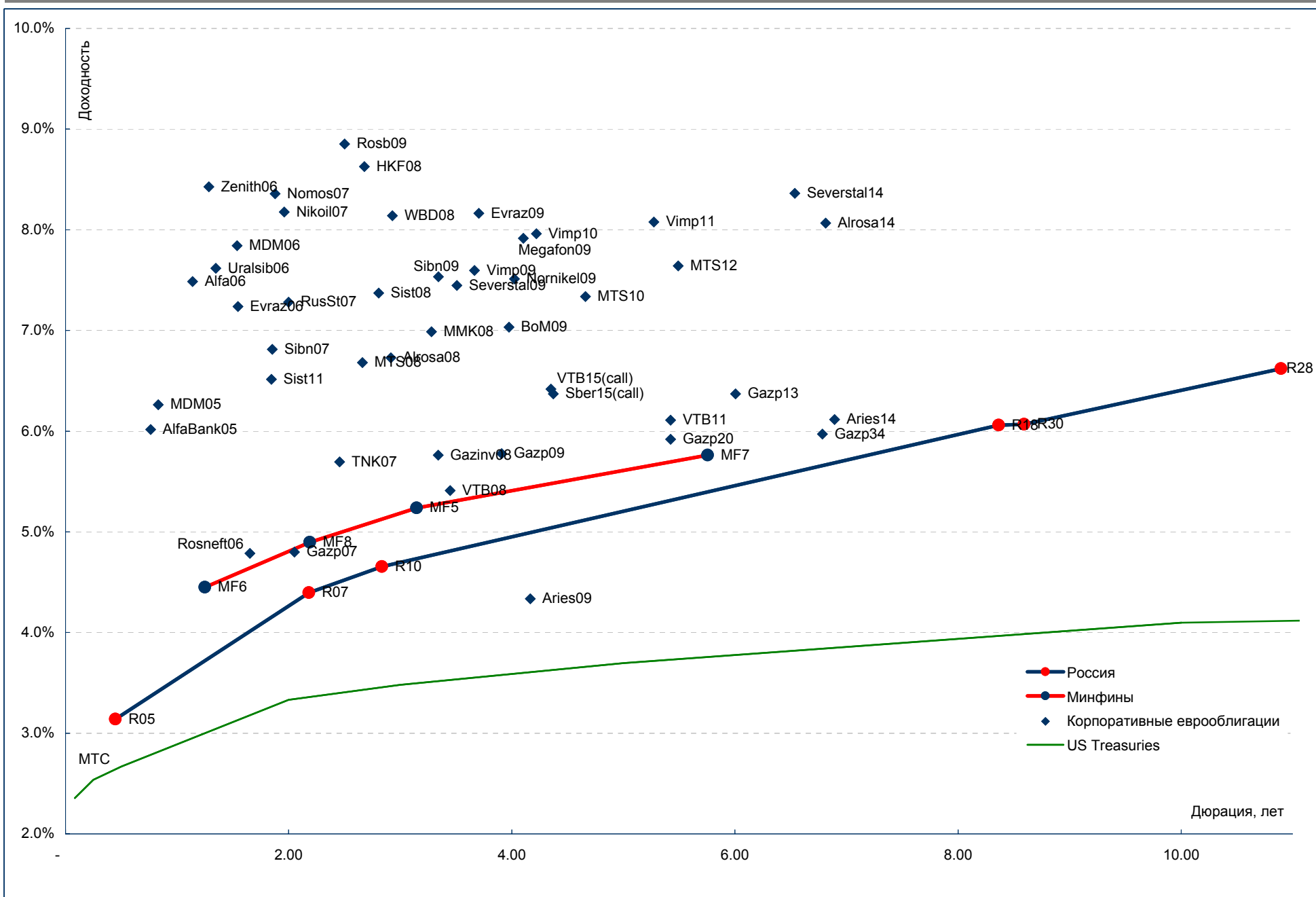
Евгений Кочемазов  
+7 095 775 70 22  
kochemazov@vtb.ru

Выпуск	Рейтинги S/M/F	Объем	Погашение	Дюрация	Цена	УТМ	Спрэд к РФ	Mkt. Rtg. *
<b>Суверенный риск</b>								
Россия 05	BBB-/Baa3/BBB-	2,969	24-Jul-05	0.45	102.50	3.14%		-
Россия 07	BBB-/Baa3/BBB-	2,400	26-Jun-07	2.18	112.50	4.40%		-
Россия 10	BBB-/Baa3/BBB-	2,820	31-Mar-10	2.84	110.25	4.66%		-
Россия 18	BBB-/Baa3/BBB-	3,466	24-Jul-18	8.36	145.00	6.06%		-
Россия 30	BBB-/Baa3/BBB-	20,265	31-Mar-30	8.59	106.88	6.07%		-
Россия 28	BBB-/Baa3/BBB-	2,500	24-Jun-28	10.90	172.38	6.62%		-
Минфин 6	BB+/Baa3/BBB-	1,750	14-May-06	1.25	98.25	4.45%	68	-
Минфин 8	BB+/Baa3/BBB-	1,322	14-Nov-07	2.19	96.00	4.90%	53	-
Минфин 5	BB+/Baa3/BBB-	2,837	14-May-08	3.15	93.44	5.24%	41	-
Минфин 7	BB+/Baa3/BBB-	1,750	14-May-11	5.76	85.81	5.76%	16	-
Aries 14	BBB-/Baa3/BBB-	2,436	25-Oct-14	6.89	125.21	6.12%	31	Mkt. perform
Aries 09 (EUR)	BBB-/Baa3/BBB-	1,000	25-Oct-09	4.17	114.23	4.33%	-87	-
<b>Нефтегазовая отрасль</b>								
Газпром 07	BB-/Baa3/BB	500	25-Apr-07	2.05	108.95	4.80%	52	Underperform
Газпром 09	BB-/Baa3/BB	700	21-Oct-09	3.91	119.16	5.78%	66	Underperform
Газпром 13	BB-/Baa3/BB	1,750	01-Mar-13	6.01	120.25	6.37%	72	Underperform
Газпром 20	BB-/Baa3/BB	1,250	01-Feb-20	5.42	106.87	5.92%	39	Underperform
Газпром 34	BB-/Baa3/BB	1,200	28-Apr-34	6.78	118.58	5.97%	18	Underperform
Роснефть 06	B/Baa3/	150	20-Nov-06	1.65	113.38	4.79%	74	Underperform
Сибнефть 07	B+/Ba2/	400	13-Feb-07	1.85	108.65	6.81%	265	Outperform
Сибнефть 09	B+/Ba2/	500	15-Jan-09	3.34	110.75	7.53%	263	Outperform
ТНК 07	BB-/Ba3/BB	700	06-Nov-07	2.46	113.25	5.69%	119	Underperform
<b>Телекоммуникации</b>								
Вымпелком 09	BB-/B1/	250	16-Jun-09	3.66	108.74	7.60%	256	Mkt. perform
Вымпелком 10	BB-/B1/	300	11-Feb-10	4.22	100.16	7.96%	274	Mkt. perform
Вымпелком 11	BB-/B1/	300	22-Oct-11	5.27	101.50	8.08%	258	Mkt. perform
Мегафон 09	B+//BB-	375	10-Dec-09	4.10	100.32	7.91%	273	Mkt. perform
МТС 08	BB-/Ba3/	400	30-Jan-08	2.66	108.14	6.68%	207	Mkt. perform
МТС 10	BB-/Ba3/	400	14-Oct-10	4.66	104.73	7.34%	199	Mkt. perform
МТС 12	BB-/Ba3/B+	400	28-Jan-12	5.49	101.86	7.64%	209	Mkt. perform
Система 08	B/B3/B	350	14-Apr-08	2.81	108.00	7.37%	269	Underperform
Система 11	B/B3/B	350	28-Jan-11	1.85	104.28	6.52%	235	Underperform
<b>Металлургия</b>								
Евразхолдинг 06	/B3/B	175	25-Sep-06	1.55	102.45	7.24%	327	Underperform
Евразхолдинг 09	/B3/B	150	03-Aug-09	3.70	110.00	8.16%	312	Underperform
ММК 08	BB-/Ba3/BB-	300	21-Oct-08	3.28	103.23	6.99%	211	Mkt. perform
Норникель 09	BB/Ba1/	500	30-Sep-09	4.02	98.50	7.51%	235	Outperform
Северсталь 09	B+/B2/B+	325	24-Feb-09	3.51	104.04	7.45%	247	Underperform
Северсталь 14	B+/B2/B+	375	19-Apr-14	6.54	104.50	8.36%	262	Underperform
<b>Банки и финансы</b>								
Альфа Банк 05	B/Ba2/B+	175	19-Nov-05	0.76	103.50	6.02%	261	Outperform
Альфа Банк 06	B/Ba2/B+	190	13-Apr-06	1.14	100.55	7.49%	379	Outperform
Банк Москвы 09	/Ba1/BB	250	28-Sep-09	3.97	103.75	7.03%	189	Outperform
ВТБ 08	BB+/Ba1/BBB-	550	11-Dec-08	3.45	105.00	5.41%	46	Mkt. perform
ВТБ 11	BB+/Ba1/BBB-	450	12-Oct-11	5.42	107.52	6.11%	58	Mkt. perform
ВТБ 15	BB+/Ba1/BBB-	750	04-Feb-15	4.35	99.57	6.42%	116	Outperform
Газинвест 08	B+/Baa3/	1,000	30-Oct-08	3.34	104.91	5.76%	85	Underperform
Зенит 06	//B-	125	12-Jun-06	1.29	101.00	8.43%	463	Outperform
МДМ 05	B/Ba2/B+	200	16-Dec-05	0.83	103.63	6.26%	280	Mkt. perform
МДМ Банк 06	B/Ba2/B+	200	23-Sep-06	1.54	102.27	7.84%	388	Outperform
Никойл 07	/B1/B-	150	19-Mar-07	1.96	101.55	8.18%	395	Outperform

\* см. на последней странице



Выпуск	Рейтинги S/M/F	Объем	Погашение	Дюрация	Цена	YTM	Спрэд	Реком-я
<b>Банки и финансы (продолжение)</b>								
Номос 07	/B1/B	100	13-Feb-07	1.88	101.39	8.36%	418	Outperform
Росбанк 09	/Ba3/B+	300	24-Sep-09	2.50	102.21	8.85%	433	Outperform
Русский Стандарт 07	B/Ba3/	150	02-Apr-07	2.00	102.85	7.28%	303	Mkt. perform
Сбербанк 15	/Ba1/BBB-	1,000	11-Feb-15	4.37	99.41	6.37%	111	Outperform
Уралсиб 06	B-/B	125	06-Jun-06	1.35	101.63	7.62%	378	Mkt. perform
ХКФ Банк 08	B-/Ba3/	150	04-Feb-08	2.68	101.28	8.63%	401	Outperform
<b>Прочие отрасли</b>								
Алроса 08	B/B1/	500	06-May-08	2.92	104.00	6.73%	200	Underperform
Алроса 14	B/B1/	500	17-Nov-14	6.81	105.47	8.07%	227	Underperform
ВБД 08	B+/B3/BB-	150	21-May-08	2.93	101.00	8.14%	341	Mkt. perform



#### **СИСТЕМА РЕКОМЕНДАЦИЙ ПО КОРПОРАТИВНЫМ ЕВРООБЛИГАЦИЯМ**

---

Mkt. Rtg. – Market rating – Рыночный рейтинг – аналитический показатель, характеризующий текущую недо- или переоцененность определенного выпуска корпоративных еврооблигаций.

Рыночный рейтинг присваивается выпуску на основе регрессионного анализа, в котором независимой переменной выступает кредитный профиль эмитента, представленный композитным показателем, составленным из рейтингов эмитента и выпуска по шкалам трех ведущих рейтинговых агентств – Standard & Poor's, Moody's и Fitch, дополненный показателем ликвидности выпуска. Базовым уровнем, обеспечивающим ликвидность, считается уровень в \$250 млн. Зависимой переменной выступает спрэд еврооблигаций к кривой доходности суверенных еврооблигаций РФ.

При расчете рейтинга учитываются долгосрочный кредитный рейтинг эмитента в иностранной валюте, прогноз изменения рейтинга, а также рейтинг выпуска еврооблигаций.

В итоговом показателе на долю рейтингов S&P и Moody's приходится по 40% веса, а на рейтинга Fitch – 20%.

Ниже приводится рейтинговая шкала и интерпретация рейтингов:

Market perform – бумага оценена на / или вблизи справедливого уровня. Дальнейшие движения доходности зависят от конъюнктуры рынка базового актива.

Outperform – бумага недооценена рынком, а ее спрэд к суверенной кривой доходности превышен минимум на 30 б.п. Дальнейшее движение будет зависеть от конъюнктуры рынка базового актива. Спрэд выпуска будет иметь тенденцию к сужению.

Underperform – бумага переоценена рынком, а ее спрэд к суверенной кривой доходности занижен минимум на 30 б.п. Дальнейшее движение будет зависеть от конъюнктуры рынка базового актива. Спрэд выпуска будет иметь тенденцию к расширению.

Присваиваемые рыночные рейтинги являются лишь одним из инструментов анализа корпоративных еврооблигаций. При принятии торговых решений инвесторы не должны ориентироваться исключительно на приведенные в этом обзоре рейтинги. Внешторгбанк не несет ответственности за использование рейтингов и сделанных на их основе рекомендаций.

**КОНТАКТНАЯ ИНФОРМАЦИЯ**

<b>Управление по работе на рынках капитала</b>	<b>Игорь Пьянков</b>	<i>piankov@vtb.ru</i> <i>(095) 775-71-07</i>
	<b>Сергей Лаптев</b>	<i>laptev@msk.vtb.ru</i> <i>(095) 775-71-96</i>
<b>Отдел продаж</b>	<b>Кирилл Зарезов</b>	<i>zarezov@vtb.ru</i> <i>(095) 775-70-21</i>
<b>Аналитический отдел</b>	<b>Евгений Кочемазов</b>	<i>kochemazov@vtb.ru</i> <i>(095) 775-70-22</i>
<b>Отдел организации выпусков ценных бумаг</b>	<b>Алексей Коночкин</b>	<i>konochkin@vtb.ru</i> <i>(095) 775-71-15</i>
<b>Отдел структурных сделок</b>	<b>Алексей Красников</b>	<i>krasnikov@vtb.ru</i> <i>(095) 775-71-14</i>
<b>Отдел операций с рублевыми инструментами с фиксированной доходностью</b>	<b>Владимир Борунов</b>	<i>borunov@vtb.ru</i> <i>(095) 775-71-93</i>
<b>Отдел операций с валютными инструментами с фиксированной доходностью</b>	<b>Сергей Лаптев</b>	<i>laptev@msk.vtb.ru</i> <i>(095) 775-71-96</i>

**ВАЖНАЯ ИНФОРМАЦИЯ**

Настоящий документ имеет исключительно информационное значение и не может рассматриваться как предложение или побуждение к покупке или продаже ценных бумаг, а также связанные с ними финансовые инструменты. Описания любой компании или компаний, или их ценных бумаг, или рынков, или направлений развития, упомянутых в данном документе, не предполагают полноты их описания. Утверждения относительно прошлых результатов не обязательно свидетельствуют о будущих результатах.

Несмотря на то, что информация, изложенная в настоящем документе, была собрана из источников, которые Внешторгбанк считает надежными, Внешторгбанк не дает гарантий относительно их точности или полноты. При принятии инвестиционного решения инвесторам следует провести собственный анализ всех рисков, связанных с инвестированием в ценные бумаги. Внешторгбанк, его руководство, представители и сотрудники не несут ответственности за любой прямой или косвенный ущерб, наступивший в результате использования информации, изложенной в настоящем документе.

Внешторгбанк и связанные с ним стороны, должностные лица и/или сотрудники Банка и/или связанные с ними стороны могут владеть долями капитала компаний или выполнять услуги для одной или большего числа компаний, упомянутых в настоящем документе, и/или намереваются приобрести такие доли капитала и/или выполнять либо намереваются выполнять такие услуги в будущем (с учетом внутренних процедур Внешторгбанка по избежанию конфликтов интересов). Внешторгбанк и связанные с ним стороны могут действовать или уже действовали как дилеры с ценными бумагами или другими финансовыми инструментами, указанными в настоящем документе, или ценными бумагами, лежащими в основе таких финансовых инструментов или связанными с вышеуказанными ценными бумагами. Кроме того, Внешторгбанк может иметь или уже имел взаимоотношения, или может предоставлять или уже предоставлял финансовые услуги упомянутым компаниям (включая инвестиционные банковские услуги, фондовый рынок и прочее). Внешторгбанк может использовать информацию и выводы, представленные в настоящем документе, до его публикации.

Все выраженные оценки и мнения, представленные в настоящем документе, отражают исключительно личное мнение каждого аналитика, частично или полностью отвечающего за содержание данного документа.

© Внешторгбанк, 2005. Все права защищены. Настоящий документ является исключительной собственностью Внешторгбанка. Без письменного разрешения Внешторгбанка запрещается цитирование и использование в любом виде всей или части информации, представленной в настоящем документе.

По вопросам проведения операций с ценными бумагами обращайтесь в отдел продаж: (095) 775-70-21