

Георгий Васильев  
+7 095 775 70 28  
gvasiliev@vtb.ru

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

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

## ЕЖЕНЕДЕЛЬНЫЙ ОБЗОР РЫНКА РУБЛЕВЫХ ОБЛИГАЦИЙ

### В ЭТОМ ВЫПУСКЕ:

#### **Рынок рублевых облигаций на прошедшей неделе ..... стр. 2**

Рынок внутреннего долга, после снижения в первой половине недели, в четверг-пятницу консолидировался на невысоких оборотах. По итогам недели индекс корпоративных облигаций ММВБ снизился на 0.17% до уровня 103.28 пункта. Общий объем торгов рублевыми облигациями (с учетом прошедших аукционов) по итогам прошедшей недели составил 50.90 млрд. рублей...

#### **Прогноз по рынку на текущую неделю ..... стр. 3**

Безусловно, и на этой неделе основное внимание участников рынка будет обращено на рынок первичных размещений, где инвесторам будут предложены бумаги на общую сумму более 21 млрд. рублей...

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

По итогам прошедшей недели средняя доходность бумаг с рейтингом «покупать» составила +0.46%, с рейтингом «держат» составила +0.13%, а доходность бумаг с рейтингом «продавать» составила 0.14%...

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

Итоги ВТБ за 2004 года  
Очередной рекорд золотовалютных резервов  
Правительство об экономическом росте  
и другие новости ...

#### **Приложение: Календарь событий ..... стр. 6**

#### **Приложение: Таблица рекомендаций по рублевым корпоративным облигациям ..... стр. 7**

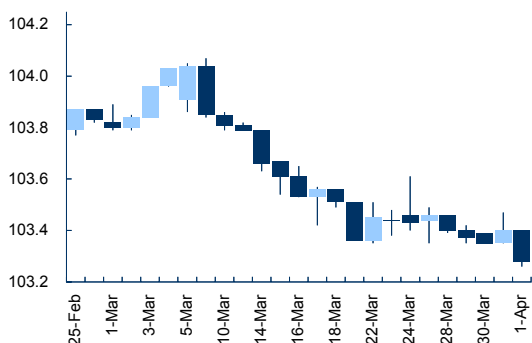
#### **Приложение: Статистика и карты рынка рублевых облигаций..... стр. 9**

## ИНДИКАТИВНЫЕ ИНСТРУМЕНТЫ

MICEX PI	103.28	-0.17%
MICEX TRI	128.61	0.09%
Рубль / доллар	27.80	0.40%
Рубль / евро	35.96	0.23%
Евро / доллар	1.29	-0.38%
Остатки на К/С	326.80	1.59%
Остатки на Д/С	149.80	-39.11%
Ставка овернайт	2.50	1.35%
Россия 30	102.00	0.49%
Россия 30 vs. US10YT	221.20	
Индекс РТС	680.38	-0.90%
Нефть Urals, \$ за барр.	48.82	3.76%

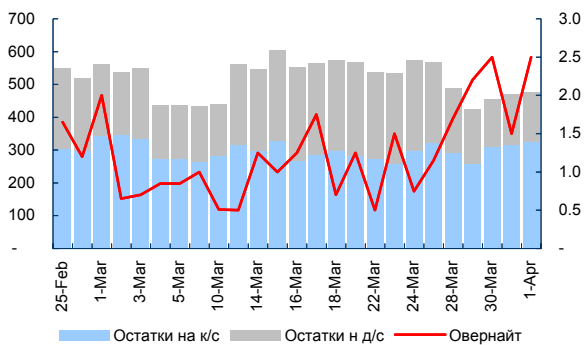
Источник: Reuters, Внешторгбанк

## ИНДЕКС КОРП. ОБЛИГАЦИЙ ММВБ



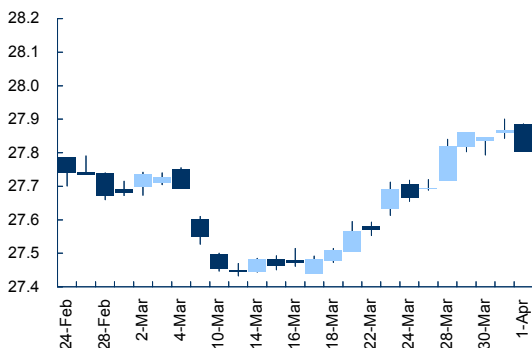
Источник: Reuters, ММВБ

## ИНДИКАТОРЫ ЛИКВИДНОСТИ



Источник: Reuters,

## РЫНОК РУБЛЬ-ДОЛЛАР



Источник: Reuters

## РЫНОК РУБЛЕВЫХ ОБЛИГАЦИЙ НА ПРОШЛОЙ НЕДЕЛЕ

Рынок внутреннего долга, после снижения в первой половине недели, в четверг-пятницу консолидировался на невысоких оборотах.

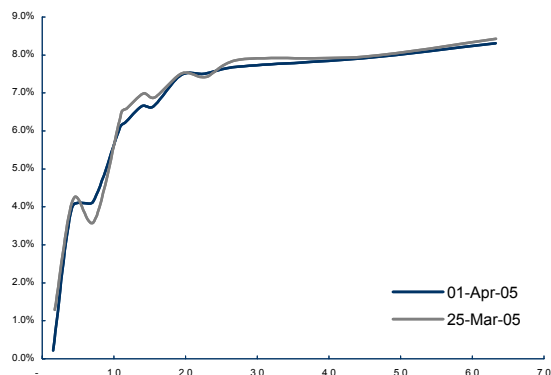
По итогам недели индекс корпоративных облигаций ММВБ снизился на 0.17% до уровня 103.28 пункта. Общий объем торгов рублевыми облигациями (с учетом прошедших аукционов) по итогам прошедшей недели составил 50.90 млрд. рублей.

Активность первичного рынка на прошедшей неделе оставалась высокой. В понедельник на ФБ ММВБ состоялось размещение второго облигационного займа ПИТ Инвестментс на сумму 1.5 млрд. рублей. Ставка купона на первые 1.5 года обращения была установлена на конкурсе в размере 14.25% годовых. Во вторник инвесторам были предложены три выпуска облигаций на общую сумму 5.25 млрд. рублей. На аукционе по размещению облигаций Салаватстекло на сумму 750 млн. рублей ставка первого купона была установлена в размере 11.60% годовых, что соответствует доходности 11.94% годовых к 18-ти месячной оферте. Ставка купонного дохода на первый год обращения второго выпуска облигаций Трубная металлургическая компания (ТМК) объемом 3 млрд. рублей утверждена в размере 11.09% годовых. На аукционе по размещению дебютного облигационного займа ЗАО ИНКОМ-Финанс ставка купона на первый год обращения была установлена в размере 15.00% годовых. Все облигационные займы были размещены в полном объеме в первый день размещения.

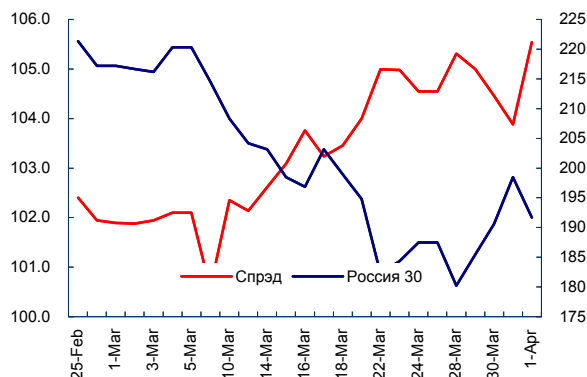
На рынке государственных облигаций на прошедшей неделе преобладало снижение цен на фоне возросшей активности торгов. Состоялся аукцион по размещению второго выпуска ОБР на сумму 10 млрд. рублей. Объем размещения на аукционе составил 6.60 млрд. рублей, средневзвешенная доходность к выкупу составила 4.07% годовых. По итогам пятницы ставки по коротким бумагам (с дюрацией до одного года) сложились в пределах 3.08-4.89% годовых, доходности среднесрочных выпусков составили 6.19-6.69% годовых, а доходности дальних бумаг сложились в пределах 7.36-9.75% годовых. На вторичных торгах наиболее ликвидными были выпуски ОФЗ 46003 и ОФЗ 46002. Доходность ОФЗ 46003 за неделю выросла на 3 б.п. до уровня 7.57% годовых, ставка по ОФЗ 46002 снизилась на 4 б.п., закрывшись по итогам пятницы на уровне 7.73% годовых.

Корпоративные облигации по итогам прошедшей недели показали преимущественно отрицательную динамику. В первой половине недели цены плавно снижались, а под конец недели рынок консолидировался на достигнутых уровнях на фоне невысокой активности. Вообще, активность вторичного рынка в течение всей недели оставалась невысокой, а внимание участников в большей степени было обращено на первичных рынок и подготовку к новым размещениям. Котировки бумаг первого эшелона снизились в среднем на 0.16%. Лидером снижения стали бумаги Газпрома второй серии, котировки которых снизились на 0.66% до уровня 105.30 пунктов. Газпром пятой и третьей серий в свою очередь скорректировались вверх на 0.07% и 0.05% соответственно. С небольшим ростом котировок по итогам недели закрылись бумаги ФСК ЕЭС 1 (+0.10%, 101.50%). В течение недели активно торговались бумаги Центртелеком 4 (+0.05%, 106.65%), Сибирьтелеком 3 (-0.05%, 107.40%), НКНХ 3 (-0.25%, 100.75%), ГТ-ТЭЦ 2 (+0.45%, 100.40%), Салют-Энергия 1 (+0.48%, 102.25%).

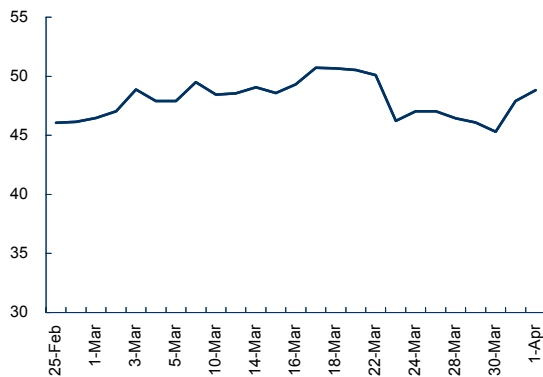
Котировки муниципальных облигаций по итогам недели показали смешанное закрытие. Совокупный объем торгов московскими облигациями составил порядка 3.98 млрд. рублей. Лидером активности стал выпуск Москвы 24, котировки которого снизились на 0.11% до уровня 104.61 пункта. Лидером снижения стал выпуск Москвы 28, который в течение недели подешевел более чем на полфигуры, закрывшись по итогам пятничной сессии на уровне 107.86% от номинала. В свою очередь лидером роста стал выпуск Москвы 39, подорожавшей на 0.68% до уровня 103.75%. Неплохую динамику показал также выпуск Москвы 29, прибавивший почти полфигуры (106.80%). В течение недели активные сделки проходили по третьему и четвертому выпускам Московской области. Московская область 3 закрылась со снижением на 0.14% (105.80%), Московская область 4 скорректировалась вверх на 0.09% (107.60%, дох. 9.04%).

**КРИВАЯ ДОХОДНОСТИ ОБЛИГАЦИЙ МОСКВЫ**

Источник: Внешторгбанк

**РОССИЯ 30 И СПРЭД К US10YT**

Источник: Reuters, Внешторгбанк

**НЕФТЬ URALS, \$ ЗА БАРРЕЛЬ**

Источник: Reuters

**ПРОГНОЗ РЫНКА НА ТЕКУЩУЮ НЕДЕЛЮ**

Безусловно, и на этой неделе основное внимание участников рынка будет обращено на рынок первичных размещений, где инвесторам будут предложены бумаги на общую сумму более 21 млрд. рублей. Уже сегодня состоится первое размещение четвертого займа Нижнекамскнефтехим на сумму 1.5 млрд. рублей. Срок обращения выпуска составляет 7 лет. По выпуску предусмотрена оферта через 4 года с момента размещения. Выпуск достаточно длинный, и в текущей ситуации инвесторы вправе рассчитывать на дополнительную премию. Завтра инвесторам будет предложен первый выпуск СТИН-финанс на сумму 300 млн. рублей. Также завтра состоится размещение пятого облигационного займа Московской области на сумму 12 млрд. рублей. Размещение облигаций будет проводиться на ММВБ по открытой подписке путем проведения аукциона по цене. Средства, привлеченные посредством размещения облигационного займа планируется направить на покрытие дефицита областного бюджета в 2005 году. Мы оцениваем справедливую доходность пятого выпуска Московской области на уровне 9.04% годовых. Данный уровень доходности соответствует цене в 103.06% от номинала. Несомненно, не меньший интерес вызовет размещение в среду нового выпуска Москвы 36 на сумму 3.9 млрд. рублей и доразмещение выпуска Москвы 42 объемом 2 млрд. рублей. Помимо Москвы, в среду пройдет размещение первого займа Хайленд Голд Финанс на сумму 750 млн. рублей. И, наконец, в четверг состоятся размещения дебютных займов Сибкакадембанк на сумму 470 млн. рублей и Мидленд Кэпитал Менеджмент на сумму 530 млн. рублей.

На вторичных торгах на текущей неделе риск роста процентных ставок сохраняется, а наиболее вероятным сценарием видится боковое движение цен. Влияние размещений на вторичный рынок сомнительно, основные продажи в рамках подготовки к размещениям уже сделаны.

#### **РЕКОМЕНДАЦИИ ПО КОРПОРАТИВНЫМ ОБЛИГАЦИЯМ**

По итогам прошедшей недели средняя доходность бумаг с рейтингом «покупать» составила +0.46%, с рейтингом «держать» составила +0.13%, а доходность бумаг с рейтингом «продавать» составила 0.14%.

Сегодня мы провели еженедельный пересмотр рекомендаций по корпоративным облигациям, в результате которого число рекомендаций на покупку снизилось с 11 до 10, число рекомендаций на продажу снизилось с 17 до 15, а число рекомендаций «держать» увеличилось соответственно с 42 до 47.

Мы понизили рекомендацию по бумагам Альянс Русский Текстиль 1 с «buy» до «hold» вследствие роста котировок по бумаге более чем на полфигуры и соответствующего сужения спреда на 41 б.п. до уровня 749 б.п. Мы понизили рекомендацию по бумагам Якутскэнерго 1 с «strong buy» до «buy». На прошедшей неделе бумаги показали неплохой рост, а спред сузился на 40 б.п. до уровня 507 б.п. Потенциал сужения спреда по бумаге остается и составляет порядка 60 б.п.

На этой неделе мы повысили рекомендацию по бумагам СМАРТС 2 с «sell» до «hold». Также мы повысили рекомендацию по бумагам Салаватнефтеоргсинтез 2 с «sell» до «hold». И, наконец, аналогичное повышение получили бумаги ЛМЗ Свободный Сокол 2.

В настоящее время мы не рекомендуем входить в такие бумаги, как Балтимор-Нева 1, Росинтер-Ресторантс 1, Роспечать 1, СМАРТС 1, СМАРТС 3, ТВЗ 1, Тулачермет 2.

В то же время к покупке мы рекомендуем бумаги Вымпелком Финанс 1, Мегафон 1, Ленэнерго 1, Татнефть 3, Стальная Группа мечел 1.

## ПРИЛОЖЕНИЕ: НОВОСТИ И СОБЫТИЯ ПРОШЕДШЕЙ НЕДЕЛИ

**Всемирный банк сохранит преемственность в отношениях с Россией**

Глава московского представительства ВБ Кристилина Георгиева заявила, что в связи с приходом на пост президента банка Пола Вулфовица не ожидается перемен во взаимоотношениях с Россией. Г-жа Георгиева сказала, что, опираясь на ряд сделанных г-ном Вулфовицем заявлений, ожидает преемственности, и что решающую роль в данном вопросе играет политика совета директоров Всемирного банка.

**О досрочном погашении российского внешнего долга**

Немецкая газета Welt am Sonntag опубликовала внутренний документ Министерства финансов Германии, в котором говорится о том, что в счет погашения просроченного долга РФ целесообразно требовать 105-110% от номинала (Владимир Путин предлагал 99.5%). Также в сообщении говорится, что в этом году Германия получит от РФ 5.5 млрд. евро в счет досрочного погашения российского долга. Таким образом, Германия рассчитывает на премию размером 500 млн. евро. Представители Минфина Германии от комментариев отказались, отметив, что переговоры велись с Парижским Клубом кредиторов.

**Минфин РФ в апреле планирует выплатить 12.6 млрд. рублей по внутреннему госдолгу**

В апреле Минфин РФ планирует выплатить 12.6 млрд. рублей по внутреннему госдолгу. В том числе, 10.8 млрд. – это непосредственно расходы на погашение долга, а 1.8 млрд. – проценты по нему.

**На проект RRJ российскими банками выделено \$100 млн.**

Консорциум российских госбанков и Сухой заключили соглашение о финансировании проекта RRJ на \$100 млн. Общие совместные с Boeing затраты на этот проект составляют \$700 млн. В течение года консорциум может увеличить объем финансирования до \$200.

**Сибнефть выиграла аукцион на право разработки «Салымского-2» и «Салымского-3»**

НК Сибнефть выиграла открытый аукцион на право разработки месторождений «Салымский-2» и «Салымский-3», расположенные на территории ХМАО, сроком на 5 лет. Это обошлось компании в 543 млн. рублей. Извлекаемые ресурсы «Салымского-2» составляют 25.94 млн. тонн, «Салымского-3» - 23.42 млн. тонн.

**Росимущество: коэффициент обмена акциями в сделке Газпром-Роснефть не изменился**

Глава Росимущества Валерий Назаров заявил, что коэффициент обмена акциями в сделки слияния Газпрома и Роснефти не изменится, не смотря на то, что был согласован до приобретения Роснефтью Юганскнефтегаза. Как и предполагалось, государство получит 10.7% акций Газпрома, в то время как газовому монополисту достанется 100% акций Роснефти.

**Правительство об экономическом росте РФ**

Во время посещения коллегии Минэкономразвития Михаил Фрадков заявил, что развитие российской экономики беспокоит правительство РФ, и существующая динамика не может удовлетворять Кабинет министров. Премьер-министр подчеркнул, что задача удвоения ВВП за 10 лет не теряет своей актуальности. Так же г-н Фрадков высказал пожелание, чтобы МЭРТ выполняло роль правительственного штаба. В свою очередь, Герман Греф заявил, что Правительство РФ готово увеличить госрасходы на развитие инфраструктуры и ослабить бюджетную дисциплину с целью ускорить экономический рост. Алексей Кудрин не согласился с этим предложением, дабы не разрушать достигнутую макроэкономическую стабильность, и предложил расставить приоритеты, сделав выбор между инвестициями в инфраструктуру, снижением налогов, господдержкой отраслей или расходами на безопасность и оборону.

**О досрочном погашении долга Парижскому клубу**

Игорь Шувалов заявил, что с экономической точки зрения России выгодно погасить долг Парижскому клубу и без дисконта. Но в то же время, г-н Шувалов ранее называл это политически вредным для страны шагом. В самом Парижском клубе считают, что Россия может погасить долг по номиналу, и не считают реалистичным получение дисконта.

**Завершен первый этап договоренностей ВТБ И ПСБ**

ВТБ завершил приобретение блока Промстройбанка в размере 25%+1 акция. Таким образом, первый этап договоренностей между акционерами ВТБ И ПСБ завершен.

**Некоторые итоги Северстали (РСБУ) в 2004 г.**

В 2004 г. чистая прибыль (РСБУ) Северстали выросла в 2.1 раза и составила 39.616 млрд. рублей. Компания выпустила 9.3 млн. тонн товарного проката, увеличив его долю на 5.5% по сравнению с предыдущим годом. Выплавка стали выросла на 5.6% до 9.888 млн. тонн.

**ЛУКОЙЛ и Газпром подписали соглашение о стратегическом партнерстве сроком на 10 лет**

В рамках данного соглашения компании намерены совместно осуществлять проекты, связанные с разведкой и разработкой нефти и газа в РФ и за рубежом, развивать инфраструктуру, газотранспортную систему и морской транспорт. Совместная работа намечена в Ненецком и Ямало-Ненецком автономных округах, Восточной Сибири, шельфе Каспийского моря. Совместные зарубежные проекты возможны в Узбекистане и Казахстане.

## СРЕДА - 30 МАРТА 2005

## ПРИЛОЖЕНИЕ: НОВОСТИ И СОБЫТИЯ ПРОШЕДШЕЙ НЕДЕЛИ

## Новости ВТБ

По итогам 2004 г. чистая прибыль ВТБ (РСБУ) выросла с 8.9 млрд. до 9.6 млрд. рублей. Активы на 01.01.05 составили 404.4 млрд. рублей (на 01.01.04 – 261.5 млрд.), балансовая прибыль выросла до 12.6 млрд. рублей (на 01.01.04 – 11.8 млрд.), собственные средства увеличились до 68.2 млрд. рублей (на 01.01.04 – 62.2 млрд.), кредитный портфель вырос до 234.5 млрд. рублей (на 01.10.04 – 129.4 млрд.), средства физических лиц выросли до 52 млрд. (на 01.01.04 – 26.8 млрд.). Руководство ВТБ приняло решение не проводить IPO до тех пор, пока не банку не потребуется дополнительная капитализация. Андрей Костин заявил, что на данный момент ВТБ может получить субординированный кредит от правительства РФ и таким образом решить проблему дополнительной капитализации.

После того, как весь розничный бизнес ВТБ будет сконцентрирован в Гута-банке, уже через 5 лет он начнет приносить 5.5-5.8 млрд. рублей прибыли в год. Первые 250-300 млн. на развитие операций Гута-банк получит летом этого года.

## Fitch повысило долгосрочный рейтинг Промстройбанка

Вслед за сообщением ВТБ о приобретении 25% акций Промстройбанка, Fitch повысило его долгосрочный рейтинг с «B» до «B+», прогноз развития – позитивный. Так же агентство подтвердило краткосрочный рейтинг банка на уровне «B», индивидуальный – на уровне «D», поддержки – на уровне «4».

## Чистая прибыль ГМК Норильский Никель в 4к2004 г. сократилась на 32.87%

Чистая прибыль ГМК в 4к04 сократилась на 32.87% к 3к03 и составила 11.24 млрд. рублей. Этому способствовало сокращение объемов продаж и увеличения операционных расходов в результате переоценки финвложений в ценные бумаги.

## Объем золотовалютных резервов РФ на 25.03. составил \$138.9 млрд.

Департамент внешних и общественных связей ЦБ РФ сообщил, что объем золотовалютных резервов за неделю вырос на \$0.3 млрд. на 25.03. составил \$138.9 млрд.

## РФ списала \$1.1 млрд. долга Эфиопии

Чтобы помочь Эфиопии преодолеть бедность, РФ согласилась списать ее долг. РФ списала \$1.1 млрд. долга и договорилась о выплате \$160 млн. в течение 30 лет. Соглашение о списании было подписано министрами финансов РФ и Эфиопии в понедельник, списание осуществили в среду.

## Хоум Кредит закончил 2004 г. с чистой прибылью

Прошедший год стал прибыльным для ХКФ. Чистая прибыль банка (МСФО) составила 407 млн. рублей, против убытка предыдущего года в размере 243 млн. рублей. Активы банка выросли с 8.173 млн. рублей в 2003 г. до 25.829 млн. рублей. Кредитный портфель увеличился до 19.508 млн. рублей с 5.365 млн. рублей годом ранее. Капитал составил 2.768 млн. рублей против 1.183 млн. рублей годом ранее. Операционная прибыль выросла с 0.344 млн. в 2003 г. до 3.624 млн. рублей. Рентабельность капитала в 2004 г. составила 20.4%, достаточность капитала составила 20.9%.

## ПРИЛОЖЕНИЕ: КАЛЕНДАРЬ СОБЫТИЙ

Дата	Событие	Выпуск	Объем	Детали
4/4/2005	Размещение	Нижнекамскнефтехим 4	1,500,000,000	
4/5/2005	Размещение	Московская область 5	12,000,000,000	
4/5/2005	Купон	МаирИнвест 1		12.3% / 30.67 руб.
4/5/2005	Оферта	МаирИнвест 1		100% от номинала
4/5/2005	Купон	СМАРТС 3		15.1% / 75.29 руб.
4/5/2005	Купон	Хабаровский край 5		11.87% / 29.27 руб.
4/5/2005	Купон	Самарская область 1		12% / 29.92 руб.
4/5/2005	Купон	Уралвагонзавод-Финанс 1		13.36% / 66.62 руб.
4/5/2005	Купон	Сальмон Интернешнл 2		12.5% / 31.16 руб.
4/5/2005	Купон	Ярославская область 2		13.78% / 34.36 руб.
4/5/2005	Размещение	СТИН-финанс 1	300,000,000	
4/6/2005	Размещение	Хайленд Голд Финанс 1	750,000,000	
4/6/2005	Купон	Северо-Западный Телеком 2		13.2% / 32.91 руб.
4/6/2005	Аукцион	Москва 36	3,900,000,000	
4/6/2005	Аукцион	Москва 42	2,000,000,000	
4/6/2005	Купон	АльфаФинанс 2		7.4% / 36.9 руб.
4/6/2005	Оферта	АльфаФинанс 2		100% от номинала
4/6/2005	Купон	АКБ Ак Барс 2		9% / 44.88 руб.
4/6/2005	Оферта	АКБ Ак Барс 2		100% от номинала
4/7/2005	Купон	JFC 1		14% / 24.43 руб.
4/7/2005	Купон	ПЭФ Союз 1		16% / 79.78 руб.
4/7/2005	Купон	ЮТК 3		12.3% / 61.67 руб.
4/7/2005	Размещение	Сибкадембанк 1	470,000,000	
4/7/2005	Размещение	Мидленд Кэпитал Менеджмент	530,000,000	

## ПРИЛОЖЕНИЕ: РЕКОМЕНДАЦИИ ПО КОРПОРАТИВНЫМ ОБЛИГАЦИЯМ \*

Выпуск	Отрасль	YTM, % годовых	Рекоменд. ВТБ	Изм.	Relative strength	Изм.	Кредитный профиль	Изм.
Автоваз 2	Машиностроение	7.18%	Hold	Stable	Лучше рынка 2	Stable	A-	Stable
АК Самара 1	Транспорт	14.31%	Sell	Stable	Хуже рынка 1	Stable	C+	Upgrade
Акрон 1	Химическая	9.00%	Hold	Stable	Лучше рынка 2	Stable	A-	Upgrade
АЛРОСА 19	Горнодобыча	5.52%	Hold	Stable	Наравне с рынком	Stable	A-	Upgrade
Алтайэнерго 1	Энергетика	12.50%	Hold	Stable	Наравне с рынком	Stable	C+	Stable
Альянс Рус. Текстиль 1	Прочие	13.79%	Hold	Downgrade	Наравне с рынком	Downgrade	B-	Upgrade
Балтика 1	Пищевая промышленность	8.59%	Sell	Stable	Хуже рынка 1	Stable	A-	Upgrade
Балтимор-Нева 1	Пищевая промышленность	8.94%	Strong sell	Stable	Хуже рынка 2	Stable	C-	Stable
Башинфорсвязь 2	Телекоммуникации	8.47%	Hold	Stable	Наравне с рынком	Stable	B	Downgrade
Башкирэнерго 1	Энергетика	7.92%	Hold	Stable	Лучше рынка 1	Stable	A-	Stable
Башкирэнерго 2	Энергетика	9.56%	Hold	Stable	Лучше рынка 2	Stable	A-	Stable
ВМЗ 1	Металлургия	7.15%	Hold	Stable	Наравне с рынком	Downgrade	B+	Stable
Волгателеком 1	Телекоммуникации	7.19%	Hold	Stable	Наравне с рынком	Stable	B+	Downgrade
Вымпелком Финанс 1	Телекоммуникации	7.95%	Buy	Stable	Лучше рынка 1	Stable	A-	Stable
ГАЗПРОМ А2	Нефтегазовая	6.02%	Hold	Stable	Лучше рынка 2	Upgrade	A	Upgrade
ГАЗПРОМ А3	Нефтегазовая	7.27%	Hold	Stable	Наравне с рынком	Stable	A	Upgrade
ГАЗПРОМ А5	Нефтегазовая	7.72%	Hold	Stable	Наравне с рынком	Stable	A	Upgrade
Группа ОСТ 1	Пищевая промышленность	13.93%	Hold	Stable	Наравне с рынком	Stable	C	Upgrade
Дальсвязь 1	Телекоммуникации	10.77%	Buy	Stable	Лучше рынка 1	Stable	B+	Stable
Джэй Эф Си 2	Пищевая промышленность	11.27%	Sell	Stable	Хуже рынка 1	Stable	C	Stable
Евразхолдинг 1	Металлургия	7.30%	Hold	Stable	Лучше рынка 1	Stable	A+	Upgrade
Камаз-Финанс	Машиностроение	8.86%	Hold	Stable	Лучше рынка 2	Stable	A-	Upgrade
НОВАТЭК 1	Нефтегазовая	9.09%	Hold	Stable	Наравне с рынком	Stable	B+	Stable
Кристалл Финанс 1	Пищевая промышленность	12.69%	Hold	Stable	Наравне с рынком	Stable	B-	Stable
Ленэнерго 1	Энергетика	10.46%	Buy	Stable	Лучше рынка 1	Stable	B+	Stable
Ломо 2	Прочие	13.29%	Hold	Stable	Наравне с рынком	Stable	C-	Upgrade
ЛУКОЙЛ 2	Нефтегазовая	7.97%	Hold	Stable	Наравне с рынком	Stable	A	Upgrade
МГТС 4	Телекоммуникации	7.80%	Hold	Stable	Лучше рынка 1	Upgrade	A-	Stable
Мегафон 1	Телекоммуникации	10.63%	Strong buy	Stable	Лучше рынка 2	Stable	B	Downgrade
Мегафон 2	Телекоммуникации	9.15%	Hold	Stable	Наравне с рынком	Stable	B	Downgrade
НКНХ 3	Химическая	7.87%	Hold	Stable	Лучше рынка 2	Stable	A-	Stable
Нортгаз-Финанс 1	Нефтегазовая	12.80%	Hold	Stable	Наравне с рынком	Stable	C+	Downgrade
РАО ЕЭС 2	Энергетика	5.35%	Hold	Stable	Лучше рынка 1	Stable	A-	Downgrade
РЖД 1	Транспорт	5.52%	Hold	Stable	Наравне с рынком	Stable	A-	-
РЖД 2	Транспорт	7.91%	Sell	Stable	Хуже рынка 1	Stable	A-	-
РЖД 3	Транспорт	8.50%	Hold	Stable	Наравне с рынком	Stable	A-	-
Росинтер Ресторантс 1	Прочие	10.06%	Strong sell	Stable	Хуже рынка 2	Stable	C	Stable
Роспечать 1	Торговля	13.00%	Strong sell	Stable	Хуже рынка 2	Stable	C	Stable
Салаватнефтеоргсинтез 1	Химическая	8.19%	Sell	Stable	Хуже рынка 1	Stable	B-	Downgrade
Салаватнефтеоргсинтез 2	Химическая	9.97%	Hold	Upgrade	Наравне с рынком	Upgrade	B-	Downgrade
Сатурн Инвест 1	Машиностроение	12.41%	Strong buy	Stable	Лучше рынка 2	Stable	B	Stable
Северо-Западный Телеком 2	Телекоммуникации	6.35%	Hold	Stable	Наравне с рынком	Stable	B+	Downgrade
Северсталь 1	Металлургия	4.80%	Hold	Stable	Лучше рынка 2	Stable	A	Stable
Севкабель-Финанс 1	Прочие	12.56%	Sell	Stable	Хуже рынка 1	Stable	0	-
Сибирьтелеком 3	Телекоммуникации	8.45%	Hold	Stable	Наравне с рынком	Stable	B	Downgrade
Сибирьтелеком 4	Телекоммуникации	9.55%	Hold	Stable	Наравне с рынком	Stable	B	Downgrade
СМАРТС 1	Телекоммуникации	10.89%	Strong sell	Stable	Хуже рынка 2	Stable	C	Stable
СМАРТС 2	Телекоммуникации	10.66%	Hold	Upgrade	Наравне с рынком	Upgrade	C	Stable
СМАРТС 3	Телекоммуникации	8.52%	Strong sell	Stable	Хуже рынка 2	Stable	C	Stable
Стальная Группа Мечел 1	Металлургия	9.67%	Buy	Stable	Лучше рынка 1	Stable	0	-
Татнефть 3	Нефтегазовая	7.85%	Buy	Stable	Лучше рынка 1	Stable	A	Downgrade
Таттелеком 2	Телекоммуникации	3.69%	Sell	Stable	Хуже рынка 1	Stable	B+	Upgrade
ТВЗ 1	Транспорт	11.54%	Strong sell	Stable	Хуже рынка 2	Stable	C-	Downgrade
ТДМ 1	Металлургия	9.43%	Buy	Stable	Лучше рынка 1	Stable	0	-
ТМК 1	Металлургия	8.02%	Hold	Stable	Лучше рынка 1	Upgrade	B-	Stable
ТНК 5	Нефтегазовая	6.64%	Hold	Stable	Наравне с рынком	Stable	0	-
Транснефтепродукт 1	Транспорт	8.01%	Hold	Stable	Наравне с рынком	Stable	A	Stable
Тулачермет 2	Металлургия	9.75%	Strong sell	Stable	Хуже рынка 2	Stable	C	Stable

Выпуск	Отрасль	YTM, % годовых	Рекоменд. ВТБ	Изм.	Relative strength	Изм.	Кредитный профиль	Изм.
Уралвагонзавод Финанс 1	Машиностроение	12.59%	Hold	<i>Stable</i>	Наравне с рынком	<i>Stable</i>	0	-
Уралсвязьинформ 3	Телекоммуникации	8.34%	Hold	<i>Stable</i>	Наравне с рынком	<i>Stable</i>	B	<i>Stable</i>
Уралсвязьинформ 4	Телекоммуникации	9.30%	Hold	<i>Stable</i>	Наравне с рынком	<i>Stable</i>	B	<i>Stable</i>
ФСК ЕЭС 1	Энергетика	8.33%	Hold	<i>Stable</i>	Наравне с рынком	<i>Stable</i>	A	<i>Stable</i>
Центральный Телеграф 1	Телекоммуникации	12.21%	Hold	<i>Stable</i>	Наравне с рынком	<i>Stable</i>	C+	<i>Stable</i>
НГК ИТЕРА 1	Нефтегазовая	10.53%	Hold	<i>Stable</i>	Лучше рынка 2	<i>Stable</i>	B+	<i>Stable</i>
Центртелеком 4	Телекоммуникации	12.15%	Buy	<i>Stable</i>	Лучше рынка 1	<i>Stable</i>	B-	<i>Upgrade</i>
ЮТК 2	Телекоммуникации	11.59%	Hold	<i>Stable</i>	Наравне с рынком	<i>Stable</i>	C+	<i>Stable</i>
ЮТК 3	Телекоммуникации	11.94%	Hold	<i>Stable</i>	Наравне с рынком	<i>Stable</i>	C+	<i>Stable</i>
Ютэйр Финанс 1	Транспорт	11.51%	Hold	<i>Stable</i>	Наравне с рынком	<i>Stable</i>	C	<i>Upgrade</i>
Якутскэнерго 1	Энергетика	11.35%	Buy	<i>Downgrade</i>	Лучше рынка 1	<i>Downgrade</i>	B+	-

#### \* СИСТЕМА РЕКОМЕНДАЦИЙ

Рекомендация Внешторгбанка является отражением привлекательности выпуска корпоративных облигаций для инвесторов с учетом кредитного качества эмитентов, текущего прайсинга выпуска по отношению к другим бумагам и ожидаемой динамики рынка рублевых облигаций.

Кредитный профиль компании – это рейтинг финансового состояния Внешторгбанка, который отражает исключительно качество финансовой отчетности эмитента и не учитывает качественные риски компаний.

Рейтинг имеет шкалу от «D» (не рекомендуется инвестировать) до «A» (наилучшее финансовое состояние). Для дифференциации качества финансового состояния используются знаки «+» и «-», которые отражают принадлежность эмитента к верхней или нижней границе соответствующего рейтингового диапазона.

Показатель относительной силы (relative strength) отражает недо- или переоцененность компании по сравнению с другими выпусками.

Данный показатель определяется, исходя из анализа рыночной регрессии, где независимой переменной выступает рейтинг финансового состояния по шкале Внешторгбанка, дополненный параметром ликвидности, а зависимой переменной – спред облигации к кривой доходности г. Москвы.

Шкала рейтингов относительной силы выглядит следующим образом:

Лучше рынка 2 – наиболее высокая недооцененность выпуска, высокое кредитное качество.

Лучше рынка 1 – высокая недооцененность выпуска, хорошее кредитное качество.

Наравне с рынком – выпуск оценен на справедливом уровне, среднее кредитное качество.

Хуже рынка 1 – выпуск переоценен рынком, низкое кредитное качество.

Хуже рынка 2 – выпуск существенно переоценен рынком, очень низкое кредитное качество.

Итоговая рекомендация формируется на основе сопоставления рейтинга относительной силы выпуска, дюрации выпуска и ожидаемой динамики рынка рублевых облигаций на среднесрочную перспективу.

Шкала рекомендаций выглядит следующим образом:

Strong buy – очень высокая относительная сила выпуска, срочность выпуска отражает потребности инвесторов с учетом ожидаемой конъюнктуры рынка.

Buy – очень высокая относительная сила выпуска, срочность выпуска отражает потребности инвесторов с учетом ожидаемой конъюнктуры рынка.

Hold – средняя относительная сила выпуска, срочность выпуска, в целом, отражает потребности инвесторов с учетом ожидаемой конъюнктуры рынка.

Sell – низкая относительная сила выпуска, срочность выпуска не отражает потребности инвесторов с учетом ожидаемой конъюнктуры рынка.

Strong sell – очень низкая относительная сила выпуска, срочность выпуска не отражает потребности инвесторов с учетом ожидаемой конъюнктуры рынка.

При установлении рекомендаций по корпоративным облигациям допускается, что при ожидаемом снижении ставок на рынке инвесторы предпочитают высокую дюрацию, при ожидаемом росте ставок инвесторы предпочитают низкую дюрацию, при ожидаемых стабильных ставках инвесторы индифферентны к дюрации.

---

**КОНТАКТНАЯ ИНФОРМАЦИЯ**

---

**Управление клиентских операций на финансовых рынках****Игорь Пьянков*****piankov@vtb.ru***  
***(095) 775-71-07*****Отдел клиентского обслуживания****Кирилл Зарезов*****zarezov@vtb.ru***  
***(095) 775-70-21*****Отдел выпуска долговых ценных бумаг****Алексей Коночкин*****konochkin@vtb.ru***  
***(095) 775-71-15*****Отдел выпуска акций и структурных продуктов****Алексей Красников*****krasnikov@vtb.ru***  
***(095) 775-71-14*****Аналитика****Евгений Кочемазов*****kochemazov@vtb.ru***  
***(095) 775-70-22***

---

**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 намереваться 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, 2004. 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