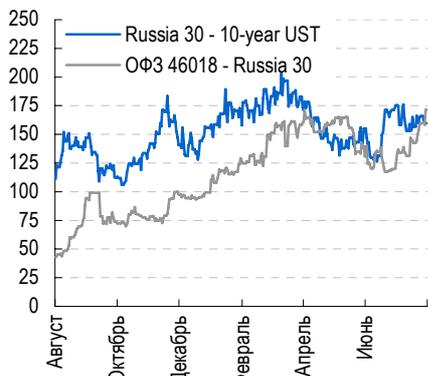


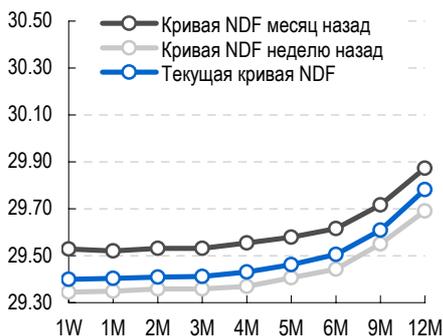
Спрэд Russia 30-10-year UST и 46018-Russia 30



Корсчета и депозиты в ЦБ, рублевый overnight



NDF по корзине 0.55 доллар+0.45 евро(в рублях)



Календарь событий

| | |
|--------|---|
| 7 авг | Размещение руб. обл. Группа ЛСР-2 |
| 7 авг | Размещение руб. обл. Синтерра-1 |
| 7 авг | Статистика по потреб. кредитам в США |
| 7 авг | Статистика по рынку жилья (Pending Sales) |
| 8 авг | Размещение руб. обл. Крайинвестбанк-1 |
| 8 авг | Статистика по товарным запасам в США |
| 13 авг | Статистика по розничным продажам в США |
| 14 авг | Размещение руб. обл. Сибирьтелеком-8 |

Рынок еврооблигаций

- В UST – без серьезных изменений. Продажи в выпусках ТНК-ВР, покупки в украинских банках. (стр.2)

Рынок рублевых облигаций и денежный рынок

- Ситуация на рублевом долговом рынке не меняется. Аукционы ОФЗ – без сюрпризов. Необычный ход Державы. (стр. 2)

Новости, комментарии и идеи

- Группа Синтерра (NR): комментарий к размещению (стр. 3).
- Standard & Poor's на основании оценки страновых рисков банковской системы перевело Россию в более надежную 7 группу. Решение S&P отражает успехи политики ЦБ по управлению банковской ликвидностью с середины 2007 г. Также теперь, по мнению S&P, Россия входит в число стран, правительство которых склонно предоставлять поддержку частным банкам. Мы безусловно положительно оцениваем действия рейтингового агентства и продолжаем считать, что сегмент банковских облигаций сейчас является самым привлекательным с точки зрения риск/доходность.
- S&P снизило рейтинг ТНК-ВР на 1 ступень до «ВВ» и изменило прогноз рейтинга на "Негативный". Причина - конфликт акционеров компании, который, по мнению рейтингового агентства, может привести к ухудшению кредитного профиля ТНК-ВР. На наш взгляд, это чрезмерно резкая реакция. Нам гораздо ближе позиция Moody's и Fitch, которые поддерживают рейтинг ТНК-ВР на более высоком уровне (Ваа2/BBB-) и не торопятся их снижать. Мы считаем, что влияние акционерного конфликта на кредитные метрики компании было и будет несущественным, а запас прочности ТНК-ВР достаточно велик. Это тот случай, когда можно говорить о значимых изменениях в equity-оценке компании, но не в оценке вероятности ее дефолта. В случае резкого расширения спрэдов выпусков ТМЭНРУ мы считали бы разумным их покупку.

- Вчера Марта (NR) допустила технический дефолт, не выплатив по оферте 1,2 млрд. руб. Основная причина - отсутствие средств. Дефолт перестанет быть техническим, если компания не перечислит деньги в течение 30 дней.

КЛЮЧЕВЫЕ ИНДИКАТОРЫ РЫНКА

| | Закрытие | Изменение | | |
|--------------------------|----------|-----------|---------|---------------|
| | | 1 день | 1 месяц | С начала года |
| UST 10 Year Yield, % | 4.05 | +0.03 | +0.15 | +0.02 |
| EMBI+ Spread, бп | 278 | -4 | -24 | +39 |
| EMBI+ Russia Spread, бп | 164 | -3 | -15 | +17 |
| Russia 30 Yield, % | 5.65 | +0.04 | 0 | +0.14 |
| ОФЗ 46018 Yield, % | 7.36 | +0.17 | +0.51 | +0.89 |
| Корсчета в ЦБ, млрд руб. | 560 | +15.0 | -154.3 | -328.5 |
| Депозиты в ЦБ, млрд руб. | 261 | +13.5 | -94.5 | +146.3 |
| Сальдо ЦБ, млрд руб. | 49.6 | - | - | - |
| MOSPRIME O/N RUB, % | 4.43 | -0.03 | - | - |
| RUR/Бивалютная корзина | 29.34 | +0.07 | -0.18 | -0.39 |
| Нефть (брент), USD/барр. | 117.0 | -0.7 | -24.9 | +23.1 |
| Индекс РТС | 1815 | +3 | -374 | -476 |

Рынок еврооблигаций

Аналитики: *Дмитрий Смелов, Денис Красильников, Михаил Галкин e-mail: Dmitry.Smelov@mdmbank.com*

В UST БЕЗ ИЗМЕНЕНИЙ

В отсутствие какой-либо значимой макроэкономической статистики рынок **US Treasuries** был весьма спокоен: перед аукционом по 10-летней бумаге в UST преобладали продажи, но по прошествии его доходности скорректировались вниз. Аукцион, кстати, прошел довольно успешно: несмотря на крупный объем предложения (17 млрд. долл.), соотношение bid/cover составило 2.61, что значительно выше среднего. При этом треть участников составили иностранные банки.

По итогам дня доходности **US Treasuries** незначительно выросли – на 2-3бп вдоль всей кривой. Дальнейший их рост, видимо, ограничивался смешанной динамикой фондовых рынков. Хотя большинство индексов и закрылись «в плюсе», в негативных новостях недостатка не было: весьма слабые отчеты опубликовали Freddie Mac и AIG, напомнив инвесторам в очередной раз, что проблемы на рынке недвижимости сохраняются, а до прекращения списания активов финансовыми компаниями еще довольно далеко.

Сегодня в США публикуются данные по рынку жилья (**Pending Home Sales**) и потребительскому кредитованию, а в Европе – примут решения о монетарной политике Банк Англии и ЕЦБ.

ВТОРИЧНЫЙ РЫНОК

В сегменте **Emerging Markets** динамика разнонаправленная, спред **EMBI+** сузился до 278бп (-3бп). Российский бенчмарк **RUSSIA30** (YTM 5.65%) снизился в цене на 1/8пп, спред к UST10 остается неизменным – около 159бп. В корпоративном сегменте преобладали негативные настроения, поводом для которых послужило понижение рейтинга **ТНК-ВР** агентством S&P. Выпуски **TMENRU** снизились в цене в среднем на 3/4-1пп и «потянули» за собой другие бумаги: мы видели продажи в **MOBTEL12** (YTM 8%), **RASPAD12** (YTM 9.45%).

В сегменте украинских еврооблигаций возобновился интерес к банковскому сектору, поводом для чего послужил опубликованный во вторник отчет S&P, в котором агентство снизило прогноз доли валовых проблемных активов с 50%-75% до 35%-50%. В цене выросли выпуски **ALFAUA10** (YTM 11.96%), **EXIMUK12** (YTM 9.58%).

НОВЫЕ РАЗМЕЩЕНИЯ

В новостных лентах вчера появились сообщения о размещении LPN госкомпании **Росдорлизинг** (NR). Ориентир доходности по 3-летнему выпуску – 11%, объем займа невелик – 50 млн. долл.

Рынок рублевых облигаций и денежный рынок

Аналитики: *Максим Коровин, Дмитрий Смелов, Михаил Галкин, e-mail: Maxim.Korovin@mdmbank.com*

ВТОРИЧНЫЙ РЫНОК

Рублевые облигации все так же находятся в некоей спячке. Скорее всего, сказывается период отпусков – сделок заключается мало, ценовые движения незначительны. Расстановка сил на рынке также не меняется. В **1-м эшелоне** цены продолжают снижаться, кстати, вчера «лучше рынка» смотрелся доразмещенный накануне выпуск **Московская область-8** (YTM 10.15%, +10бп). Сохраняется спрос на качественные облигации **2-го эшелона**.

В целом же, основное внимание инвесторов сконцентрировано сейчас на первичном рынке. Кстати, вчера стало известно, что **Связь-Банк** и **Азбука Вкуса** переносят на более поздний срок размещение своих облигаций. В последнем случае компания мотивировала свое решение плохой ситуацией на рынке и слишком высокими запросами инвесторов по купону.

Ситуация на денежном рынке остается достаточно спокойной – ставки **overnight** колеблются в районе 4-4.5%.

ДОРАЗМЕЩЕНИЕ ОФЗ ПРОШЛО ПО ТРАДИЦИОННОМУ СЦЕНАРИЮ

Всего на двух аукционах **Минфину** вчера удалось продать около 49% из заявленных 24 млрд. рублей. Средневзвешенная доходность по выпускам **ОФЗ 25063** и **ОФЗ 46021** сложилась, соответственно, на уровне 6.65% и 7.16%. То есть никакой премии предоставлено не было, поэтому бумаги, скорее всего, вновь ушли «мимо рынка». Вместе с тем, постепенный процесс ре-прайсинга в секторе гособлигаций продолжается – с начала месяца доходность **ОФЗ 46020** (УТМ 7.75%) выросла примерно на 5-7бп.

НЕОБЫЧНЫЙ ХОД ДЕРЖАВЫ

Сегодня состоится оферта по облигациям **Держава-1**. Напомним, в конце июля компания допустила технический дефолт при выплате купона, перечислив причитающиеся инвесторам средства на 3 дня позже. Судя по тому, что в последнее время выпуск торговался около 98% от номинала, сегодня, вероятно, большая часть держателей облигаций намерена исполнить пут-опцион.

Вместе с тем, компания предпринимает активные действия, чтобы оставить бумаги «в рынке». Вчера стало известно, что в дополнение к новому купону в размере 16.5% по выпуску установлены две дополнительные оферты с ценой исполнения выше номинала: 28 ноября 2008 года по 101.83пп (исходя из текущих котировок доходность около 32.17%) и 30 января 2009 года – 102.78пп (28.74%). Это достаточно необычный сценарий для рублевого долгового рынка – обычно эмитенты, чтобы избежать необходимости выкупать большой объем бумаг в рамках оферты, либо договариваются с инвесторами об обратной продаже бумаг по меньшей цене, либо просто предлагают дополнительные комиссии.

Группа «Синтерра» (NR): комментарий к размещению

Аналитики: Мария Радченко, Михаил Галкин e-mail: Maria.Radchenko@mdmbank.com

Сегодня состоится размещение дебютного облигационного займа группы Синтерра объемом 3 млрд. рублей с погашением через 5 лет. По выпуску предусмотрена годовая оферта. Эмитентом выступает головная компания холдинга ЗАО «Синтерра» при поручительстве одной из ключевых операционных компаний группы – ЗАО «ПетерСтар».

Синтерра представляет собой независимый федеральный телекоммуникационный холдинг, объединяющий компании, осуществляющие услуги по передаче данных и предоставлению в пользование каналов связи. Синтерра занимает порядка 45% рынка операторского доступа в Интернет в России. Компания работает на межоператорском и корпоративном рынках, а также является основным исполнителем проекта по обеспечению Интернет-трафиком российских школ в рамках нацпроекта «Образование». Конечным бенефициаром холдинга является один из владельцев группы ПромСвязь Дмитрий Ананьев.

Основой бизнеса Синтерры является предоставление в аренду собственной сетевой инфраструктуры. Этот вид деятельности в 2007 г. обеспечил порядка 45% выручки группы (на услуги широкополосного доступа в Интернет и голосовую связь пришлось по 22%). Протяженность наземной магистральной сети компании составляет порядка 67 000 км (вторая по протяженности сеть в России после ОАО Ростелеком). Кроме того, группа обладает наибольшим спутниковым ресурсом среди российских альтернативных операторов, имеет собственную магистральную спутниковую сеть.

Собственная инфокоммуникационно-транспортная инфраструктура является ключевым активом Синтерры, обеспечивающим значительное конкурентное преимущество на растущем рынке передачи данных. Компании Группы присутствуют в 83 регионах, сеть проходит по крупнейшим городам России (Москва, Санкт-Петербург, Самара, Нижний Новгород, Казань, Ростов-на-Дону, Новосибирск, Екатеринбург, Челябинск и Владивосток).

В настоящий момент Синтерра находится в активной фазе своего развития – в течение 2007 г. ее активы увеличились почти в три с половиной раза (до 792 млн. долл.), выручка возросла вдвое (до 449 млн. долл.). Компания объясняет столь существенные изменения приобретением в 2007 г. нескольких компаний, причем наибольшее влияние оказала покупка ЗАО «ПетерСтар» – крупнейшего альтернативного оператора Северо-Западного региона.

На сегодняшний день основными операционными компаниями группы Синтерра являются входящие в структуру займа ЗАО «Синтерра» (осуществляет предоставление в аренду каналов связи как спутниковых, так и наземной магистрали) и ЗАО «ПетерСтар». Эти компании являются основными генераторами операционной прибыли: без учета внутригрупповых оборотов по итогам 2007 г. доля ЗАО «Синтерра» и ЗАО «ПетерСтар» в консолидированной EBITDA группы составила 53.9% и 23% соответственно.

Финансовый профиль Синтерры мы оцениваем как весьма устойчивый (см. Таблицу). Стоит отметить высокую эффективность деятельности компании – в 2007 г. рентабельность по EBITDA составила 49%, по чистой прибыли 31%. Долговая нагрузка находится на весьма комфортных значениях менее 2.0х.

В 2008 г. Синтера рассчитывает увеличить выручку на 42% до 640 млн. долл. и сохранить рентабельность по EBITDA на текущем уровне. По прогнозу компании соотношение Долг/EBITDA по итогам года не должно превысить 2.0х.

В материалах к размещению говорится о том, что, возможно, в 2008 г. Синтерра будет осуществлять крупные приобретения (бюджет на эти сделки оценивается на уровне 300-400 млн. долл.). С учетом того, что текущие капзатраты (на поддержание и увеличение сети) составят порядка 200 млн. долл., вероятнее всего для осуществления M&A сделок Синтерре потребуется привлечь дополнительное финансирование. Насколько мы понимаем, среди наиболее вероятных «целей» для поглощения – оператор дальней связи МТТ. Сообщения о том, что Синтерра интересуется МТТ, неоднократно появлялись в СМИ (Интерфакс, Коммерсантъ), сообщалось также, что совет директоров АФК «Система», владеющей 50% акций МТТ, одобрил продажу принадлежащих компании 50% акций МТТ. Мы понимаем, что M&A-аппетиты подразумевают риски роста долговой нагрузки, но не склонны преувеличивать их в данном случае, т.к. уровень финансовой гибкости компании достаточно высок.

У кредитного профиля Синтерры достаточно много достоинств. Это высокий уровень финансовой прозрачности, уверенные рыночные позиции, подкрепленные наличием крупной собственной магистральной сети, низкая долговая нагрузка, высокая рентабельность и состоятельный акционер.

В то же время, некоторое беспокойство у нас вызывает очень скудный объем информации об истории формирования компании. Не совсем понятно, каким образом компания получила столь ценные телекоммуникационные активы. Согласно консолидированной отчетности за 2006-2007 гг. (насколько мы понимаем, это основной период формирования компании), инвестиционные затраты Синтерры составили лишь 120 млн. долл.

Среди компаний телекоммуникационного сектора, чьи выпуски обращаются на рынке, прямых аналогов мы не нашли. На наш взгляд, определенным ориентиром может служить запланированный на середину августа выпуск облигаций ОАО «Сибирьтелеком» (доходность к полуторагодовой оферте в диапазоне 9.7%-10%). Заметим однако, что сопоставлять Синтерру и МРК Связьинвеста можно лишь с рядом оговорок – всё-таки речь идет о сравнении частной и государственной компании, а как показали недавние события, риски неблагоприятных действий государства по отношению к частным компаниям по-прежнему высоки. Среди сильных сторон Сибирьтелекома отметим и наличие кредитного рейтинга, позволяющее облигациям

компании войти в Список репо ЦБ (туда уже входят СибТел-6 и СибТел-7). С учетом вышесказанного, мы думаем, что облигации Синтерры будут интересны рынку при доходности не ниже 12%.

| Ключевые финансовые показатели группы компаний «Синтерра» | | | | | | |
|---|------------------------|---------|-----------------------|----------------|------------------------|----------------|
| млн. долл. | Консолидировано (МСФО) | | ЗАО «Синтерра» (РСБУ) | | ЗАО «ПетерСтар» (РСБУ) | |
| | 2006 г. | 2007 г. | 2007 г. | 1 пол. 2008 г. | 2007 г. | 1 пол. 2008 г. |
| Выручка | 210.9 | 449.3 | 195.2 | 144.8 | 99.5 | 56.0 |
| ЕБИТДА | 62.9 | 221.8 | 130.6 | 72.2 | 51.1 | 27.0 |
| Чистая прибыль | 39.4 | 138.0 | 84.9 | 80.6 | 33.6 | 17.0 |
| Долг | 72.2 | 380.5 | 253.9 | 262.6 | 111.1 | 114.9 |
| Чистый долг | 32.3 | 365.4 | 251.8 | 253.2 | 109.3 | 114.0 |
| Собственный капитал | 59.8 | 170.6 | 106.5 | 193.7 | 168.6 | 193.7 |
| Активы | 228.1 | 792.3 | 671.3 | 807.8 | 292.4 | 328.0 |
| Ключевые показатели | | | | | | |
| Рентабельность ЕБИТДА (%) | 29.8% | 49.4% | 66.9% | 49.9% | 51.4% | 48.2% |
| Рентабельность Чистой прибыли (%) | 18.7% | 30.7 | 43.5% | 55.7% | 33.8% | 30.4% |
| Долг/ЕБИТДА (x) | 1.15x | 1.7x | 1.9x | 1.8x | 2.2x | 2.1x |
| Чистый Долг/ЕБИТДА (x) | 0.5x | 1.6x | 1.9x | 1.8x | 2.1x | 2.1x |
| Чистый Долг/Собственный капитал (x) | 0.5x | 2.1x | 2.4x | 1.3x | 0.6x | 0.6x |

Источник: данные компании, оценка МДМ-Банка.



МДМ-Банк
Корпоративно-
Инвестиционный Блок
Котельническая наб., 33/1
Москва, Россия 115172
Тел. 795-2521

Управляющий директор, Руководитель Дирекции Рынков Капитала

Сергей Бабаян

Sergey.Babayan@mdmbank.com

Начальник Департамента торговли и продаж на рынке долговых обязательств

Тарас Потятинник

Taras.Potyatynnik@mdmbank.com

Отдел продаж: bond_sales@mdmbank.com

| | |
|--------------------|------------------|
| Линаида Еремина | +7 495 363 55 83 |
| Наталья Ермолицкая | +7 495 960 22 56 |
| Дарья Грищенко | +7 495 363 27 44 |

Отдел торговли долговыми инструментами

| | |
|------------------|------------------------------|
| Николай Панюков | Nicolay.Panyukov@mdmbank.com |
| Александр Зубков | Alexander.Zubkov@mdmbank.com |
| Евгений Лысенко | Evgeny.Lysenko@mdmbank.com |

Отдел РЕПО

| | |
|-----------------|----------------------------|
| Алексей Базаров | Alexei.Bazarov@mdmbank.com |
| Денис Анохин | Denis.Anokhin@mdmbank.com |

Анализ рынка облигаций

| | | | |
|-----------------|-----------------------------|----------------|---------------------------|
| Михаил Галкин | Mikhail.Galkin@mdmbank.com | Максим Коровин | Maxim.Korovin@mdmbank.com |
| Ольга Николаева | Olga.Nikolaeva@mdmbank.com | Дмитрий Смелов | Dmitry.Smelov@mdmbank.com |
| Мария Радченко | Maria.Radchenko@mdmbank.com | | |

Анализ рынка акций

| | | | |
|----------------------|----------------------------------|----------------|-----------------------------|
| Джордж Лилис | George.Lilis@mdmbank.com | Мария Шевцова | Maria.Shevtsova@mdmbank.com |
| Екатерина Генералова | Ekaterina.Generalova@mdmbank.com | Андрей Кучеров | Andrew.Kucherov@mdmbank.com |
| Елена Зенкова | Elena.Zenkova@mdmbank.com | Джеймс Льюис | James.Lewis@mdmbank.com |

Редакторы

| | | | |
|-------------------|--------------------------------|------------------|------------------------------|
| Михаил Ременников | Mikhail.Remennikov@mdmbank.com | Александр Бесков | Alexander.Beskov@mdmbank.com |
| Эндрю Маллиндер | Andrew.Mullinder@mdmbank.com | | |

Настоящий обзор имеет только информационное значение и не может рассматриваться как предложение о совершении сделок на финансовом рынке. Отчет основан на источниках информации, заслуживающих доверие, однако мы не гарантируем, что все сведения абсолютно точны. Информация может быть изменена нами без предварительного уведомления.

© 2008, ОАО МДМ-Банк. Без разрешения МДМ-Банка запрещается воспроизводить, адаптировать, передавать по различным каналам, транслировать в эфир, доводить до общего сведения, публично показывать, преобразовывать в цифровую форму, синтезировать, опубликовать, модифицировать, усовершенствовать, адаптировать, переводить на другие языки, использовать с другими произведениями, рекламировать, распространять, публицизировать, продавать, сдавать в аренду, включать в каталоги, создавать резервные копии, архивировать, включать в базы данных и давать право доступа.