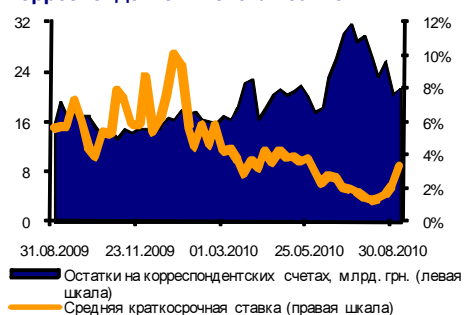


УКРАИНСКИЙ РЫНОК ОБЛИГАЦИЙ

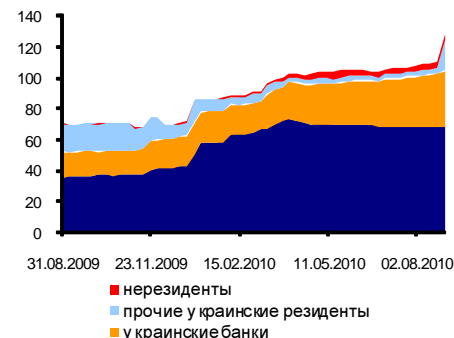
Артем Кость, kost@ufc-capital.com

8 сентября 2010 г.

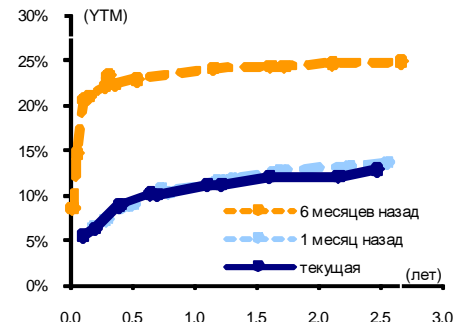
Межбанковский рынок: ставки и остатки на корреспондентских счетах банков



Держатели ОВГЗ, млрд. грн.



Изменение суверенной кривой доходности



Макроэкономический взгляд

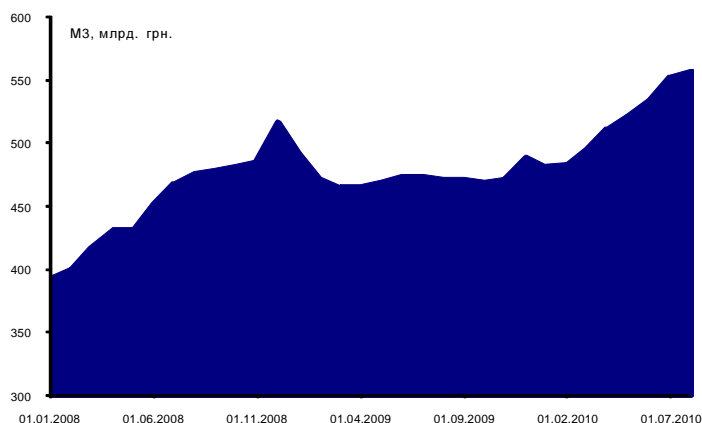
Макроэкономическая ситуация в Украине с начала 2010 г. значительно улучшилась, о чем свидетельствует значительный рост ликвидности на межбанковском рынке, увеличение валютных резервов НБУ (с января 2010 – рост на 23.3%), ослабление инфляции (в апреле-июле наблюдалась дефляция), а также незначительная ревальвация национальной валюты. **Тем не менее, на наш взгляд, на данный момент существуют некоторые признаки того, что макроэкономическая ситуация начиная с сентября 2010 г. будет ухудшаться, что спровоцирует повышение суверенной кривой на 100-200 б.п. до конца 2010 г.**

Монетарная статистика

Недавно опубликованные Национальным банком Украины данные денежно-кредитной статистики за август 2010 г. свидетельствуют о некотором остужении положительных трендов. Общий объем средств на депозитных счетах вырос всего на 1.5% до 380.6 млрд. грн. (после роста на 3.3% в июле). Основной вклад в эту динамику в августе сделали корпоративные клиенты, которые увеличили свои депозитные вклады на 2.8%.

Физические лица прибавили лишь 0.8%, что подтверждает наш предыдущий прогноз относительно приостановления массивного притока депозитов с сентября. В результате, рост денежной массы (МЗ) замедлился до 0.8% после скачка на 3.4% в июле.

Денежная масса в Украине



Основные индикаторы			
	06.09	30.08	Change.
Овернайт	0.72%	0.73%	-0.01 п. п.
1 недели	1.15%	0.92%	+0.24 п. п.
2 недели	1.93%	1.88%	+0.04 п. п.
UAH/USD	7.90820	7.88700	0.27%
UAH/EUR	10.14938	10.02674	1.22%
UAH/RUR	0.25766	0.25693	0.28%

Ставки-ориентиры UFC			
	06.09	31.08	Изм.
Корпоративные облигации	14.8%	14.8%	0.0 п. п.
Муниципальные	17.2%	17.2%	0.0 п. п.
UFC депо в UAH	13.5%	13.6%	-0.1 п. п.
UFC депо в USD	7.0%	7.0%	-0.0 п. п.

Календарь облигаций: 09.09.2010-15.09.2010

Купонные платежи		
09.09.10	-	Сведбанк, 1-D
10.09.10	OAMSE	Амстор, 1-E
10.09.10	OAMSF	Амстор, 1-F
13.09.10	OALFF	Альфа-Банк, 1-F
13.09.10	-	Альфа-Банк Украина, 1-G
15.09.10	63564	Украина, 12.09.2012
15.09.10	64810	Украина, 14.03.2012
15.09.10	64802	Украина, 14.09.2011
Погашение/оферта		
13.09.10	OALFF	Альфа-Банк, 1-F
13.09.10	-	Альфа-Банк Украина, 1-G
15.09.10	60289	Украина, 15.09.2010

Государственные финансы

Ситуация с государственными финансами в 2010 г. остается достаточно сложной. В утвержденном бюджете на текущий год дефицит составил 57.7 млрд. грн. или 5.3% ВВП, однако впоследствии он был пересмотрен до 4.99% ВВП, что было предусмотрено в соглашении с МВФ. С начала 2010 г. украинскому правительству удавалось финансировать реальный бюджетный дефицит путем успешного размещения ОВГЗ в общем размере 40 млрд. грн., в то время как объем погашенных ОВГЗ за этот период составил 15 млрд. грн. На данный момент государственная задолженность по ОВГЗ, которые должны быть погашены до конца 2010 г., равна 7 млрд. грн. **Мы не ожидаем проблем с погашением этой суммы и считаем, что она может быть рефинансирована за счет новых размещений ОВГЗ до конца года.**

Хотя официальный размер дефицита бюджета за январь-июль 2010 г., составил 27.7 млрд. грн., что идет в ногу с прогнозами правительства, мы считаем вполне вероятным, что реальный дефицит бюджета в 2010 г. будет расширяться, так как некоторые источники доходов госбюджета представляются ненадежными (среди прочего – планы поступлений от приватизации). Мы считаем, что основными источниками покрытия дефицита будут размещения ОВГЗ, новый выпуск еврооблигаций, а также финансирование МВФ.

Инфляция

В августе 2010 г. инфляция была положительной впервые с апреля 2010 г. Потребительские цены увеличились на 1.2% в основном за счет повышения цен на газ и акцизов. **Мы ожидаем, что инфляция будет ускоряться, начиная с сентября 2010 г., в связи с ожидаемым сезонным ростом цен на продукты питания, что создаст предпосылки для ужесточения денежно-кредитной политики НБУ.**

Мы считаем, что снижение притока депозитных вкладов в сентябре, а также нарастание инфляционных ожиданий спровоцируют рост ставок межбанковского рынка и доходностей на рынке ОВГЗ до конца 2010 г. В то же время, накопленная банками с начала 2010 г. избыточная ликвидность способна ограничить рост ставок по ОВГЗ до 100-200 б.п.

Ликвидность

Последние тенденции на межбанковском кредитном рынке как один из наиболее корректных показателей банковской ликвидности, пока оправдывают наши прогнозы. За последние пять рабочих дней, однонедельная ставка прибавила 0.24 п. п. и достигла 1.15%, а 2-недельная ставка увеличилась на 0.04 п. п. до 1.93%. В то же время, рассчитываемая НБУ, средняя краткосрочная ставка, за неделю показала резкий рост сразу на 1.3 п. п.

Несмотря на описанные выше тенденции, остатки коммерческих банков на корреспондентских счетах в НБУ увеличились на 0.9 млрд. грн. в начале этой недели.

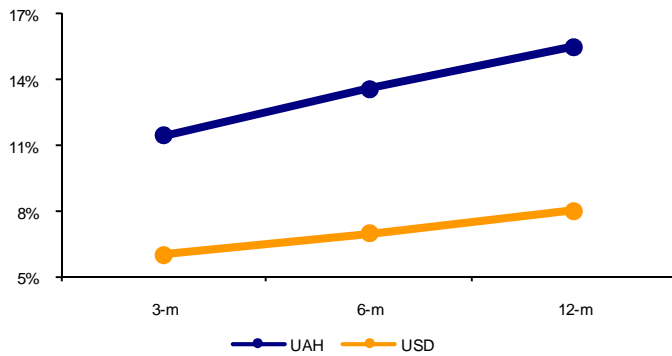
Прогноз: Мы ожидаем, что финансирование на межбанковском рынке станет дороже до конца 2010 г., в то время как Национальный банк Украины будет воздерживаться от рефинансирования банковской системы.

Украинский рынок облигаций: (30.08.2010-03.09.2010)

Тиккер в ПФТС	Эмитент	Купон	Объем, млн. грн.	УТМ
74173	Украина, 02.02.2011	-	578.20	9.5%
63648	Украина, 26.01.2011	-	183.04	9.2%
61451	Украина, 31.10.2012	20.0%	74.02	18.2%
63309	Украина, 13.10.2010	-	69.07	7.7%
62012	Украина, 23.11.2011	20.0%	68.30	16.8%
53912	Украина, 11.04.2012	15.7%	55.29	17.9%
66526	Украина, 18.05.2011	-	48.73	10.5%
81202	Украина, 07.08.2013* (спецсерия Евро-2012)	12.0%	48.33	12.8%
61089	Украина, 12.10.2011	25.1%	40.47	25.0%
66880	Украина, 04.09.2013	12.5%	22.32	15.0%
65403	Украина, 20.10.2010	-	19.83	6.9%
76780	Украина, 27.07.2011	-	13.69	11.3%
63564	Украина, 12.09.2012	20.0%	12.20	18.3%
61725	Украина, 17.11.2010	-	12.12	7.7%
64166	Украина, 28.01.2015	15.0%	11.05	15.9%
83075	Украина, 31.08.2011	-	4.51	11.5%
OOMAVA	Омега-автопоставка, 1-А	25.0%	1.17	25.2%
OOMAVB	Омега-автопоставка, 1-В	25.0%	1.13	24.3%
54456	Украина, 27.04.2011	20.0%	1.13	23.1%
OMAUPA MAUP, 1-А		23.0%	0.90	-
OROMA	Рома, 1-А	15.0%	0.80	27.6%
OSENA2	Севастопольэнерго, 2-А	18.0%	0.54	-
OKIONA	Кировоградоблэнерго, 1-А	23.0%	0.53	-
OZHENA	Житомироблэнерго, 1-В	23.0%	0.53	26.2%
OOREA	Ореанда, 1-А	12.0%	0.50	-
OKIONB	Кировоградоблэнерго, 1-В	23.0%	0.50	26.2%
OSENB	Севастопольэнерго, 2-В	23.0%	0.50	26.2%
OZHENA	Житомироблэнерго, 1-А	17.0%	0.50	-
78141	Украина-НДС1	5.5%	0.18	18.1%
IPVENA	Вена, 1-А	20.0%	0.14	-
OBSSTA	АБ Бизнес Стандарт, 1-А	18.0%	0.12	-
22509	Украина, 28.09.2011	9.5%	0.02	13.0%

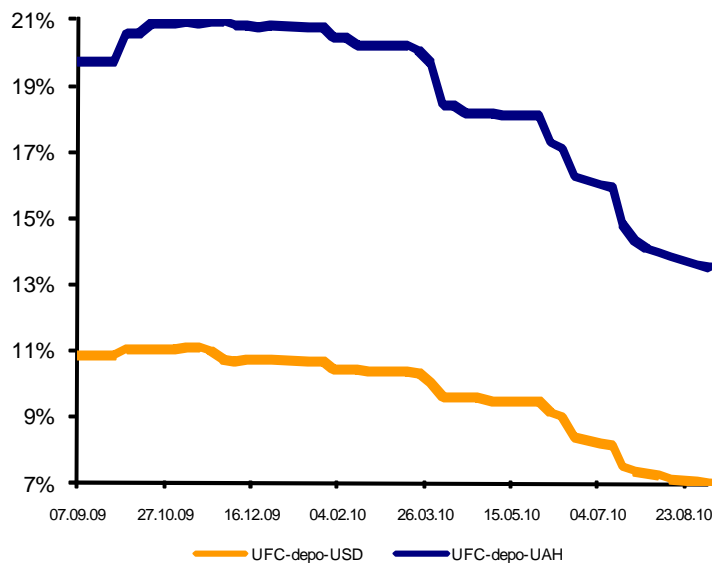
Депозитные ставки

Кривая доходности по депозитам в грн. и долл. США



Депозитные индексы UFC-depo-UAH и UFC-depo-USD на прошлой неделе продемонстрировали первые признаки стабилизации. Гривневый UFC-depo-UAH снизился на 0.1 п. п., а долларový UFC-depo-USD остался на прежнем уровне. По нашему мнению, после значительного падения в последние месяцы, депозитные ставки, скорее всего, будут держаться на текущих уровнях некоторое время, после чего даже могут возобновить свой рост в случае дальнейшего сужения ликвидности в банковской системе.

Динамика депозитных ставок в грн. и долл. США.



Государственные ценные бумаги

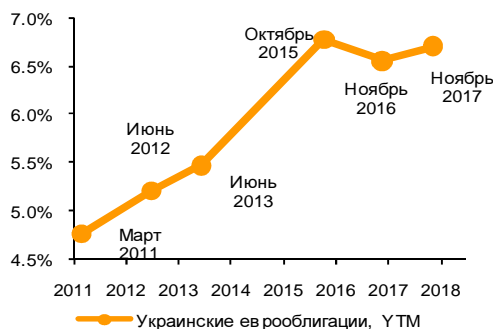
Активность в сегменте суверенных еврооблигаций с начала сентября увеличивается. В то же время, нынешние уровни котировок суверенных еврооблигаций представляются нам достаточно высокими, оставляя очень малый потенциал роста, что и является главной причиной осторожного поведения со стороны инвесторов.

Правительство Украины все еще рассматривает вопрос об организации нового размещения еврооблигаций в ближайшем будущем. **Есть большие шансы, что новый выпуск будет успешным ввиду низких уровней доходности существующих выпусков суверенных облигаций. Тем не менее, возможное ужесточение условий на глобальном долговом рынке может стать причиной переноса новой эмиссии.**

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

Кривая доходности еврооблигаций Украины



Аукцион по размещению ОВГЗ, который состоялся во вторник, отметился меньшим количеством удовлетворенных заявок при сохранении высокого спроса. Минфин разместил ОВГЗ в общей сложности на 452.7 млн. грн., что более чем в два раза меньше объема размещения на прошлой неделе.

Основная часть спроса на аукционе была сконцентрирована в сегменте коротких бумаг. По трехмесячным бумагам было подано 17 заявок на 1.2 млрд. грн., однако большая часть из них оказалась неконкурентной. При этом Минфин понизил уровень ставки отсечения до 6.75%, удовлетворив лишь две заявки.

По облигациям с погашением в апреле 2011 г. было подано 5 заявок, из которых две были удовлетворены. Доходность по этой серии составила 9.5%, а объем размещения достиг 108.6 млн. грн.

По бумаге с погашением в 2012 г. была подана всего одна заявка с доходностью в 11.75%, однако Минфин оставил ее без внимания.

По трехлетним ОВГЗ спецсерии, которая используется банками для покрытия обязательных резервов, было удовлетворено 3 заявки на 196 млн. грн. по 12% эффективной доходности

Прогноз: Можно констатировать, что, несмотря на выпуск НДС-облигаций, спрос на самые короткие бумаги остается высоким. Вместе с тем необходимо отметить практически полное отсутствие спроса на длинные бумаги. По нашему мнению, постепенное появление на рынке НДС-ОВГЗ все же приведет к падению активности на первичных аукционах.

Вторичный рынок облигаций

В сегменте корпоративных еврооблигаций на прошлой неделе было отмечено возобновление роста цен на облигации качественных заемщиков, таких как МХП, «Метинвест» и ДТЭК. Кроме того, необходимо обратить внимание инвесторов на динамику облигаций Киева с погашением в 2015 г., которые прибавили за неделю 1% от номинала и в настоящее время торгуются с эффективной доходностью в 10%. Мы считаем, что облигации муниципалитета необходимо рассматривать как квази-суверенный долг, который представляет собой определенную альтернативу суверенным еврооблигациям.

Рейтинговое агентство Standard & Poor's сообщило об улучшении прогноза рейтингов «Альфа-Банка» (Украина) со стабильного до позитивного, а также повысило его рейтинг по национальной шкале с uaBB- до uaBB. В агентстве объясняют пересмотр рейтинга улучшением ликвидности финучреждения, сильной позицией на украинском рынке, а также проведенной докапитализацией банка.

Прогноз: Мы ожидаем, что общее улучшение ситуации в банковском секторе Украины позволит банку показать в 2010 г. положительную рентабельность, что в совокупности с поддержкой со стороны материнской структуры станет основанием ожидать повышения долгосрочного рейтинга Альфа-Банка» (Украина) до уровня В в ближайшем времени.

Еврооблигации

Эмитент	bid	ask	Доходн. (bid)	Доходн. (offer)	Купон	Спрэд* (bid/offer)	Модифиц. дюрация	Объем, млн.	Валюта	Погашение
Украина, 2011	100.50	101.00	5.80%	4.75%	6.875%	2627/2250	0.47	600	USD	04.03.2011
Украина, 2012	101.75	102.00	5.34%	5.20%	6.385%	537/ 507	1.66	500	USD	26.06.2012
Украина, 2013	105.00	105.50	5.66%	5.47%	7.650%	593/ 583	2.43	1 000	USD	11.06.2013
Украина, 2015	91.75	92.25	6.90%	6.77%	4.950%	191/ 178	4.10	600	EUR	13.10.2015
Украина, 2016	99.75	100.13	6.63%	6.55%	6.580%	638/ 627	4.92	1 000	USD	21.11.2016
Украина, 2017	99.75	100.25	6.79%	6.70%	6.750%	467/ 458	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	100.25	101.50	8.65%	5.92%	9.125%	808/ 588	0.45	175	USD	28.02.2011
Киев, 2011	99.50	100.50	9.23%	7.98%	8.625%	788/ 695	0.78	200	USD	15.07.2011
Укрсиббанк, 2011	102.00	102.75	6.91%	6.05%	9.250%	759/ 701	0.85	250	USD	04.08.2011
Укрэксимбанк, 2011	101.00	101.50	6.59%	6.07%	7.650%	603/ 524	0.94	500	USD	07.09.2011
Укрсиббанк, 2011	100.75	101.25	7.11%	6.70%	7.750%	694/ 653	1.18	500	USD	21.12.2011
Приватбанк, 2012	98.50	99.25	9.15%	8.57%	8.000%	0.61	1.29	500	USD	06.02.2012
Альфа-Банк (Украина), 2012	101.75	102.25	11.92%	11.62%	13.000%	1030/ 951	1.64	841	USD	30.07.2012
Укрэксимбанк, 2012	99.75	100.25	6.93%	6.67%	6.800%	623/ 596	1.84	250	USD	04.10.2012
Киев, 2012	97.00	98.00	9.78%	9.26%	8.250%	903/ 851	1.91	250	USD	26.11.2012
Финансы и Кредит, 2014	82.50	86.00	17.58%	16.01%	10.500%	1650/1494	2.61	100	USD	25.01.2014
ВиЭйБи Банк, 2014	75.00	79.00	20.30%	18.47%	10.500%	876/ 852	2.80	125	USD	14.06.2014
Нафтогаз Украины, 2014	110.50	110.75	6.51%	6.44%	9.500%	2101/1954	3.26	1 595	USD	30.09.2014
ПУМБ, 2014	92.00	94.00	13.50%	12.84%	11.000%	1247/1166	3.26	275	USD	31.12.2014
Укрэксимбанк, 2015	103.50	104.00	7.46%	7.34%	8.375%	602/ 589	3.70	500	USD	27.04.2015
ДТЭК, 2015	102.00	102.50	8.96%	8.83%	9.500%	759/ 742	3.57	500	USD	28.04.2015
МХП, 2015	104.00	104.75	9.17%	8.97%	10.250%	741/ 728	3.53	585	USD	29.04.2015
Метинвест, 2015	105.38	105.63	8.82%	8.76%	10.250%	6758/3764	3.60	500	USD	20.05.2015
Киев, 2015	91.00	92.00	10.29%	10.02%	8.000%	870/ 843	3.92	250	USD	06.11.2015
Приватбанк, 2016	91.50	93.00	10.86%	10.47%	8.750%	1210/1018	0.37	150	USD	09.02.2016
Укрэксимбанк, 2016	96.00	97.00	9.36%	9.11%	8.400%	770/ 722	4.21	125	USD	09.02.2016

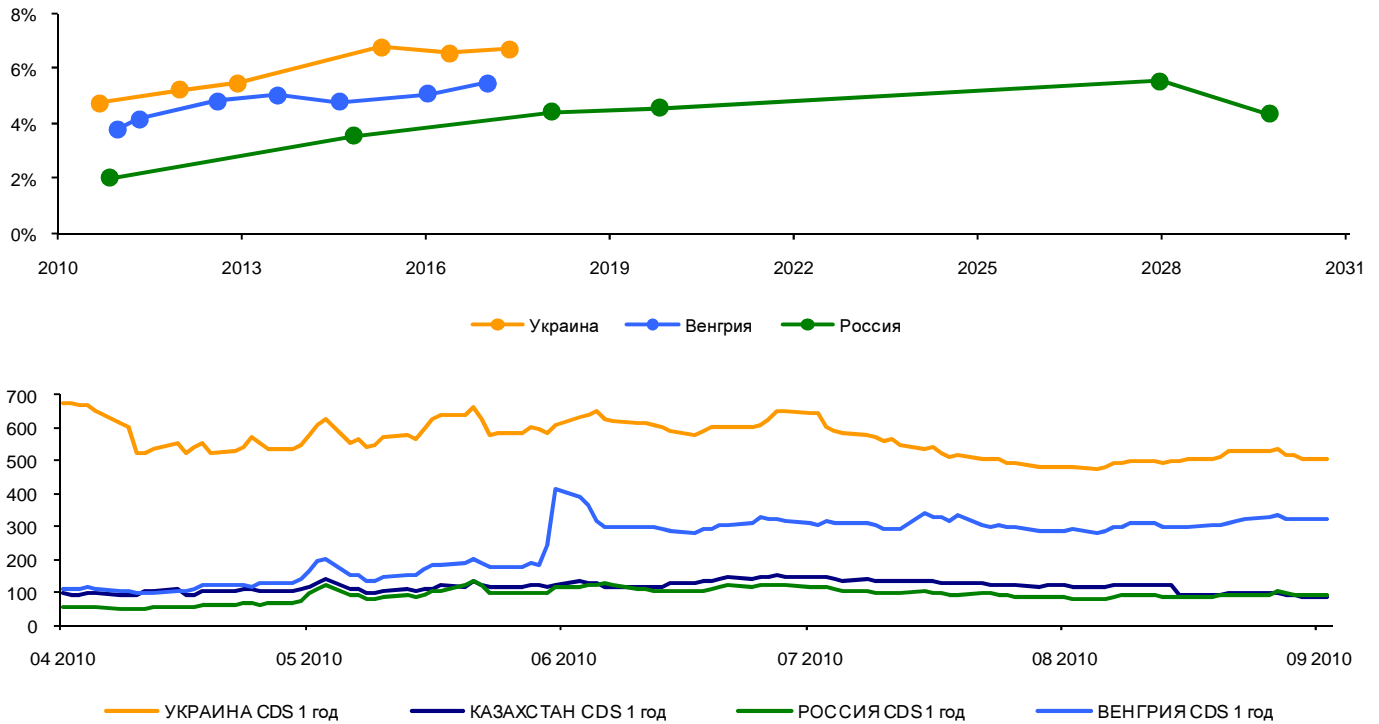
* - Z-спрэд к казначейским обязательствам США.

Облигации внутреннего государственного займа

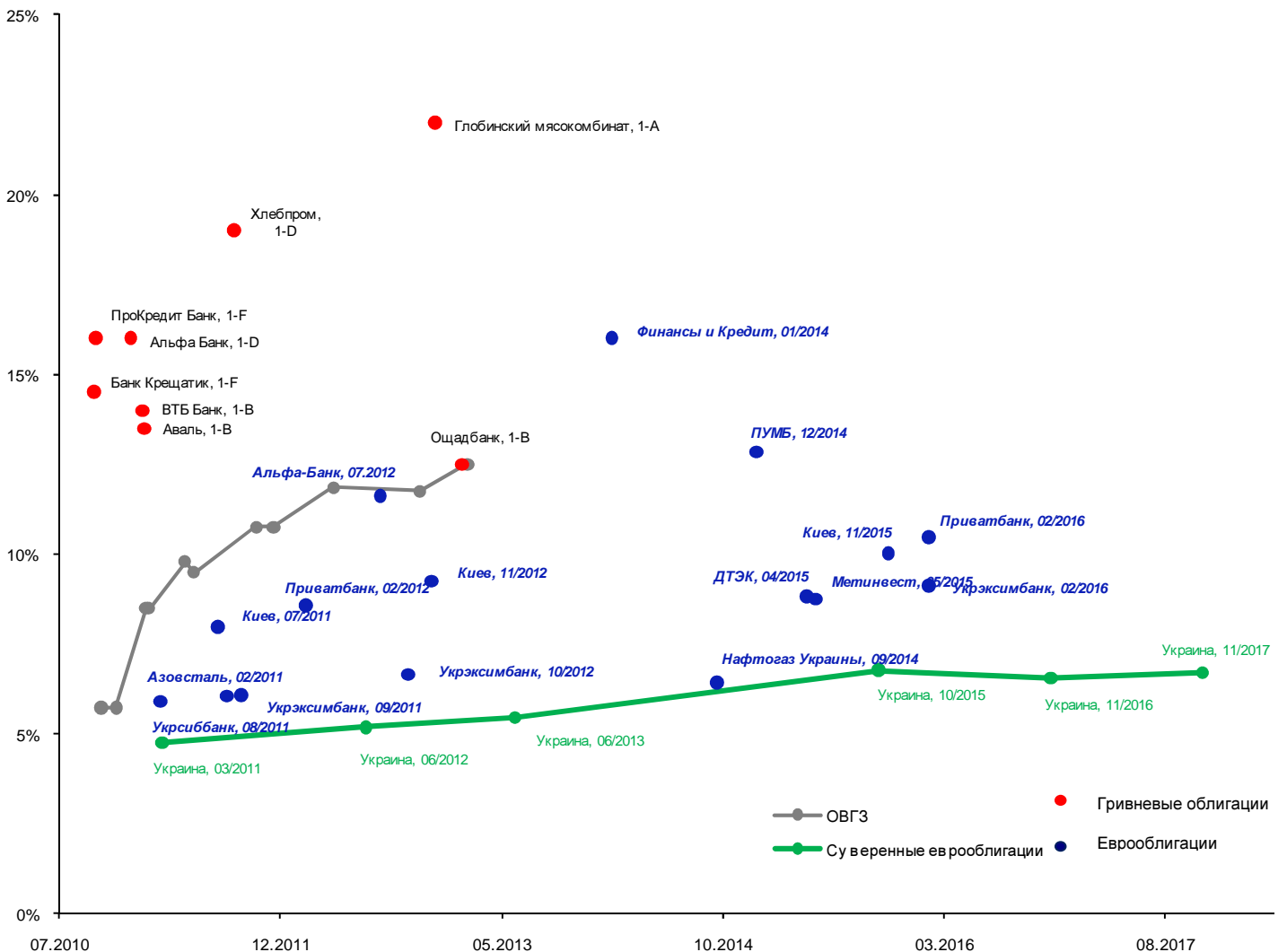
Эмитент, тиккер	bid	ask	Yield (bid)	Yield (offer)	Купон	Погашение
Украина, 63309*	991.82	993.56	7.00%	5.50%	-	13.10.2010
Украина, 61725*	985.26	987.34	7.00%	6.00%	-	17.11.2010
Украина, 63648*	963.85	966.68	9.25%	8.50%	-	26.01.2011
Украина, 74173*	961.22	965.16	9.50%	8.50%	-	02.02.2011
Украина, 54456	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.