

17 февраля 2010

Содержание

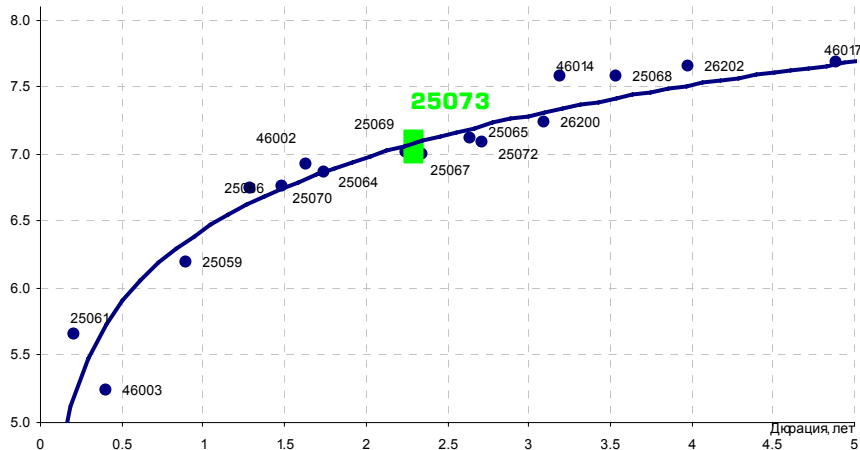
- **Аукцион ОФЗ 25073** Стр 1
- **Первичный рынок – предложение от Татфондбанка** Стр 2

Аукцион ОФЗ 25073

Сегодня после двухнедельного перерыва Минфин снова размещает выпуск ОФЗ 25073 объемом 20 млрд. руб. и дюрацией 2.3 года. Мы считаем, что на этот раз аукцион пройдет успешно. Со времени неудавшегося размещения 25073, состоявшегося 27 января, доходность ОФЗ в сегменте 2-3 лет снизилась примерно на 20 б.п. По нашим оценкам, рыночная доходность ОФЗ 25073 сейчас находится около 7.0%. Такой уровень приемлем для Минфина, учитывая, что на предыдущем аукционе средневзвешенная доходность составила 7.17%. По нашему мнению, он готов дать премию к рынку в размере 10 б.п.

Таким образом, мы считаем, что на сегодняшнем аукционе будет размещен весь объем при средневзвешенной доходности 7.0%-7.1%. Вчера на рынке облигаций преобладали позитивные настроения, цены бумаг первого эшелона достаточно сильно выросли. Поэтому даже небольшая премия к рынку при размещении может привлечь очень хороший спрос.

Кривая доходности ОФЗ



Первичный рынок – предложение от Татфондбанка

Вчера было объявлено о готовящемся размещении рублевых облигаций Татфондбанка (B2 negative) шестой серии объемом 2 млрд рублей. По выпуску предусмотрена годовая оферта, а купон будет определяться на аукционной основе в день размещения (2 марта). Организаторы выпуска ориентируют на уровень доходности в диапазоне 11.83%-12.36% (ставка купона 11.5%-12.0%). Мы не считаем, что доходность выпуска является привлекательной как на сравнительной основе, так и на основе соотношения риск/доходность.

Поскольку нам не удалось ознакомиться с аудированной отчетностью Татфондбанка (ТФБ) по МСФО, то мы хотим уделить внимание фактору поддержки банка со стороны Республики Татарстан (Ba1), который, по нашему мнению, несколько переоценен рыночными участниками. По мнению Moody's, автономное кредитное качество ТФБ весьма слабое и находится на уровне B3 negative. Вероятность поддержки банка со стороны РТ, по мнению агентства, находится на «умеренном» уровне, что, как мы считаем, вряд ли подразумевает вероятность более 50%.

В акционерной структуре банка правительство РТ представлено весьма опосредовано - через 27%-ное участие ОАО «Татагролизинг», а в остальном банк контролируется менеджментом и прочими акционерами - частными лицами. При этом рыночные позиции ТФБ в регионе (13% и 18% по активам и розничным депозитам соответственно) не столь значительны как, к примеру, у банка АкБарс, что, по нашему мнению, также говорит о его невысокой системной значимости для региона.

К негативным факторам мы также относим тот факт, что ТФБ по-прежнему существенно зависит от беззалоговых кредитов ЦБ – объем такого фондирования составил около 5 млрд рублей на конец 2009 года, что лишь на треть меньше, чем в пиковый период конца 2008 года. Хотя само по себе наличие фондирования от ЦБ не говорит о слабом кредитном качестве ТФБ, этот факт может косвенно указывать на наличие проблем с ликвидностью, вызванных, к примеру, существенным уровнем дефолтов в кредитном портфеле банка. К сожалению, отчетность ТФБ не дает нам возможности в полной мере оценить уровень просрочки и сбалансированность активов и пассивов по срокам.

Пока что мы не можем полностью выразить свое мнение о кредитном качестве банка. В том случае, если нам удастся ознакомиться с отчетностью ТФБ по МСФО, мы выпустим дополнительный комментарий на эту тему. Тем не менее, мы не рекомендуем инвесторам всецело полагаться на фактор поддержки ТФБ со стороны РТ и забывать о его весьма слабом кредитном профиле, исходя из оценок рейтингового агентства Moody's.

С точки зрения сравнительного анализа предлагаемый организаторами диапазон доходности нового выпуска Татфондбанка не выглядит привлекательным. С учетом разницы в дюрации, данный выпуск предлагает премию к биржевым облигациям МДМ Банка (B+/Ba2/BB) в размере около 170 б.п., что на наш взгляд не является достаточным уровнем компенсации за кредитное качество ТФБ (четыре рейтинговых ступени по шкале Moody's без учета поддержки).

Татфондбанк планирует размещение рублевых облигаций

Фактор поддержки несколько переоценен участниками рынка и, по нашему мнению, его вероятность не более 50%

Участие РТ в капитале банка весьма опосредовано, а системная значимость ТФБ для республики не очевидна

Большая доля беззалоговых кредитов ЦБ может косвенно указывать на проблемы в банке

В отсутствии достаточной финансовой информации мы не можем выразить свое мнение о кредитном качестве ТФБ...

... и пока что не считаем облигации ТФБ интересным предложением

ЗАО «Райффайзенбанк»

Адрес	119071, Ленинский пр т, д. 15А
Телефон	(+7 495) 721 9900
Факс	(+7 495) 721 9901

Константин Сорин	konstantin.g.sorin@raiffeisen.ru	(+7 495) 981 2893
Антон Плетенев	anton.pletenev@raiffeisen.ru	(+7 495) 221 9801

Продажи

Наталья Пекшева	sales@raiffeisen.ru	(+7 495) 721 3609
Андрей Бойко		(+7 495) 775 5231
Анастасия Евстигнеева		(+7 495) 721 9971
Антон Кеняйкин		(+7 495) 721 9978

Торговые операции

Александр Посев	alosev@raiffeisen.ru	(+7 495) 721 9976
Александр Глебов	aglebov@raiffeisen.ru	(+7 495) 981 2857
Семен Гавриленко	semen.gavrilenko@raiffeisen.ru	(+7 495) 721 9974

Начальник Управления корпоративного финансирования и инвестиционно банковских операций

Никита Патрахин	npatrahin@raiffeisen.ru	(+7 495) 721 2834
Выпуск облигаций		
Олег Гордиенко	ogordienko@raiffeisen.ru	(+7 495) 721 2845
Олег Корнилов	okornilov@raiffeisen.ru	(+7 495) 721 2835
Екатерина Михалевич	emikhalevich@raiffeisen.ru	(+7 495) 775 5297
Дмитрий Румянцев	droumiantsev@raiffeisen.ru	(+7 495) 721 2817
Анастасия Байкова	abaikova@raiffeisen.ru	(+7 495) 225 9114
Татьяна Костина	tatyana.s.kostina@raiffeisen.ru	(+7 495) 225 9184
Тимур Файзуллин	tfaizullin@raiffeisen.ru	(+7 495) 721 9900

Аналитика

Операции на рынке облигаций

Организация облигационных займов

ВАЖНАЯ ИНФОРМАЦИЯ. Предлагаемый Вашему вниманию ежедневный информационно аналитический бюллетень ЗАО «Райффайзенбанк» (Райффайзенбанк) предназначен для клиентов Райффайзенбанка. Информация, представленная в бюллетене, получена Райффайзенбанком из открытых источников, которые рассматриваются банком как надежные. Райффайзенбанк не имеет возможности провести должную проверку всей такой информации и не несет ответственности за точность и полноту представленной информации. При принятии инвестиционных решений, инвестор не должен полагаться исключительно на мнения, изложенные в настоящем бюллетене, но должен провести собственный анализ финансового положения эмитента облигаций и всех рисков, связанных с инвестированием в ценные бумаги. Райффайзенбанк не несет ответственности за последствия использования содержащихся в настоящем отчете мнений и/или информации.

