

УКРАИНСКИЙ РЫНОК ОБЛИГАЦИЙ

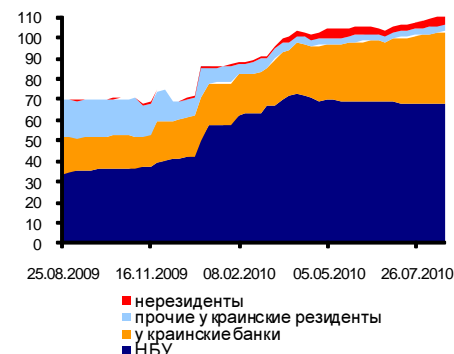
Артем Кость, kost@ufc-capital.com

1 сентября 2010 г.

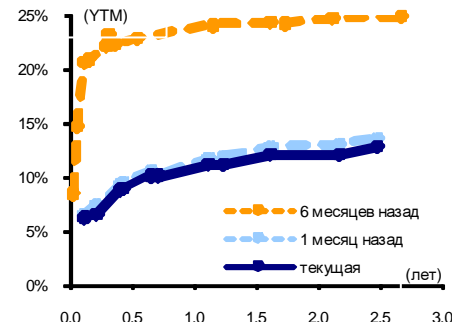
Межбанковский рынок: ставки и остатки на корреспондентских счетах банков



Держатели ОВГЗ, млрд. грн.



Изменение суверенной кривой доходности



Ликвидность

В последние две недели августа на межбанковском рынке стали появляться признаки сужения банковской ликвидности. Этот процесс ускорился после того, как Министерство финансов Украины объявило о выпуске второго, третьего и четвертого транша НДС-облигаций, что подтолкнуло крупнейшие банки к перераспределению своих свободных денежных средств из межбанка в новый сегмент НДС-ОВГЗ. **Мы подтверждаем свой прогноз, что появление на рынке НДС-облигаций приведет к значительному сокращению ликвидности на межбанковском рынке, так как многие игроки аккумулировали свободные средства под покупку именно этих инструментов.**

В начале текущей недели мощным сигналом того, что снижение межбанковской ликвидности уже началось, стала динамика остатков средств коммерческих банков на корреспондентских счетах в НБУ, которые снизились до уровня своего двухмесячного минимума – 18.5 млрд. грн. Отметим, что всего месяц назад этот показатель был близок к 30 млрд. грн.

Еще одним фактором, подтверждающим, что ситуация с ликвидностью ухудшается, является рост краткосрочных кредитных ставок, которые показывают готовность коммерческих банков кредитовать друг друга в определенный момент времени. Значение двух из трех основных межбанковских ставок выросло – «овернайт» прибавил 0.12 п. п., а двухнедельная ставка – 0.22 п. п. Средняя краткосрочная ставка, рассчитываемая НБУ, продемонстрировал значительный рост, повысившись на 0.4 п. п.

Прогноз: Мы считаем, что ставки по краткосрочным кредитам на межбанковском рынке будут продолжать свой рост в течение следующей недели, поскольку новые транши НДС-ОВГЗ отвлекут на себя порядка 10 млрд. грн, свободной ликвидности банков. В то же время банки, по всей видимости, и в дальнейшем будут предпочитать инвестировать в ОВГЗ, а не направлять средства на возобновление коммерческого кредитования.

Основные индикаторы

	30.08	16.08	Изм.
Овернайт	0.73%	0.61%	+0.12 п. п.
1 недели	0.92%	0.95%	-0.03 п. п.
2 недели	1.88%	1.66%	+0.22 п. п.
UAH/USD	7.8800	7.8900	-0.04%
UAH/EUR	10.12674	10.09841	-0.71%
UAH/RUR	0.25693	0.25937	-0.94%

Ставки-ориентиры UFC

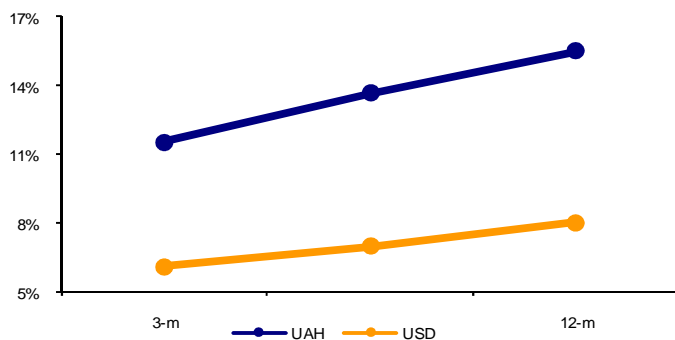
	31.08	18.08	Изм.
Корпоративные облигации	14.8%	14.8%	0.0 п. п.
Муниципальные	17.2%	17.2%	0.0 п. п.
UFC депозит в UAH	13.6%	13.8%	-0.2 п. п.
UFC депозит в USD	7.0%	7.1%	-0.1 п. п.

Календарь облигаций: 02.09.2010-08.09.2010

Купонные платежи		
04.09.10	UKRAIN	Украина, 2011
06.09.10	OMGBE	Мегабанк, 1-Е
06.09.10	CODSHD	Днепрошина, 1-D
06.09.10	OFNINB	Банк Финансовая Инициатива, 1-В
06.09.10	OMGBE	Мегабанк, 1-Е
07.09.10	CO-PBF	Кредитпромбанк, 1-F
07.09.10	-	Спецстроймонтаж, 1-С
08.09.10	EXIMUK	Укрэксимбанк, 2012
08.09.10	OFLGB	Финансовая лизинговая группа, 1-В
08.09.10	-	Альфа-Банк, 1-С
08.09.10	66880	Украина, 04.09.2013
Погашение/оферта		
07.09.10	-	Спецстроймонтаж, 1-С

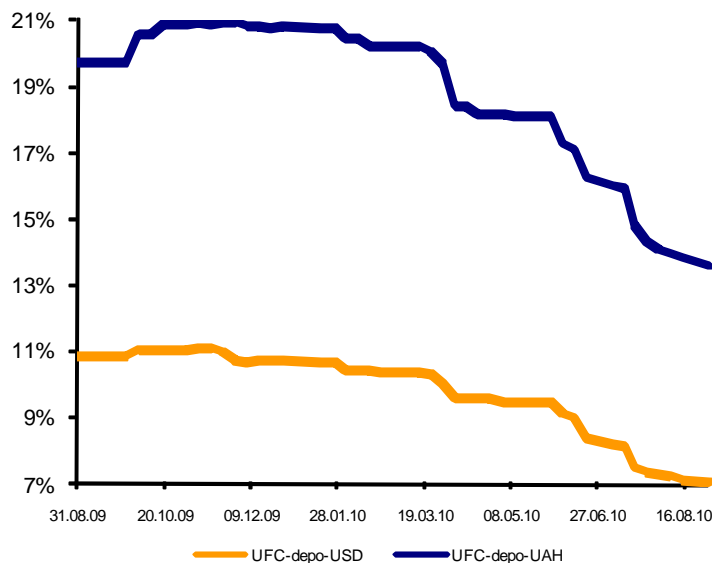
Депозитные ставки

Кривая доходности по депозитам в грн. и долл. США



Депозитная политика украинских коммерческих банков не является достаточно гибкой, чтобы отражать последние тенденции межбанковского рынка. По этой причине на прошлой неделе динамика депозитных индексов, рассчитываемых нами, осталась неизменной. Гривневый индекс UFC-depo-UAH и долларовой UFC-depo-USD понизились на 0.1 п. п. и 0.2 п. п. соответственно. **Тем не менее, мы ожидаем, что падение ликвидности межбанковского кредитного рынка все же приведет к приостановлению снижения депозитных ставок украинскими банками в течение нескольких следующих недель.**

Динамика депозитных ставок в грн. и долл. США.



Государственные ценные бумаги

Активность в сегменте украинских суверенных еврооблигаций остается низкой по целому ряду причин. Среди них достаточно осторожное поведение инвесторов, которые считают, что ралли на долговых рынках развивающихся стран уже закончилось. **Мы считаем, что выпуск НДС-облигаций также является весомым фактором, способствующим низкой активности торгов на рынке еврооблигаций, так как многие инвесторы-нерезиденты рассматривают для себя эту инвестиционную возможность.**

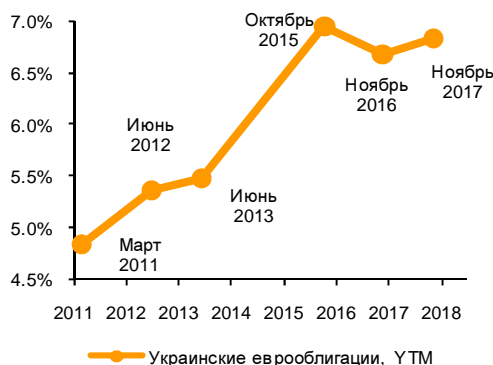
Исходя из котировок NDF на гривну (UAH/USD) прогнозные темпы девальвации национальной валюты составляют около 6%, что делает покупку НДС-облигаций с доходностью в 15% выгодным

Украинский рынок облигаций: (16.08.2010-27.08.2010)

Тиккер в ПФТС	Эмитент	Купон	Объем, млн. грн.	УТМ
60289	Украина, 15.09.2010	-	199.75	7.0%
681□1	Украина, 22.09.2010	-	199.27	4.3%
66880	Украина, 04.09.2013	12.5%	160.64	15.1%
75501	Украина, 20.04.2011	-	150.20	57.2%
61725	Украина, 17.11.2010	-	125.98	7.6%
63648	Украина, 26.01.2011	-	96.45	9.5%
76780	Украина, 27.07.2011	-	91.06	11.1%
64018	Украина, 20.02.2013	20.0%	59.87	13.4%
63309	Украина, 13.10.2010	-	49.66	7.0%
62012	Украина, 23.11.2011	20.0%	37.08	19.1%
65429	Украина, 27.03.2013	14.5%	36.48	17.0%
53912	Украина, 11.04.2012	15.7%	32.99	17.4%
65403	Украина, 20.10.2010	-	29.75	6.3%
65411	Украина, 12.01.2011	-	18.94	16.2%
65965	Украина, 16.02.2011	-	9.57	10.1%
81202	Украина, 07.08.2013* Евро-2012 спецсерия	12.0%	8.04	13.0%
IPOGLD	Галичина, 1-D	15.0%	8.02	-
IPVENA	Вена, 1-A	20.0%	0.78	-
OBHFZ	Борщяговский ХФЗ, 1-A	27.6%	0.52	-
OOMAVA	Омега-автопоставка, 1-A	25.0%	0.42	24.6%
OOMAVB	Омега-автопоставка, 1-B	25.0%	0.40	23.8%
OBROKA	Брокбизнесбанк, 1-A	16.0%	0.15	18.1%
OBROKB	Брокбизнесбанк, 1-B	13.0%	0.15	-
OBSSTA	АБ Бизнес Стандарт, 1-A	18.0%	0.12	-
OVDB	ВЕСТА-Днепр, 1-B	19.0%	0.10	30.1%
OBXRF	Банк Крещатик, 1-F	18.0%	0.07	104.2%

вложением для нерезидентов. Это повышает вероятность того, что этот сегмент в краткосрочной перспективе будет привлекать больше внимания инвесторов, чем рынок суверенных еврооблигаций.

Кривая доходности еврооблигаций Украины



НДС-ОВГЗ

Долгожданный выпуск основных траншей НДС-облигаций, наконец, состоялся в конце прошлой и в начале текущей недели. 27 августа 2010 г. Министерство финансов сообщило об осуществлении второго транша облигаций для оформления возмещения НДС. При этом объем второго транша оказался 2.05 млрд. грн., а в реестр получателей вошли 217 плательщиков налога. 30 августа Минфин осуществил выпуск третьего транша НДС-облигаций на общую сумму в 8.3 млрд. грн. Облигации были выпущены в пользу 117 предприятий, задолженность по возмещению НДС перед которыми была наибольшей.

По результатам выпуска четырех траншей общая сумма эмитированных НДС-ОВГЗ составила 16.4 млрд. грн., что соответствует предварительным оценкам правительственных органов. Таким образом, в целом выпуск НДС-облигаций можно считать завершенным, хотя не исключено, что в связи с пересмотром реестра могут быть сделаны еще выпуски незначительного объема.

По нашему мнению, столь оперативный выпуск 16 млрд. грн. госбумаг на протяжении последних трех рабочих дней, несмотря на текущий большой спрос со стороны участников рынка, будет провоцировать рост дисконта по этим инструментам с текущих 20% до 25% и, возможно, выше.

Аукцион ОВГЗ.

Несмотря на существенный объем второго и третьего траншей НДС-ОВГЗ, которые были осуществлены до начала аукциона по размещению ОВГЗ во вторник, активность участников торгов снизилась незначительно. Общий объем привлеченных средств составил 1.06 млрд. грн., что на 13% меньше, чем неделей ранее.

Уже традиционно основной спрос на аукционе был на короткие бумаги, — по серии с погашением в феврале 2011 г. было выставлено 9 заявок на 850 млн. грн. из которых 6 на 742 млн. грн. были удовлетворены. Доходность размещения составила 9%.

По годичной бумаге было подано 10 заявок на 179 млн. грн. Минфин удовлетворил лишь 4 заявки по минимальной доходности в 11%, что позволило ему привлечь 68 млн. грн.

По трехлетним ОВГЗ спецсерии, которая используется банками для

Рейтинг украинских облигаций (внутренняя методология*)		
Корпоративные		
Агромат, 1-B	OAGMTB	ufcBB
Амстор, 1-E	OAMSE	ufcCCC
Богдан, 1-B	OLUAZB	ufcBB
Галичина, 1-C	OGLCHC	ufcB
Галнафтогаз, 1-E	ONGNE	ufcBBB
Донецксталь, 1-A	CODSTA	ufcBB
Кировоградоблэнерго, 1-A	OKIONA	ufcB
Кonti, 1-B	OKKOB	ufcB
МАУП, 1-A	OMAUPA	ufcB
Севастопольэнерго, 2-A	OSENA2	ufcB
Сумыхимпром, 1-A	OSUMHA	ufcCC
Фаворит, 1-B	COFRAB	пересмотр
ХАРП Трейдинг, 1-B	OHRPTB	ufcBB
Хлебпром, 1-D	OHLPD	ufcB
Финансовые		
Альфа Банк, 1-F	OALFF	ufcBBB-
Банк Хрещатик, 1-E	OBXRE	ufcBBB
Донгорбанк, 3-C	ODGBC2	ufcB
Имэксбанк, 1-A	OIMEXA	ufcBB
Кредитпромбанк, 1-F	COKPBF	ufcCC
ПУМБ, 1-A	COPUMB	ufcA
Райффайзен Банк Аваль, 1-B	OBVLB	ufcA
Родовид Банк, 1-C	ORODBC	ufcCC
Укргазбанк, 1-A	OUGZBA	ufcCCC
Укрсоцбанк, 1-D	OUSCD	ufcA
Форум, 1-C	OPRXBC	ufcBBB

* Для получения более подробной информации о внутренней методологии UFC Capital, используемой для определения рейтинга корпоративных облигаций, воспользуйтесь ссылкой ниже: http://www.ufc-capital.com/en/analysis/bonds_rate.htm

покрытия обязательных резервов, было удовлетворено 3 заявки на 250 млн. грн. по 12% эффективной доходности. В то же время, по обычным трехлетним ОВГЗ на вчерашнем аукционе не было подано ни одной заявки.

Прогноз: *Таким образом, первые три транша НДС-ОВГЗ не стали причиной большого снижения активности на аукционе по размещению ОВГЗ. Тем не менее, мы ожидаем, что после появления на вторичном рынке четвертого транша активность первичного рынка все же упадет.*

Вторичный рынок облигаций

Наихудший период для корпоративного сегмента украинского облигационного рынка, по всей видимости, в прошлом. С начала 2010 г. экономика демонстрирует признаки восстановления, создавая для эмитентов благоприятные условия выполнения своих финансовых обязательств. Волна корпоративных дефолтов и реструктуризаций ослабла к концу 2009 г., а возобновление первичных размещений дает веские основания говорить о нормализации ситуации на рынке. Несмотря на это, в начале этой недели Дрогобычский допотный завод сообщил о дефолте при погашении своих облигаций серии 1-В. **Мы не ожидаем, что это событие означает начало второй волны дефолтов на украинском долговом рынке, поскольку этот дефолт носит скорее специфический характер и не сигнализирует о систематических изменениях в сегменте.**

В то же время, Банк «Бизнес Стандарт» сообщил, что собирается выпустить новую серию облигаций. Ожидаемый объем выпуска составляет внушительные 100 млн. грн. На наш взгляд, в текущих условиях этот объем будет проблематично полностью разместить среди участников рынка.

В сегменте корпоративных еврооблигаций Мироновский хлебопродукт сообщил о чистой прибыли за II кв. 2010 г., которая оказалась на 31% выше по сравнению с предыдущим кварталом. Эта новость оказала положительное влияние на котировки облигаций компании, однако не стала причиной увеличения реального спроса на бумаги в связи с общей низкой активностью на рынке.

Прогноз: *Мы ожидаем, что активность на вторичном рынке еврооблигаций начнет увеличиваться с начала сентября. Тем не менее, в краткосрочной перспективе, в центре внимания многих инвесторов будут оставаться НДС облигации, а также возможный новый выпуск суверенных еврооблигаций.*

Еврооблигации

Эмитент	bid	ask	Доходн. (bid)	Доходн. (offer)	Купон	Спрэд* (bid/offer)	Модифиц. дюрация	Объем, млн.	Валюта	Погашение
Украина, 2011	100.50	101.00	5.85%	4.84%	6.875%	534/ 483	0.48	600	USD	04.03.2011
Украина, 2012	101.25	101.75	5.64%	5.35%	6.385%	493/ 464	1.67	500	USD	26.06.2012
Украина, 2013	105.00	105.50	5.67%	5.48%	7.650%	477/ 458	2.44	1 000	USD	11.06.2013
Украина, 2015	91.00	91.50	7.08%	6.95%	4.950%	538/ 525	4.11	600	EUR	13.10.2015
Украина, 2016	99.00	99.50	6.78%	6.68%	6.580%	495/ 485	4.93	1 000	USD	21.11.2016
Украина, 2017	99.00	99.50	6.93%	6.84%	6.750%	480/ 471	5.50	700	USD	14.11.2017
ИСД, 2010	20.00	40.00	-	-	9.250%	N/A	N/A	150	USD	23.09.2010
Азовсталь, 2011	100.00	100.50	9.22%	8.15%	9.125%	861/ 701	0.46	175	USD	28.02.2011
Киев, 2011	99.00	100.25	9.83%	8.30%	8.625%	907/ 754	0.80	200	USD	15.07.2011
Укрсиббанк, 2011	101.50	102.25	7.52%	6.67%	9.250%	672/ 587	0.86	250	USD	04.08.2011
Укрэксимбанк, 2011	100.50	101.00	7.13%	6.61%	7.650%	626/ 574	0.95	500	USD	07.09.2011
Укрсиббанк, 2011	100.50	101.00	7.33%	6.92%	7.750%	652/ 611	1.19	500	USD	21.12.2011
Приватбанк, 2012	97.50	98.25	9.91%	9.33%	8.000%	913/ 854	1.30	500	USD	06.02.2012
Альфа-Банк (Украина), 2012	101.00	101.50	12.38%	12.08%	13.000%	1135/1056	1.64	841	USD	30.07.2012
Укрэксимбанк, 2012	99.00	99.50	7.32%	7.06%	6.800%	662/ 636	1.85	250	USD	04.10.2012
Киев, 2012	96.75	97.50	9.90%	9.51%	8.250%	915/ 876	1.93	250	USD	26.11.2012
Финансы и Кредит, 2014	82.50	86.00	17.54%	15.99%	10.500%	1648/1493	2.61	100	USD	25.01.2014
ВиЭйБи Банк, 2014	73.00	76.50	21.21%	19.56%	10.500%	1987/1825	2.79	125	USD	14.06.2014
Нафтогаз Украины, 2014	109.50	110.00	6.79%	6.66%	9.500%	553/ 546	3.26	1 595	USD	30.09.2014
ПУМБ, 2014	91.00	93.50	13.82%	13.00%	11.000%	1248/1167	3.26	275	USD	31.12.2014
Укрэксимбанк, 2015	103.00	103.50	7.59%	7.47%	8.375%	616/ 604	3.70	500	USD	27.04.2015
ДТЭК, 2015	100.75	101.50	9.29%	9.09%	9.500%	787/ 767	3.58	500	USD	28.04.2015
МХП, 2015	102.00	102.75	9.70%	9.50%	10.250%	829/ 809	3.53	585	USD	29.04.2015
Метинвест, 2015	103.50	104.50	9.31%	9.05%	10.250%	781/ 762	3.60	500	USD	20.05.2015
Киев, 2015	90.00	91.00	10.55%	10.28%	8.000%	899/ 871	3.96	250	USD	06.11.2015
Приватбанк, 2016	93.25	94.75	10.40%	10.02%	8.750%	2568/2158	0.38	150	USD	09.02.2016
Укрэксимбанк, 2016	95.50	97.25	9.48%	9.05%	8.400%	785/ 742	4.20	125	USD	09.02.2016

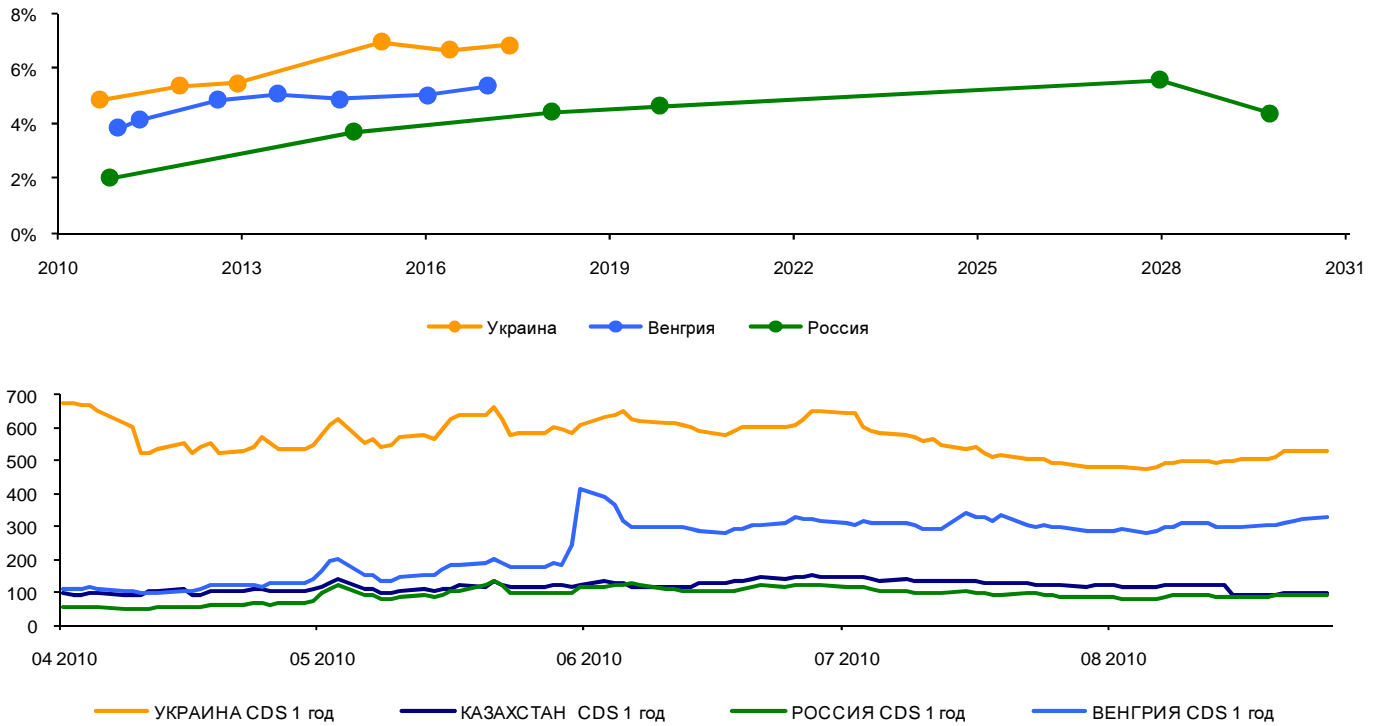
* - Z-спрэд к казначейским обязательствам США.

Облигации внутреннего государственного займа

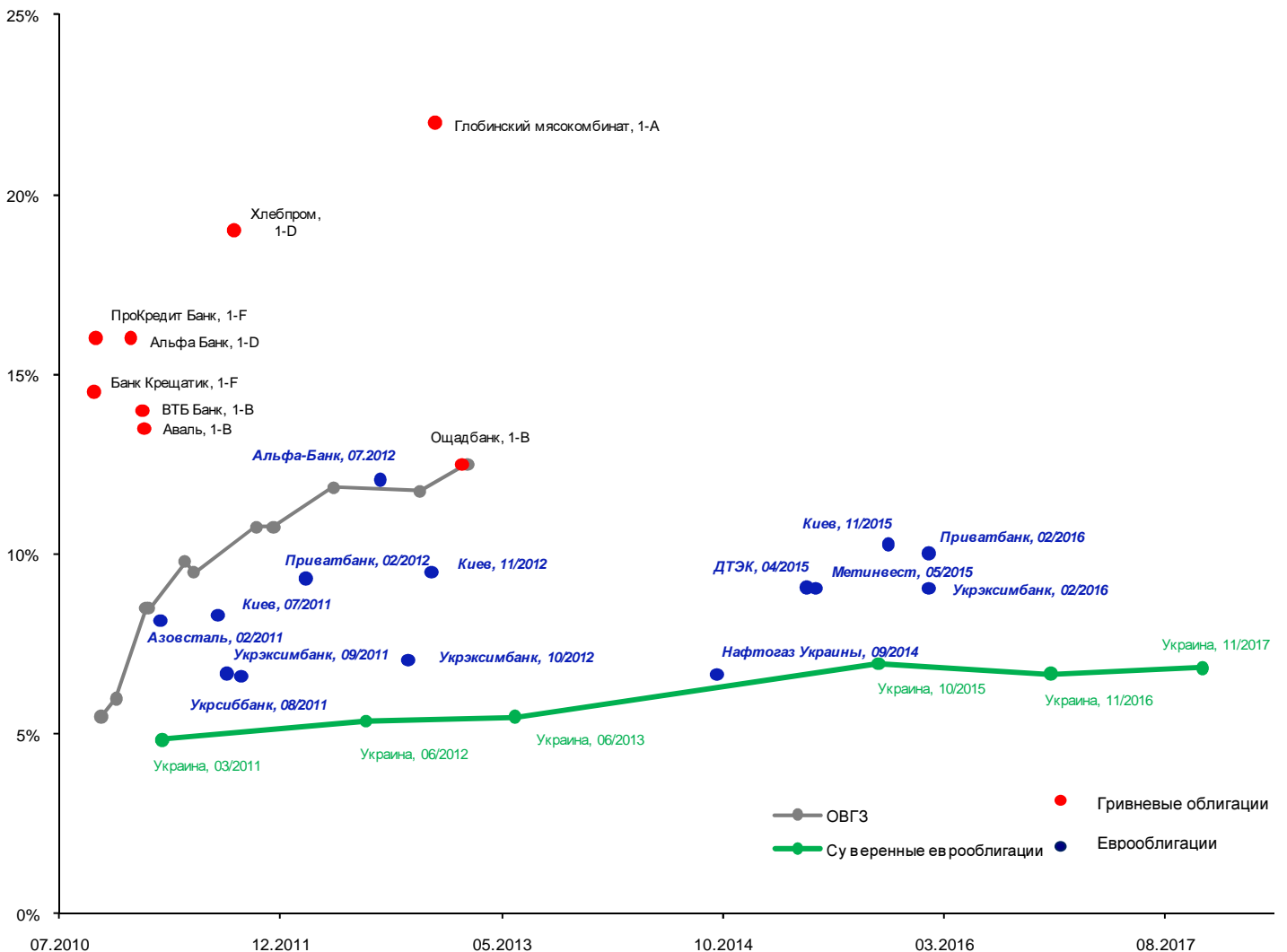
Эмитент, тиккер	bid	ask	Yield (bid)	Yield (offer)	Купон	Погашение
Украина, 63309*	991.82	993.56	7.00%	5.50%	-	13.10.2010
Украина, 61725*	985.26	987.34	7.00%	6.00%	-	17.11.2010
Украина, 63648*	963.85	966.68	9.25%	8.50%	-	26.01.2011
Украина, 74173*	961.22	965.16	9.50%	8.50%	-	02.02.2011
Украина, 54456*	1 128.84	1 133.23	10.50%	9.80%	20.00%	27.04.2011
Украина, 66526*	928.87	936.62	10.75%	9.50%	-	18.05.2011
Украина, 61089*	1 239.21	1 246.79	11.45%	10.75%	25.14%	12.10.2011
Украина, 62012*	1 151.98	1 160.61	11.50%	10.75%	20.00%	23.11.2011
Украина, 53912*	1 114.57	1 120.21	12.25%	11.85%	15.70%	11.04.2012
Украина, 61451*	1 211.48	1 226.07	12.50%	11.75%	20.00%	31.10.2012
Украина, 64018*	1 246.50	1 262.95	13.25%	12.50%	20.00%	20.02.2013

Примечание. Для выпусков, помеченных звездочками, указаны простые доходности, для прочих выпусков – эффективные.

Кривые доходности суверенных еврооблигаций и динамика CDS



Кривая доходности ОВГЗ и эффективная доходность к погашению украинских гривневых облигаций и еврооблигаций



ООО «Украинский фондовый центр»
01034, Украина, г. Киев, ул. Владимирская 47, офис 1
тел.: +380 (44) 391-37-78 факс: +380 (44) 391-37-79
<http://www.ufc-capital.com>

Михаил Дорфман
Управляющий партнер
dorfman@ufc-capital.com

Владимир Ланда
Начальник аналитического отдела
landa@ufc-capital.com

Виталий Горовой
Директор по стратегическому развитию
gorovoy@ufc-capital.com

Артём Кость
Начальник отдела анализа долговых рынков
kost@ufc-capital.com

Сергей Шаров
Аналитик
sharov@ufc-capital.com

© 2010 ООО «Украинский фондовый центр». Все права защищены.

Представленные в документе мнения выражены с учетом ситуации на дату выхода материала.

Документ носит исключительно ознакомительный характер; он не является предложением или советом по покупке либо продаже ценных бумаг и не должен рассматриваться как рекомендация подобного рода действий. Мы не утверждаем, что приведенная информация и мнения верны либо представлены полностью, хотя они базируются на данных, полученных из надежных источников.

Принимая во внимание вышесказанное, не следует полагаться исключительно на содержание данного документа в ущерб проведению независимого анализа. Несанкционированное копирование, распространение, а также публикация этого документа в любых целях запрещены.