

# Стратегия для украинского рынка облигаций

Артем Кость, [kost@ufc-capital.com](mailto:kost@ufc-capital.com)

19 января 2010 г.

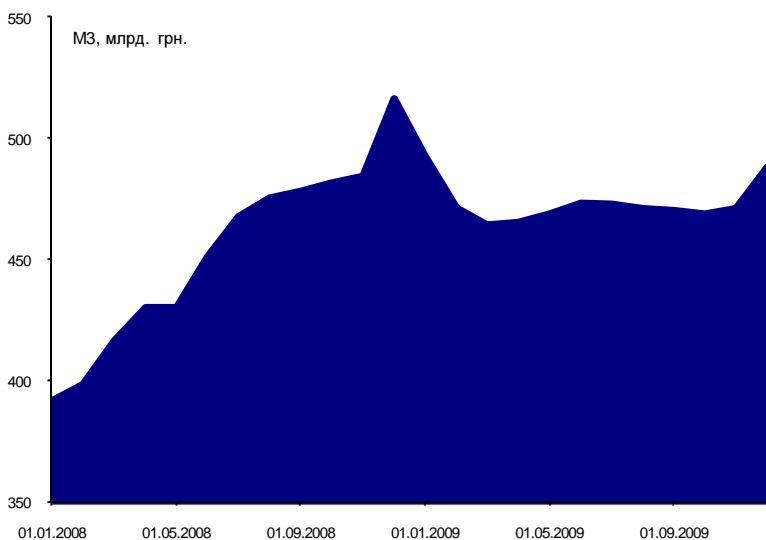
## Ликвидность

В банковском секторе год начался с определенного притока ликвидности, что проявилось в росте значений остатков средств коммерческих банков на счетах в Национальном банке Украины, которые с начала января не опускались ниже 17 млрд. грн, а на протяжении нескольких дней и вовсе находились стабильно выше отметки в 20 млрд. грн. Увеличение свободных средств ожидаемо привело к удешевлению стоимости кредитных ресурсов на межбанке. Ставка «овернайт» потеряла порядка 1.4 п. п. и достигла уровня 1.97%. Более длинные ставки понизились еще больше – однонедельный кредит теперь стоит 4% годовых, а двухнедельный – 5.75%. Средневзвешенная процентная ставка, рассчитываемая НБУ, также показала снижение (оно составило 0.7 п. п.).

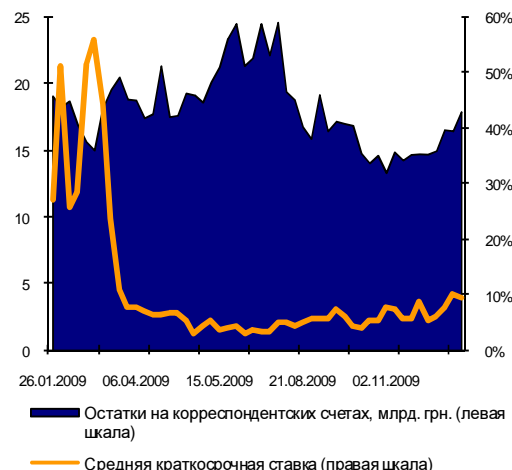
Опубликованная Нацбанком монетарная статистика за декабрь 2009 г. зафиксировала продолжение положительных тенденций в банковском секторе. Объем депозитных вкладов физических лиц в последний месяц прошлого года увеличился на 1.9%. Отметим при этом, что за тот же период прирост вкладов юридических лиц впервые за долгое время превысил прирост вкладов физлиц и составил 3.8%. В целом же за год динамика депозитных вкладов осталась негативной (-8.3% к 2008 г.) в первую очередь за счет серьезного оттока средств в первом квартале 2009 г.

Похожая ситуация сложилась и с показателем денежной массы, который в декабре 2009 г. вырос на 3.6%, однако за год упал на 5.5% до 487.5 млрд. грн.

## Денежная масса в Украине



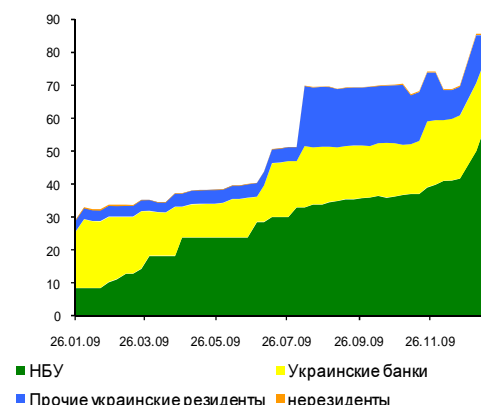
Межбанковский рынок: ставки и остатки на корреспондентских счетах банков



Основные индикаторы			
	18.01	28.12	Изм.
Овернайт	1.97%	3.38%	-1.41 п. п.
1 неделя	4.00%	8.50%	-4.50 п. п.
2 недели	5.75%	12.00%	-6.25 п. п.
UAH/USD	8.00120	7.96550	+0.45%
UAH/EUR	11.50093	11.46873	+0.28%
UAH/RUR	0.27067	0.27069	-0.01%

Ставки-ориентиры UFC по облигациям			
	18.01	28.12	Изм.
Корпоративные	72.9%	72.4%	+0.5 п. п.
Банковские	92.3%	92.3%	0.0 п. п.
Муниципальные	14.1%	14.1%	+0.1 п. п.
UFC депо в UAH	20.8%	20.8%	0.0 п. п.
UFC депо в USD	10.7%	10.8%	-0.1 п. п.

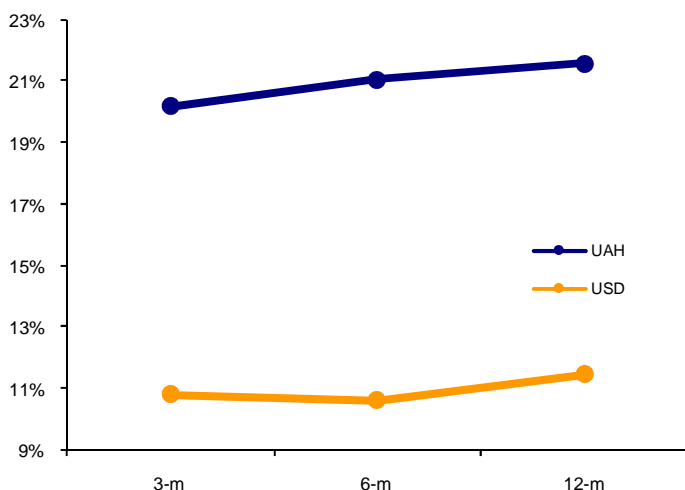
Держатели ОВГЗ, млрд. грн.



**Прогноз:** последний квартал 2009 г. оказался позитивным с точки зрения показателей денежно-кредитного рынка. Постепенный возврат денег в банковскую систему привел к росту денежной массы и снижению межбанковских ставок в начале 2010 г. Тем не менее, мы не считаем, что можно говорить о полноценном восстановлении сектора и ожидаем и в дальнейшем высокой волатильности ликвидности и ставок на межбанке.

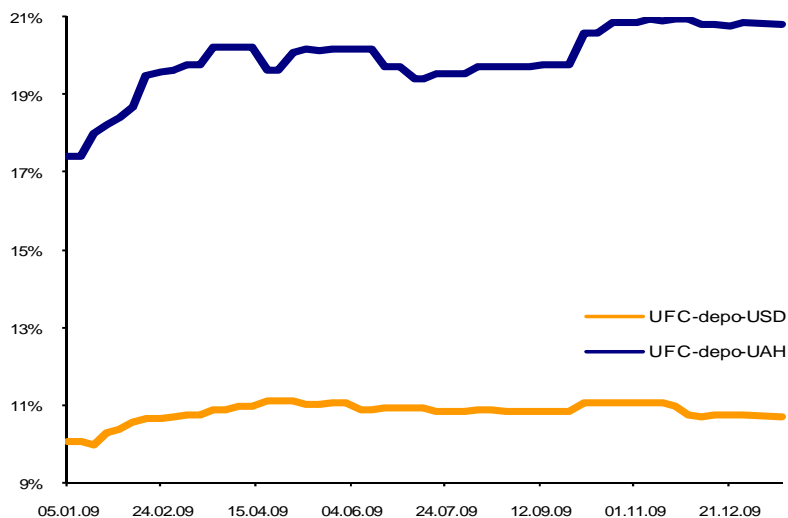
## Депозитные ставки

Кривая доходности по депозитам в грн. и долл. США

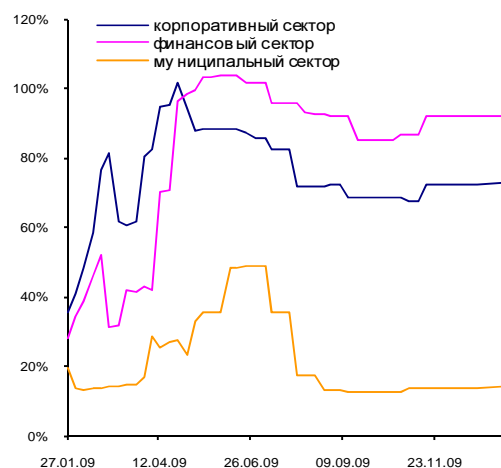


Особой активности в начале года в улучшении условий депозитных привлечений украинские банки не демонстрируют. Статистика за декабрь 2009 г. дает основания говорить о том, что на данный момент острой необходимости в повышении ставок нет, так как ежемесячно банки фиксируют прирост вкладов физических лиц. Но по-прежнему объем депозитных вкладов недостаточен для того, чтоб этот инструмент играл прежнюю роль в управлении ликвидностью банка. Принимая во внимание тенденции конца 2009 г. - начала 2010 г., скорее всего, индексы UFC-depo-USD и UFC-depo-UAH в ближайшее время не ждут серьезные изменения.

Динамика депозитных ставок в грн. и долл. США



Ставки-ориентиры доходности к погашению украинских облигаций



Календарь облигаций: 21.01.2010-27.01.2010

Купонные платежи

21.01.10	OBVLB	Райффайзен Банк Аваль, 1-В
21.01.10	OBVLC	Райффайзен Банк Аваль, 1-С
21.01.10	OINSPA	Инсахарпром-К, 1-А
22.01.10	OLVIVA	Львов, 1-А
23.01.10	-	УкрСиббанк, 2010 (LPN)
24.01.10	-	Правэкс-Банк, 1-D
25.01.10	-	Укрсоцбанк, 1-G
25.01.10	OGNGE	Концерн Галнафтогаз, 1-E
25.01.10	-	Банк Финансы и Кредит, 2010
26.01.10	COUSCE	Укрсоцбанк, 1-E
26.01.10	-	Альфа-Банк Украина, 2010 (LPN)
27.01.10	OLTSKB	Луцк, 1-В
27.01.10	OLTSKC	Луцк, 1-С
27.01.10	OLTSKD	Луцк, 1-D
27.01.10	58606	Украина, 19.07.2017
27.01.10	58622	Украина, 18.07.2018
27.01.10	58655	Украина, 17.07.2019

Погашение/ досрочный выкуп

21.01.10	OBVLB	Райффайзен Банк Аваль, 1-В
21.01.10	OBVLC	Райффайзен Банк Аваль, 1-С
25.01.10	-	Банк Финансы и Кредит, 2010

## Государственные ценные бумаги

Начало 2010 г. обозначилось сравнительно высокой ликвидностью на рынке суверенных еврооблигаций Украины. Многие рыночные игроки ожидали, что макроэкономическая нестабильность и политический фактор в преддверии выборов сыграют свою негативную роль, что приведет к удешевлению украинских бумаг. На практике же произошло обратное: начало года прошло под знаком снижения доходностей по суверенным обязательствам вплоть до 10% по коротким бумагам, после чего произошел небольшой отскок вверх. Объяснить это можно общими рыночными тенденциями, открытием новых лимитов западным инвестфондам на развивающиеся рынки, в частности на Украину.

Определенный переток средств в сегмент восточноевропейских суверенных бондов можно объяснить также и выходом из суверенных обязательств других эмитентов, риски по которым в последнее время значительно возросли.

### Кривая доходности еврооблигаций Украины



В конце 2009 г. Минфин провел еще одно размещение ОВГЗ, на котором он привлек порядка 570 млн. грн., при этом доходности для 5-месячных бумаг остались на уровне 23%, для трехлетних – 25%. Этот аукцион был последним в 2009 г. и проводился, в частности, с целью привлечения средств под погашение декабрьских ОВГЗ. Проводимый в январе аукцион прогнозируемо не принес сенсаций: объем размещения был небольшим – около 80 млн. грн., а доходности остались на прежних значениях.

**Прогноз:** мы не ожидаем, что Минфин на аукционах в январе 2010 г. будет существенно повышать доходности, потому что на данный момент острой нехватки гривны нет. Однако мы прогнозируем, что в дальнейшем доходности могут расти, в частности, в преддверии целой серии погашений по ОВГЗ в апреле 2010 г.

## Корпоративные облигации

На вторичном украинском рынке облигаций по-прежнему активность сконцентрирована в сегменте ОВГЗ. Корпоративные бумаги по-прежнему малоинтересны инвесторам, работающим с долговыми инструментами. Отметим, что в 2009 г. большая часть сделок с облигациями заключалась на внебиржевом рынке, поэтому зачастую

Украинский рынок облигаций (04.01.2010-15.01.2010)					
ПФТС	Компания	Купон	Объем, млн. грн.	Эфф. ставка к погашению	
50207	Украина, 14.09.2016	9.50%	282.74	10.43%	
52724	Украина, 10.02.2010	-	133.46	17.08%	
14377	Украина, 23.06.2010	6.60%	61.17	13.92%	
61071	Украина, 14.04.2010	-	55.85	23.13%	
55455	Украина, 17.02.2010	-	16.74	17.56%	
61451	Украина, 31.10.2012	20.00%	15.54	28.54%	
54365	Украина, 28.04.2010	-	13.74	27.80%	
53912	Украина, 11.04.2012	15.70%	10.01	29.20%	
OSUA15	Еврооблигации Украины, 2015	4.95%	2.57	-	
OMAUPA	МАУП, 1-А	23.00%	2.20	-	
62848	Украина, 24.03.2010	-	1.93	21.08%	
OKZMOA	Константиновский ЗМО, 1-А	17.00%	1.02	23.07%	
OLUAZA	Богдан Моторс, 1-А	22.00%	0.94	30.84%	
OGLMKA	Глобинский мясокомбинат, 1-А	26.00%	0.82	33.30%	
22004	Украина, 05.05.2010	8.00%	0.60	22.00%	
OBVLC	Райффайзен Банк Аваль, 1-С	13.50%	0.41	-	
OSCHDB	Ощадбанк, 1-В	10.50%	0.38	20.32%	
OMABA3	Аэропорт Борисполь, 3-А	10.00%	0.32	59.13%	
OBXRF	Банк Крещатик, 1-Ф	18.00%	0.26	23.07%	
OZAPRE	Запорожье, 1-Е	12.00%	0.10	10.87%	
OGLCHA	Галичина, 1-А	23.00%	0.10	32.86%	
OROMA	Рома, 1-А	15.00%	0.10	-	
ORISEA	Райз, 1-А	15.00%	0.07	-	
61444	Украина, 12.05.2010	-	0.06	25.37%	
OLUGC	Луганск, 1-С	15.89%	0.04	24.75%	
OGNHC	Галнефтехим, 1-С	-	0.03	-	
OZAPRF	Запорожье, 1-Ф	12.00%	0.02	-	
OBСРА	Банк Капитал, 1-А	18.00%	0.02	20.36%	
OZHENA	Житомироблэнерго, 1-А	17.00%	0.01	-	
OSENA2	Севастопольэнерго, 2-А	18.00%	0.01	-	

судить по официальной статистике о ликвидности отдельных бумаг нельзя.

На прошлой неделе Минфин одобрил условия реструктуризации обязательств Винницкого муниципалитета по облигациям серии 1-D, которые должны были погаситься 30 декабря 2009 г. Срок погашения был перенесен на 1 год и 4 месяца. Отметим, что условия реструктуризации, предлагаемые Винницей привлекательнее, чем условия реструктуризации в корпоративном сегменте.

В сегменте еврооблигаций основные новости вновь были связаны с подготовкой реструктуризации эмитентами. «Интерпайп» заключил договор блокирования и поддержки (Lock Up и Support Agreements) с держателями 74% выпуска своих еврооблигаций на сумму \$200 млн. Условия договора подразумевают отказ со стороны держателей еврооблигаций от действий, которые могут привести к кросс-дефолту на период до 2 февраля 2010 г. За это в договоре предусмотрено вознаграждение в размере \$2.5 за каждые \$1000 основной суммы долга по облигациям.

**Прогноз:** по нашему мнению, в сегменте еврооблигаций наиболее интересной идеей в ближайшее время могут стать обязательства, которые могут пользоваться государственной поддержкой. В данном случае речь может идти об облигациях «Укрэксимбанка» и Киева, доходность по которым порой необоснованно выше суверенной кривой.

Рейтинг украинских облигаций (внутренняя методология*)		
<b>Корпоративные</b>		
Агромат, 1-A	OAGMTA	ufcBB
Амстор, 1-E	OAMSE	ufcCCC
Аэропорт Борисполь, 3-A	OMABA3	ufcA
Богдан, 1-A	OLUAZA	ufcBB
Галичина, 1-C	OGLCHC	ufcB
Галнафтогаз, 1-E	ONGGE	ufcBB+
Донецксталь, 1-A	CODSTA	ufcBB
Имидж Холдинг, 1-B	OIMHLB	ufcB+
Караван, 1-C	OKRVNC	ufcSD
Кировоградоблэнерго, 1-A	OKIONA	ufcB
Конти, 1-B	OKKOB	ufcB
МАУП, 1-A	OMAUPA	ufcB
Подилля, 1-A	OPDILA	ufcB
Севастопольэнерго, 2-A	OSENA2	ufcB
Сумыхимпром, 1-A	OSUMHA	ufcCC
Фаворит, 1-B	OTNFB	ufcBB
ХАРП Трейдинг, 1-B	OHRPTB	ufcBB
Хлебпром, 1-D	OHLPD	ufcB
ЮТиСТ, 1-A	OUTSTA	ufcSD
<b>Финансовые</b>		
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	СОКРБФ	ufcCC
Правэкс-Банк, 1-C	OPRXBC	ufcBB-
ПУМБ, 1-A	СОPUMB	ufcA
Райффайзен Банк Аваль, 1-B	OBVLB	ufcA
Родовид Банк, 1-C	ORODBC	ufcCC
Сбербанк России (Украина), 1-D	ONRBD	ufcBB+
Укргазбанк, 1-A	OUGZBA	ufcCCC
Укрсоцбанк, 1-E	COUSCE	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/ru/analysis/bonds\\_rate.htm](http://www.ufc-capital.com/ru/analysis/bonds_rate.htm)



**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](mailto:dorfman@ufc-capital.com)

**Владимир Ланда**  
Начальник аналитического отдела  
[landa@ufc-capital.com](mailto:landa@ufc-capital.com)

**Виталий Горовой**  
Старший аналитик  
[gorovoy@ufc-capital.com](mailto:gorovoy@ufc-capital.com)

**Артём Кость**  
Старший аналитик  
[kost@ufc-capital.com](mailto:kost@ufc-capital.com)

**Дмитрий Олейник**  
Ассистент  
[oliynyk@ufc-capital.com](mailto:oliynyk@ufc-capital.com)

**Александр Лышень**  
Переводчик  
[lyshen@ufc-capital.com](mailto:lyshen@ufc-capital.com)

© 2009 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.