

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**

На этой неделе мы ожидаем двух крайне важных для рынка событий. В среду состоится первое в этом году заседание FOMC, на котором будет решен вопрос о дальнейшем повышении учетной ставки, и, скорее всего, он будет решен положительно с сохранением заданного летом прошлого года темпа в 25 б.п. В пятницу же будут опубликованы данные по рынку труда в январе: ожидается, что рост числа занятых в несельскохозяйственном секторе экономики составит 200 тыс. против 157 тыс. месяцем ранее.

Таким образом, ожидаемый экономический фон для рынка UST остается негативным и в отсутствие сюрпризов мы ожидаем роста ставок по облигациям США.

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

Мы рекомендуем рассмотреть возможность закрытия части позиций по длинным суверенным еврооблигациям на текущих уровнях, так как рынок базового актива, с нашей точки зрения, находится в крайне нестабильном положении, которое может найти продолжение в весьма неприятной коррекции вниз в случае серии позитивных экономических показателей.

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

Портфель, составленный из упомянутых выше выпусков в равной пропорции, будет обладать весьма неплохими защитными параметрами: при дюрации в 2.5 года доходность к погашению составляет порядка 8% годовых, а текущая доходность – чуть выше 9% годовых...

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

Налоговая проверка ТНК-ВР  
Новые размещения корпоративных еврооблигаций  
Повышение рейтинга Сибнефти  
Итоги работы Газпрома, ВБД, Росбанка  
и другие новости ...

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

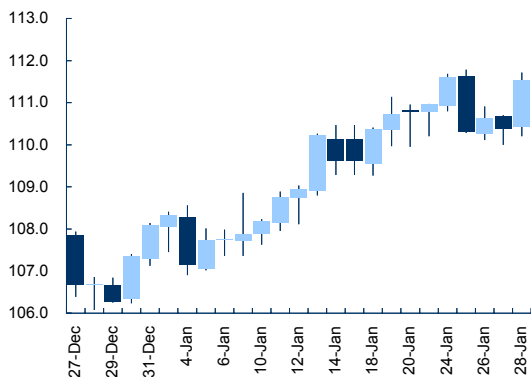
#### **Приложение: Статистика и карты рынка еврооблигаций..... стр. 8**

## ИНДИКАТИВНЫЕ ИНСТРУМЕНТЫ

Инструмент	YTM	YTM CHNG
FED FUNDS	2.25%	0.00
US1MT	2.09%	10.93
US3MT	2.47%	12.05
US6MT	2.71%	3.68
US2YT	3.26%	10.01
US3YT	3.38%	7.81
US5YT	3.69%	4.89
US10YT	4.14%	(0.52)
US30YT	4.61%	(3.59)

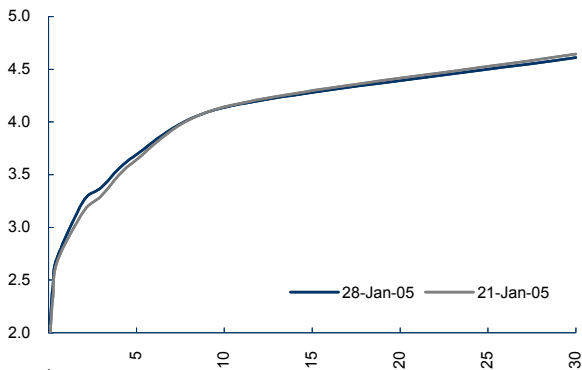
Источник: Reuters, Внешторгбанк

## ДИНАМИКА US30YT



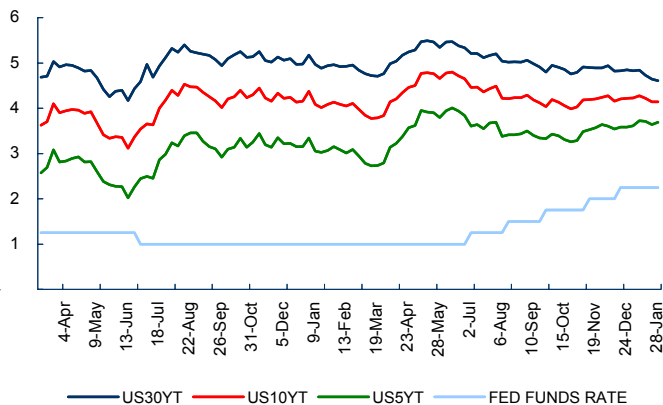
Источник: Reuters, ММВБ

## КРИВАЯ ДОХОДНОСТИ US TREASURIES



Источник: Reuters,

## ДИНАМИКА ДОХОДНОСТИ US TREASURIES



Источник: Reuters,

## РЫНОК US TREASURIES: ОБЗОР И ПРОГНОЗ

Рынок американских казначейских облигаций начал прошлую неделю по достаточно ожидаемому сценарию: обновив в понедельник локальный максимум, во вторник котировки существенно снизились на фоне сильной публикации по уверенности потребителей в январе.

Падение рынка во вторник стало самым сильным за последние полтора месяца: в течение сессии котировки тридцатилетнего бонда потеряли порядка полутора пунктов, закрывшись по итогам дня на уровне 110.34 пунктов, что соответствует доходности на уровне 4.68% годовых.

В среду – четверг рынок сконсолидировался, так и не решившись двигаться ни в одном направлении, по всей видимости, ожидая пятничных данных по темпам роста ВВП в 4-м квартале 2004 года.

Действительно, эта публикация предопределила закрытие недели. Так, рост ВВП на уровне 3.1% оказался несколько ниже ожидаемого рынком уровня в 3.5% и существенно ниже уровня предыдущего квартала в 4%.

Несмотря на то, что и данные по темпу роста потребительских расходов и дефлятору ВВП оказались негативными для облигаций (в первом случае рост составил 4.6% против ожидаемых 4.3%, а во втором – 2.0% против ожидаемого уровня 2.1%), рынок отреагировал на публикацию бурным ростом котировок, отыграв за один день потери за предыдущие четыре сессии. Таким образом, по итогам недели котировки индикативного тридцатилетнего бонда закрылись на уровне 111.5625 пунктов, что соответствует доходности в 4.61% годовых (-4 б.п. с начала недели). Ставка по десятилетним нотам закрылась на уровне 4.14% годовых, что соответствует снижению на ½ б.п. По более коротким выпускам мы, напротив, увидели рост доходностей, который в бумагах от 3 до 6 месяцев составил в среднем 9 б.п., а в 2-5 летних нотах – 8 б.п.

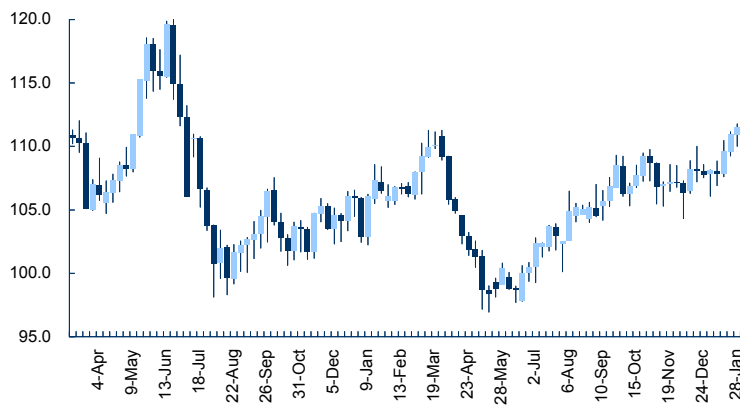
Таким образом, по итогам недели мы наблюдали продолжение весьма противоречивой и странной для текущей фундаментальной конъюнктуры тенденции: кривая доходности US Treasuries стала еще более плоской, несмотря на то, что официальная процентная ставка повышается, а экономические показатели достаточно сильные.

Кстати об экономических показателях. Рост рынка в пятницу был вызван менее сильным чем ожидалось ростом ВВП в 4-м квартале 2004 года. Основным фактором, повлиявшим на снижение темпов роста по сравнению с 3-м кварталом, стал дефицит торгового баланса, который вырос на 8.35%. В то же время, ключевой драйвер роста американской экономики – потребительские расходы – показали существенный рост на 4.6%, что лишь немногим ниже роста в третьем квартале. Кроме того, рост дефлятора ВВП до 2.0% просигнализировал об усилении инфляционного давления. Таким образом, реакция рынка, с нашей точки зрения, оказалась несколько неоправданной и дальнейшее продолжение выравнивания кривой доходности UST при сохранении низких ставок по длинным выпускам лишь усугубляет риски существенного падения котировок облигаций.

На этой неделе мы ожидаем двух крайне важных для рынка событий. В среду состоится первое в этом году заседание FOMC, на котором будет решен вопрос о дальнейшем повышении учетной ставки, и, скорее всего, он будет решен положительно с сохранением заданного летом прошлого года темпа в 25 б.п. В пятницу же будут опубликованы данные по рынку труда в январе: ожидается, что рост числа занятых в несельскохозяйственном секторе экономики составит 200 тыс. против 157 тыс. месяцем ранее.

Таким образом, ожидаемый экономический фон для рынка UST остается негативным и в отсутствие сюрпризов мы ожидаем роста ставок по облигациям США.

## НЕДЕЛЬНЫЙ ГРАФИК US30YT



Источник: Reuters,

## ИНДИКАТИВНЫЕ ИНСТРУМЕНТЫ

Инструмент	YTM	YTM CHNG
RUSSIA 05	3.67%	(45.48)
RUSSIA 07	4.62%	(1.27)
RUSSIA 10	4.77%	(9.94)
RUSSIA 18	6.50%	1.34
RUSSIA 30	6.33%	(12.71)
RUSSIA 28	6.98%	(9.69)
R30 vs. US10YT, bps.	219	(12)
R30 vs. MEX19, bps.	23	(5)
MINFIN 5	5.28%	(18.15)
MINFIN 6	4.72%	22.90
MINFIN 7	5.89%	(6.15)
MINFIN 8	4.55%	(6.87)
ARIES 14	6.35%	(14.81)

Источник: Reuters, Внешторгбанк

## РОССИЙСКИЕ ЕВРООБЛИГАЦИИ

Российские суверенные еврооблигации на прошлой недели продемонстрировали существенный рост, вызванный включением инвестбанком Lehman Brothers еврооблигаций РФ в список индекса бондом с инвестрейтингом вследствие пересмотра регламента определения состава индекса.

Основной индикатор российского рынка – **Россия 30** – отреагировала на это событие скачком котировок на фигуру вверх до уровня 104.5% от номинала, что стало абсолютным историческим максимумом. Спрэд бумаги с понедельника на вторник упал на 10 б.п. до уровня 222 б.п. и в течение последующих дней снижался до 216 б.п. – минимального за историю российского рынка уровня.

По итогам пятницы **Россия 30** закрылась на уровне 104.5% от номинала, что соответствует доходности в 6.33% годовых и премии к десятилетним казначейским нотам в 219 б.п. Спрэд к **Мексике 19** сократился менее существенно, всего на 5 б.п., достигнув уровня в 23 б.п.

**Россия 28** по итогам недели выросла почти на фигуру, закрывшись на уровне 166% от номинала, принесла своим держателям с учетом купона почти полтора пункта прибыли. Выпуск по-прежнему остается недооцененным как по отношению к US Treasuries, так и по отношению к **России 30**, но его высокая дюрация, по всей видимости, отпугивает даже наиболее спекулятивно-настроенных игроков.

В секторе ОВВЗ лучшую динамику показал недооцененный **Минфин 5**, который в течение недели прибавил 0.6%, сократив тем самым спрэд к суверенной кривой доходности на 18 б.п. до 32 б.п. Выпуск все еще остается недооцененным и мы по-прежнему рекомендуем покупать его в обмен на **Минфин 8**.

Привлекательной бумагой также является **Минфин 6**, который торгуется с премией к кривой доходности РФ на уровне 60 б.п., что, с нашей точки зрения, является завышенным уровнем.

Отличную динамику в течение недели показали **Aries 14**, которые выросли на фигуру, закрывшись с премией к суверенным еврооблигациям на уровне 29 б.п. (-16 б.п.).

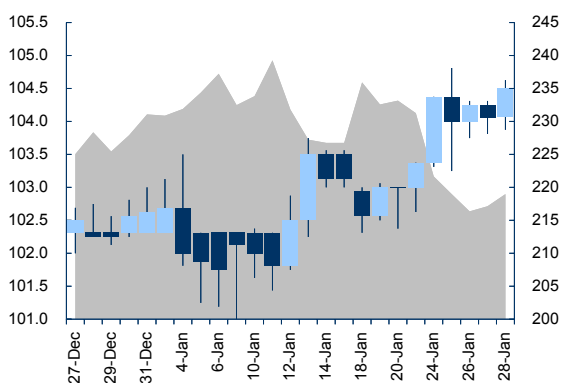
В целом, мы отмечаем, что суверенные еврооблигации РФ, и, в частности, **Россия 30** находятся на уровне исторических максимумов по котировкам и исторических минимумов по доходности и спреду к облигациям США.

Включение еврооблигаций РФ в индекс облигаций с инвестрейтингом может привести к интенсификации спроса на российский риск, однако, мы не ожидаем, что агентство S&P каким-либо образом будет «подстегнуто» повысить кредитный рейтинг России. Данное событие, с нашей точки зрения, наиболее вероятно после достижения конкретных договоренностей между Парижским клубом кредиторов и Россией по досрочному погашению (части) долга последней. Так что, раньше конца февраля – начала марта инвестрейтинга от Standard & Poog's мы, скорее всего, не увидим.

Ключевым же фактором для российских суверенных еврооблигаций остается ожидаемая динамика базового актива – рынка казначейских облигаций США, которые пока продолжают расти, несмотря на неблагоприятный макроэкономический фон.

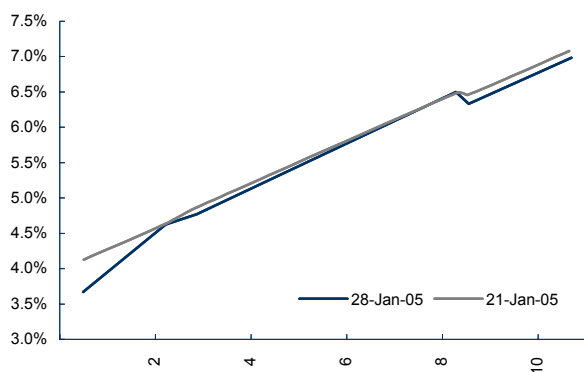
Мы рекомендуем рассмотреть возможность закрытия части позиций по длинным суверенным еврооблигациям на текущих уровнях, так как рынок базового актива, с нашей точки зрения, находится в крайне нестабильном положении, которое может найти продолжение в весьма неприятной коррекции вниз в случае серии позитивных экономических показателей.

## РОССИЯ 30 И СПРЭД К US10YT



Источник: Reuters

## КРИВАЯ ДОХОДНОСТИ ЕВРООБЛИГАЦИЙ РФ



Источник: Reuters

## РЕКОМЕНДАЦИИ ПО КОРПОРАТИВНЫМ ЕВРООБЛИГАЦИЯМ

Инструмент	Mkt. Rating	Изм.
Aries 14	Underperform	-
Алроса 08	Underperform	-
Алроса 14	Underperform	-
Альфа Банк 05	Mkt. perform	-
Альфа Банк 06	Outperform	-
Банк Москвы 09	Outperform	-
ВБД 08	Mkt. perform	-
ВТБ 08	Mkt. perform	-
ВТБ 11	Mkt. perform	-
Вымпелком 09	Outperform	-
Вымпелком 11	Outperform	-
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	Mkt. perform	-
МДМ 05	Mkt. perform	-
МДМ Банк 06	Outperform	-
Мегафон 09	Outperform	-
ММК 08	Mkt. perform	-
МТС 08	Mkt. perform	-
МТС 10	Mkt. perform	-
МТС 12	Mkt. perform	-
Никойл 07	Outperform	-
Номос 07	Outperform	-
Норникель 09	Outperform	-
Росбанк 09	Outperform	-
Роснефть 06	Underperform	-
Русский Стандарт 07	Outperform	-
Северсталь 09	Mkt. perform	-
Северсталь 14	Mkt. perform	-
Сибнефть 07	Outperform	-
Сибнефть 09	Outperform	-
Система 08	Underperform	-
Система 11	Underperform	-
ТНК 07	Underperform	-
Уралсиб 06	Mkt. perform	-

Российские корпоративные еврооблигации на прошлой неделе поддержали суверенный сегмент, закрыв неделю ростом котировок.

Лучшую динамику показали такие выпуски, как **Алроса 14 (+17%)**, **Газпром 34 (+1.16%)**, **Северсталь 09 (+0.77%)** и **Северсталь 14 (+0.82%)**.

Снижение же испытали котировки **Банка Москвы 09 (-0.73%)**, **Альфа Банка 06 (-0.5%)** и **Русского Стандарта 07 (-0.61%)**. Падение последнего было вызвано, в первую очередь, отказом банка BNP Paribas от покупки 50%-го пакета акций Русского Стандарта.

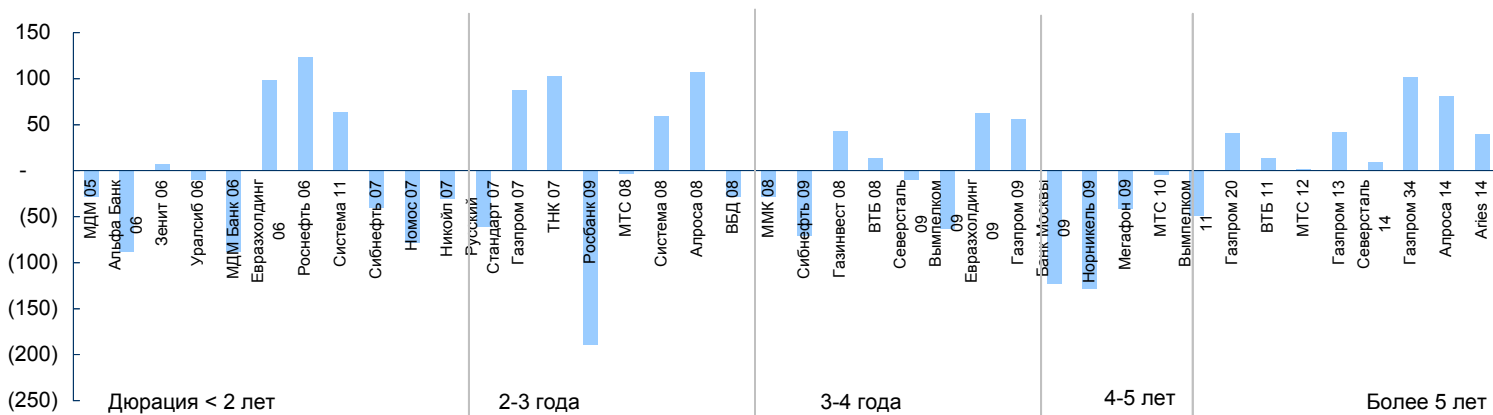
С учетом того, что мы по-прежнему негативно смотрим на базовые для корпоративных евробондов рынки US Treasuries и суверенных еврооблигаций РФ, мы полагаем, что оптимальной стратегией в настоящий момент является сокращение дюрации и увеличение доходности портфеля. В связи с этим, мы не рекомендуем покупать выпуски с погашением позднее 2009 года.

В коротком сегменте мы рекомендуем обратить внимание на такие выпуски, как **Росбанк 09**, **Вымпелком 09**, **Норникель 09**, оба выпуска **Сибнефти**, еврооблигации **МДМ Банка** и **Альфа Банка с погашением в 2006 году**. Кроме того, недооцененным, с нашей точки зрения, является **Русский Стандарт 07**, который, вследствие появившихся на прошлой неделе негативных новостей, торгуется на 60 б.п. выше справедливого уровня.

Портфель, составленный из упомянутых выше выпусков в равной пропорции, будет обладать весьма неплохими защитными параметрами: при дюрации в 2.5 года доходность к погашению составляет порядка 8% годовых, а текущая доходность – чуть выше 9% годовых.

В то же время, мы рекомендуем сокращать позиции в таких бумагах, как **Алроса 08** и **14** (наиболее переоцененные выпуски на рынке), оба выпуска **Евразхолдинга**, еврооблигации **Система 11** и **08** и **ТНК 07**.

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



Источник: Внешторгбанк

## ПРИЛОЖЕНИЕ: НОВОСТИ И СОБЫТИЯ ПРОШЕДШЕЙ НЕДЕЛИ

### ПОНЕДЕЛЬНИК - 24 ЯНВАРЯ 2004

#### Присвоен рейтинг будущему выпуску еврооблигаций Альфа-банка

Агентством Moody's присвоен рейтинг будущему выпуску еврооблигаций Альфа-банка на уровне «Ba2», прогноз – стабильный. Из сообщения агентства следует, что рейтинг еврооблигаций банка соответствует уровню его приоритетного долга и учитывает определенную вероятность поддержки со стороны акционеров в случае возникновения у банка финансовых затруднений. Объем эмиссии составит около \$150 млн., срок обращения 2-3 года.

#### Правительство РФ готово привлечь зарубежных инвесторов к освоению месторождений Восточной Сибири

Министр промышленности и энергетики В. Христенко заявил, что правительство РФ выступает за привлечение иностранных инвесторов к освоению месторождений Восточной Сибири, нефть из которых должна заполнить будущий Восточный трубопровод. В декабре 2004 г. правительством было утверждено решение о строительстве нефтепровода по маршруту Тайшет – бухта Перевозная мощностью 80 млн. тонн в год. Срок строительства составляет 5-7 лет. Стоимость проекта оценивается в размере от \$5 млрд. до \$17 млрд. Источниками финансирования проекта, по словам г-на Христенко, станут дополнительные доходы бюджета, а именно: средства, сэкономленные благодаря стабфонду на процентных расходах, и средства вновь созданного фонда развития. Фонд развития будет сформирован за счет сдвига стабфонда по параметрам отсека (по цене на нефть) на \$1-1.5. По словам министра, уже к 01.05.05 профильными министерствами будет разработана программа освоения месторождений данного региона. Далее должны быть проведены конкурсы на освоение недр Восточной Сибири, в которых примут участие и международные компании. Г-н Христенко подчеркнул, что правительство заинтересовано не в назначении, а в выборе участников проекта, способных выполнять соответствующие жесткие требования.

#### Компания МТС разместила еврооблигации на \$400 млн.

Как сообщили Лид-менеджеры выпуска, МТС разместила еврооблигации с погашением в 2012 г. на \$400 млн. Цена размещения составила 99.736% от номинала, ставка купона – 8%.

#### ХКФ-банк разместил еврооблигации на \$150 млн.

ХКФ-банк разместил трехлетние еврооблигации на \$150 млн. Лид-менеджером выпуска выступил Citigroup. Става купона составила 9.125% годовых. Moody's и S&P присвоили выпуску рейтинг на уровне «Ba3» и «B-» соответственно. В сообщении банка говорится, что в ходе размещения наблюдался повышенный интерес со стороны инвесторов: спрос превысил сумму размещения более чем в 1.5 раза.

#### S&P повысило рейтинг Сибнефти

Агентство S&P повысило долгосрочный корпоративный рейтинг Сибнефти с «B» до «B+», рейтинг по национальной шкале с «ruA-» до «ruA+». Прогноз изменения – стабильный. Свое решение S&P обосновало тем, что Сибнефть достаточно отделилась от происходящего с компанией ЮКОС после сокращения участия ЮКОСа до 34.5%. Теперь ни сам ЮКОС ни его кредиторы не имеют доступа к руководству и денежным потокам Сибнефти.

### ВТОРНИК - 25 ЯНВАРЯ 2004

#### Некоторые итоги работы Газпрома в 2004 г.

По данным ОАО Газпром, в 2004 г. экспортная выручка компании выросла на 16.36% по сравнению с 2003 г. и составила \$19.2 млрд. По предварительным данным компании, объем добычи газа в 2004 г. вырос на 4.9 млрд. кубометров и составил 545.1 млрд. Экспорт газа в дальнее зарубежье вырос на 7.6 млрд. кубометров до 104.5 млрд., в СНГ и страны Балтии – увеличился на 9.6 млрд. и составил 52.5 млрд. кубометров. При этом компания выполнила годовую программу сокращения затрат на 30 млрд. рублей.

#### Прибыль Росбанка (РСБУ) за 2004 г. выросла в 2.3 раза

Росбанк сообщает, что по итогам 2004 г. его балансовая прибыль, рассчитанная по РСБУ, выросла в 2.3 раза. По оценке ЦБ РФ размер балансовой прибыли Росбанка составит 2.57 млрд. рублей. При этом капитал банка по сравнению с предыдущим годом увеличился до 13.33 млрд. рублей, а активы – до 151.16 млрд.

#### Fitch присвоило будущим еврооблигациям ВТБ рейтинг на уровне «BB+»

Запланированному выпуску нот участия в кредите (LPN) ВТБ с погашением в 2015 г. Fitch присвоило долгосрочный кредитный рейтинг «BB+». Срок обращения облигаций составит 10 лет, ожидается фиксированная процентная ставка с увеличением на 150 базисных пунктов после пятого года обращения. ВТБ имеет разовый опцион на выплату субординированного кредита в конце пятого года, что приведет к досрочному погашению облигаций в указанный период.

#### Слияние Газпрома и Ронефти завершится в марте

Слияние Газпрома и Роснефти должно завершиться в марте 2005 г., сообщает источник в Газпроме. Слияние планировалось завершить еще в прошлом году, но вследствие приобретения Роснефтью Юганскфтегаза, сроки были перенесены – сначала на январь 2005 г., затем на первый квартал. Как заявил В. Христенко, Юганскфтегаз не попадет в число консолидируемых в ходе сделки активов.

**СРЕДА - 26 ЯНВАРЯ 2004****АФК Система начала IPO**

АФК Система объявила ценовой диапазон в рамках готовящегося IPO, объем которого составит \$1.55 млрд. Данное размещение станет крупнейшим среди IPO проводившихся когда-либо российскими компаниями. В пресс-релизе Систем количество депозитарных расписок – 79.6 млн. штук.

**А. Кудрин считает возможным снижение инфляции в текущем году**

На селективном совещании о ходе реализации закона о монетизации льгот А. Кудрин заявил, что в 2005 г. инфляция будет выведена на запланированный темп – ниже, чем в 2004 г., несмотря на дополнительные выплаты и внеплановое повышение пенсий в связи с монетизацией льгот. Дополнительные выплаты льготным категориям населения будут профинансированы за счет дополнительных доходов бюджета. Средства стабфонда для этих целей использоваться не будут. Правительство рассчитывает, что рост потребительских цен в 2005 г. не превысит 8.5%.

**Чистая прибыль банка Русский Стандарт (РСБУ) в 2004 г. выросла в 2.4 раза**

По сравнению с 2003 г., чистая прибыль банка Русский Стандарт (РСБУ) выросла в 2.4 раза и составила 4.26 млрд. рублей. При этом активы банка выросли в 2.7 раза (46.33 млрд. рублей), собственный капитал – в 1.9 раз (7.04 млрд. рублей), чистая прибыль – в 2.3 раза (4.26 млрд. рублей). Объем выданных населению потребительских кредитов за год вырос в 4 раза, общая сумма кредитов составила \$1.4 млрд.

**Налоговые органы не обращались в Генпрокуратуру по поводу Сибнефти**

В. Устинов заявил, что Генеральная прокуратура не получала никаких обращений из налоговых органов касательно НК Сибнефть, и соответственно, никаких расследований в отношении данной компании не ведет. Так же генеральный прокурор выразил несогласие с отношением Парламентской ассамблеи Совета Европы по вопросу действий российских следственных органов в отношении ЮКОСА, отметив, что оценка работы следственных органов лежит в компетенции суда.

**Уровень средней заработной платы в РФ с 12.2003 по 12.2004 вырос на 17.9%**

ФСГС сообщила, что начисленная средняя заработная плата в РФ в декабре 2004 г. по сравнению с аналогичным периодом предыдущего года выросла на 17.9% и составила 8736 рублей. По итогам года начисленная средняя заработная плата составила 6828 рублей, что на 22.9% больше, чем в 2003 г.

**ЧЕТВЕРГ - 27 ЯНВАРЯ 2004****МТС увеличит программу ADR до 39% капитала к 14.02.2005**

Компания МТС сообщила, что к 14.02.2005 намерена увеличить программу ADR до 39% капитала с целью дать возможность владельцам GDR конвертировать свои расписки в более ликвидные ADR. На данный момент на рынке обращается 37.5% акций компании, 22.5% из которых - в виде ADR, 15% - в виде GDR.

**ВТБ разместил дебютный выпуск SSD**

ВТБ разместил привлек 130 млн. евро, разместив дебютный выпуск SSD сроком 1 год. Организаторами выпуска являются Bank Austria Creditanstalt и Donau Bank.

**Альфа-банк разместил в четверг еврооблигации на \$150 млн.**

Альфа-банк разместил еврооблигации на \$150 млн. с погашением в 2007 г. по цене 99.546% номинала плюс 437 базисных пунктов. Ставка купона составила 7.75% годовых. Данная эмиссия – второй транш еврооблигаций в рамках программы выпуска MNT на общую сумму \$400 млн. Организаторами программ выступили UBS и Merrill Lynch. Программа имеет рейтинги S&P на уровне «B» и Moody's на уровне «Ba2».

**Газпром готовит новые выпуски евробондов**

Газпром в 2005 г. планирует размещение двух новых выпусков еврооблигаций. Объем выпусков составит \$900 млн. и \$1 млрд.

**Снижение объема золотовалютных резервов**

Как сообщил ЦБ РФ, объем золотовалютных резервов на 21.01.2005, без учета краткосрочных обязательств, понизился на \$118.7 млрд.

**ПЯТИНЦА - 28 ЯНВАРЯ 2004****Вимм-Билль-Данн увеличил продажи до \$1.1 млрд.**

По предварительным данным, озвученным председателем компании Д. Якобашвили, прибыль от продаж компании Вимм-Билль-Данн в 2004 г. выросла до \$1.1 млрд. Причинами роста прибыли стало сокращение издержек, выпуск новых продуктов, оптимизация логистики. Так же г-н Якобашвили заявил, что в планы ВБД не входит продажа контрольного пакета акций компании французской корпорации Danone, владеющей 8.5% акций ВБД.

**Совет директоров Росбанка одобрил доразмещение евробондов**

Советом директоров Росбанка было одобрено решение о доразмещении еврооблигаций на сумму, не превышающую \$150 млн., к выпущенным ранее пятилетним еврооблигациям на \$225 млн.

**Проверка ТНК-ВР**

45 членов Совета Федерации подписали запрос в Федеральную налоговую службу о проверке ТНК. Сенаторы предполагают, что в период с 2000 по 2003 гг. компания недоплатила в федеральный бюджет порядка 22 млрд. рублей, скрыв денежные средства путем оптимизации налоговых схем. Пока еще не известно, будет ли в налоговой службе дан ход запросу. В ходе создания ТНК-ВР было подписано соглашение, что если к ТНК будут предъявлены налоговые претензии за период до консолидации с ВР, то они должны быть оплачены ТНК.

## ПРИЛОЖЕНИЕ: КАЛЕНДЕРЬ ЭКОНОМИЧЕСКИХ ПУБЛИКАЦИЙ В США

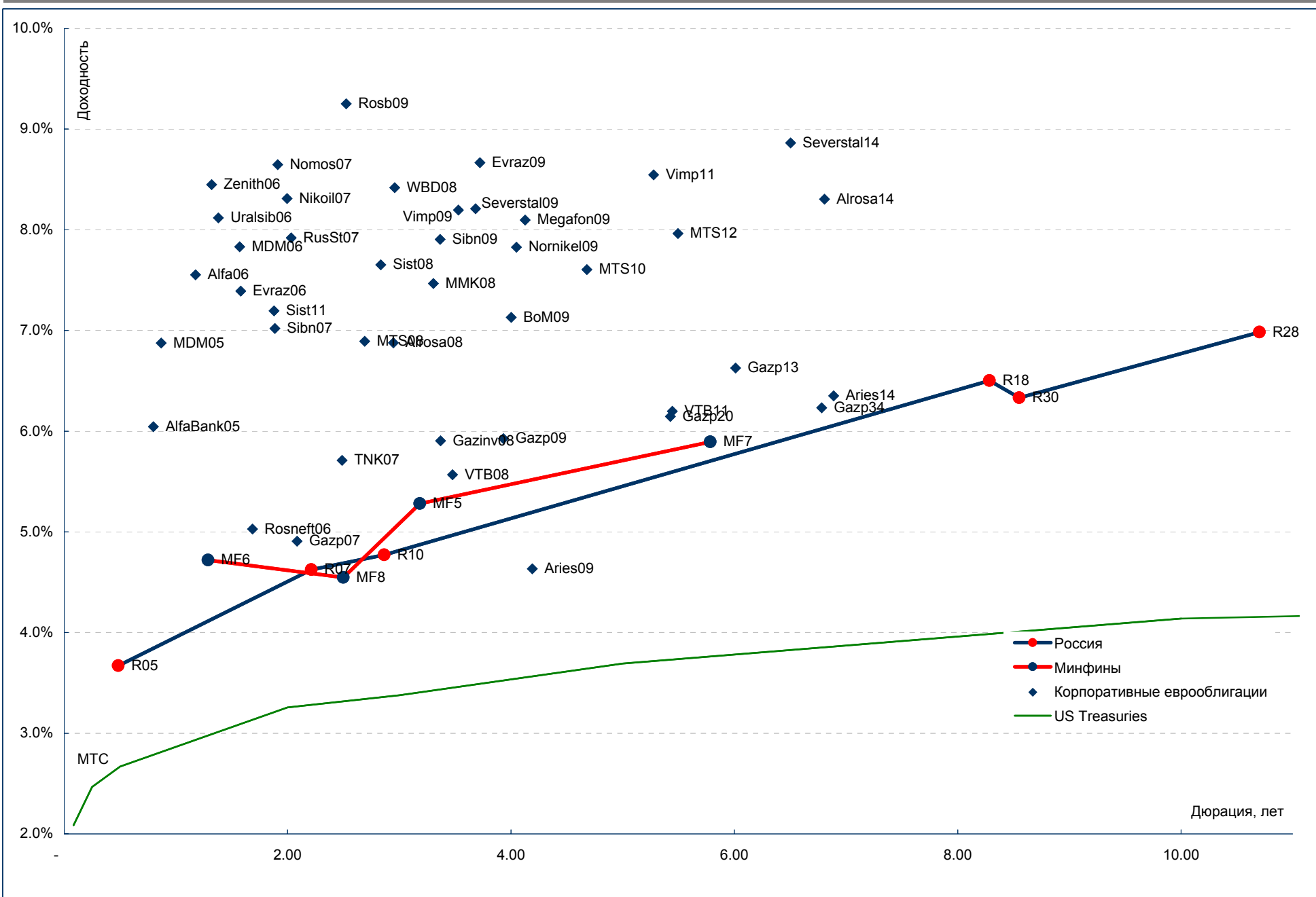
Дата	Публикация	Период	Значение	Пред.	Прогноз
25-Jan-05	Consumer Confidence	JAN	103.40	102.30	101.00
25-Jan-05	Existing Home Sales	DEC	6,69M	6,94M	6,80M
26-Jan-05	ABC Consumer Confidence	JAN 24	(8.00)	(11.00)	-
26-Jan-05	MBA Mortgage Applications	JAN 22	-3.60%	16.20%	-
27-Jan-05	Durable Goods Orders	DEC	0.60%	1.40%	0.70%
27-Jan-05	Less Transportation	DEC	2.10%	-1.40%	1.30%
27-Jan-05	Initial Jobless Claims	JAN 23	325K	319K	332K
27-Jan-05	Continuing Claims	JAN 16	2840K	2694K	2683K
27-Jan-05	Help Wanted Index	DEC	38.00	36.00	37.00
28-Jan-05	GDP Annualized	4Q A	3.10%	4.00%	3.50%
28-Jan-05	Personal Consumption	4Q A	4.60%	5.10%	4.30%
28-Jan-05	GDP Price Deflator	4Q A	2.00%	1.40%	2.10%
28-Jan-05	Employment Cost Index	4Q	0.70%	0.90%	0.80%
31-Jan-05	Personal Income	DEC	-	0.30%	3.30%
31-Jan-05	Personal Spending	DEC	-	0.20%	0.90%
31-Jan-05	PCE Deflator (YOY)	DEC	-	2.60%	2.40%
<b>31-Jan-05</b>	<b>PCE Core (YoY)</b>	<b>DEC</b>	<b>-</b>	<b>1.50%</b>	<b>1.50%</b>
31-Jan-05	New Home Sales	DEC	-	1125K	1200K
<b>31-Jan-05</b>	<b>Chicago Purchasing Manager</b>	<b>JAN</b>	<b>-</b>	<b>61.2</b>	<b>59</b>
01-Feb-05	Construction Spending MoM	DEC	-	-0.40%	0.50%
<b>01-Feb-05</b>	<b>ISM Manufacturing</b>	<b>JAN</b>	<b>-</b>	<b>58.6</b>	<b>57.5</b>
01-Feb-05	ISM Prices Paid	JAN	-	72	71.5
02-Feb-05	Total Vehicle Sales	JAN	-	18,4M	16,2M
02-Feb-05	Domestic Vehicle Sales	JAN	-	14,7M	13,1M
02-Feb-05	ABC Consumer Confidence	JAN 31	-	-	-
02-Feb-05	MBA Mortgage Applications	MAR 1	-	-	-
<b>02-Feb-05</b>	<b>FOMC Rate Decision Expected</b>	<b>FEB 3</b>	<b>-</b>	<b>2.25%</b>	<b>2.50%</b>
03-Feb-05	Nonfarm Productivity	4Q P	-	1.80%	1.80%
03-Feb-05	Unit Labor Costs	4Q P	-	1.80%	2.00%
03-Feb-05	Initial Jobless Claims	JAN 30	-	325k	330K
03-Feb-05	Continuing Claims	JAN 23	-	2840K	2765K
03-Feb-05	Factory Orders	DEC	-	1.20%	0.60%
03-Feb-05	ISM Non-Manufacturing	JAN	-	63.10	61.00
04-Feb-05	Unemployment Rate	JAN	-	5.40%	5.40%
04-Feb-05	Average Hourly Earnings (MoM)	JAN	-	0.10%	0.20%
04-Feb-05	Average Hourly Earnings (YoY)	JAN	-	2.70%	-
<b>04-Feb-05</b>	<b>Change in Nonfarm Payrolls</b>	<b>JAN</b>	<b>-</b>	<b>157K</b>	<b>200K</b>
04-Feb-05	Change in Manufact Payrolls	JAN	-	5K	5k
04-Feb-05	Average Weekly Hours	JAN	-	33.8	33.8
04-Feb-05	U.of Michigan Confidence	JAN F	-	95.8	96

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	BB+/Baa3/BBB-	2,969	24-Jul-05	0.49	102.44	3.67%		-
Россия 07	BB+/Baa3/BBB-	2,400	26-Jun-07	2.21	112.13	4.62%		-
Россия 10	BB+/Baa3/BBB-	2,820	31-Mar-10	2.87	110.00	4.77%		-
Россия 18	BB+/Baa3/BBB-	3,466	24-Jul-18	8.29	140.00	6.50%		-
Россия 30	BB+/Baa3/BBB-	20,265	31-Mar-30	8.55	104.50	6.33%		-
Россия 28	BB+/Baa3/BBB-	2,500	24-Jun-28	10.70	166.00	6.98%		-
Минфин 6	BB+/Baa3/BBB-	1,750	14-May-06	1.29	97.88	4.72%	60	-
Минфин 8	BB+/Baa3/BBB-	1,322	14-Nov-07	2.50	95.50	4.55%	-14	-
Минфин 5	BB+/Baa3/BBB-	2,837	14-May-08	3.18	93.25	5.28%	32	-
Минфин 7	BB+/Baa3/BBB-	1,750	14-May-11	5.79	85.13	5.89%	11	-
Aries 14	BB+/Baa3/BBB-	2,436	25-Oct-14	6.89	123.32	6.35%	29	Underperform
Aries 09 (EUR)	BB+/Baa3/BBB-	1,000	25-Oct-09	4.19	112.97	4.63%	-68	-
<b>Нефтегазовая отрасль</b>								
Газпром 07	BB-/Baa3/BB	500	25-Apr-07	2.08	108.85	4.91%	40	Underperform
Газпром 09	BB-/Baa3/BB	700	21-Oct-09	3.93	118.61	5.93%	70	Underperform
Газпром 13	BB-/Baa3/BB	1,750	01-Mar-13	6.01	118.53	6.63%	79	Underperform
Газпром 20	BB-/Baa3/BB	1,250	01-Feb-20	5.43	105.59	6.15%	46	Underperform
Газпром 34	BB-/Baa3/BB	1,200	28-Apr-34	6.78	116.61	6.23%	20	Underperform
Роснефть 06	B/Baa3/	150	20-Nov-06	1.69	113.19	5.03%	71	Underperform
Сибнефть 07	B+/Ba2/	400	13-Feb-07	1.89	108.38	7.02%	261	Outperform
Сибнефть 09	B+/Ba2/	500	15-Jan-09	3.37	109.52	7.90%	288	Outperform
ТНК 07	BB-/Ba3/BB	700	06-Nov-07	2.49	113.37	5.71%	103	Underperform
<b>Телекоммуникации</b>								
Вымпелком 09	BB-/B1/	250	16-Jun-09	3.68	106.47	8.21%	307	Outperform
Вымпелком 11	BB-/B1/	300	22-Oct-11	5.28	99.12	8.55%	291	Outperform
Мегафон 09	B+//BB-	375	10-Dec-09	4.13	99.60	8.10%	281	Outperform
МТС 08	BB-/Ba3/	400	30-Jan-08	2.69	107.64	6.89%	213	Mkt. perform
МТС 10	BB-/Ba3/	400	14-Oct-10	4.68	103.50	7.60%	214	Mkt. perform
МТС 12	BB-/Ba3/B+	400	28-Jan-12	5.50	100.20	7.96%	226	Mkt. perform
Система 08	B/B3/B	350	14-Apr-08	2.83	107.25	7.65%	283	Underperform
Система 11	B/B3/B	350	28-Jan-11	1.88	103.08	7.19%	279	Underperform
<b>Металлургия</b>								
Евразхолдинг 06	/B3/B	175	25-Sep-06	1.58	102.26	7.39%	313	Underperform
Евразхолдинг 09	/B3/B	150	03-Aug-09	3.72	108.10	8.67%	351	Underperform
ММК 08	BB-/Ba3/BB-	300	21-Oct-08	3.31	101.69	7.47%	246	Mkt. perform
Норникель 09	BB/Ba1/	500	30-Sep-09	4.05	97.28	7.83%	256	Outperform
Северсталь 09	B+/B2/B+	325	24-Feb-09	3.53	101.45	8.20%	311	Mkt. perform
Северсталь 14	B+/B2/B+	375	19-Apr-14	6.50	101.42	8.86%	290	Mkt. perform
<b>Банки и финансы</b>								
Альфа Банк 05	B/Ba2/B+	175	19-Nov-05	0.80	103.64	6.04%	219	Mkt. perform
Альфа Банк 06	B/Ba2/B+	190	13-Apr-06	1.18	100.49	7.55%	349	Outperform
Банк Москвы 09	/Baa2/BB	250	28-Sep-09	4.00	103.39	7.13%	188	Outperform
ВТБ 08	BB+/Ba1/BBB-	550	11-Dec-08	3.48	104.49	5.57%	50	Mkt. perform
ВТБ 11	BB+/Ba1/BBB-	450	12-Oct-11	5.44	107.04	6.20%	51	Mkt. perform
Газинвест 08	B+/Baa3/	1,000	30-Oct-08	3.37	104.46	5.90%	88	Underperform
Зенит 06	//B-	125	12-Jun-06	1.32	101.00	8.45%	431	Mkt. perform
МДМ 05	B/Ba2/B+	200	16-Dec-05	0.87	103.25	6.88%	298	Mkt. perform
МДМ Банк 06	B/Ba2/B+	200	23-Sep-06	1.57	102.33	7.83%	357	Outperform
Никоил 07	/B1/B-	150	19-Mar-07	1.99	101.31	8.31%	385	Outperform
Номос 07	/B1/B	100	13-Feb-07	1.91	100.87	8.65%	422	Outperform
Росбанк 09	/Ba3/B+	225	24-Sep-09	2.52	101.23	9.25%	456	Outperform

\* см. на последней странице

Выпуск	Рейтинги S/M/F	Объем	Погашение	Дюрация	Цена	YTM	Спрэд	Реком-я
<b>Банки и финансы (продолжение)</b>								
Русский Стандарт 07	B/Ba3/	150	02-Apr-07	2.03	101.61	7.92%	344	Outperform
Уралсиб 06	B-/B	125	06-Jun-06	1.38	101.00	8.12%	395	Mkt. perform
<b>Прочие отрасли</b>								
Алроса 08	B/B1/	500	06-May-08	2.95	103.60	6.88%	201	Underperform
Алроса 14	B/B1/	500	17-Nov-14	6.81	103.84	8.30%	227	Underperform
ВД 08	B+/B3/BB-	150	21-May-08	2.96	100.21	8.42%	355	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 рейтинг 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

