

# Стратегия для украинского рынка облигаций

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

23 марта 2010 г.

## Ликвидность

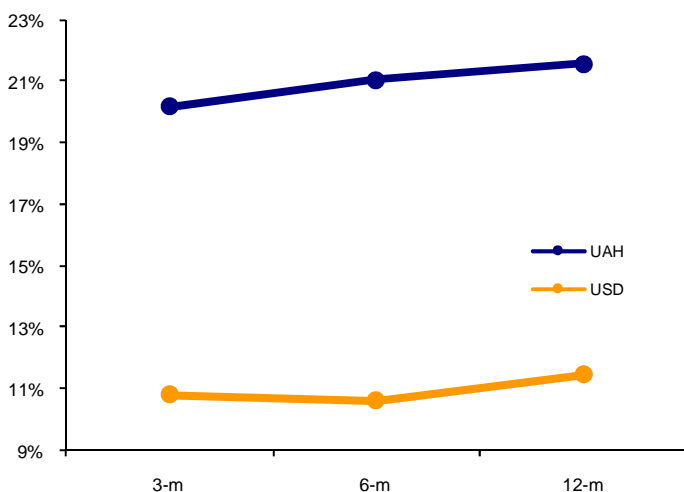
Восстановление ликвидности в банковском секторе Украины набирает обороты, о чем свидетельствует динамика основных показателей межбанковского рынка. Отметим резкое повышение остатков средств коммерческих банков на корреспондентских счетах НБУ, которые в начале текущей недели пробили вверх уровень 22 млрд. грн. и продолжили свой рост. На межбанке продолжилось падение краткосрочных ставок: «овернайт» на текущий момент составляет 1.25% (-0.42 п. п. к предыдущей неделе), а однонедельная ставка – 3.63% (-0.75 п. п. к предыдущей неделе). Выбилась из общей тенденции двухнедельная ставка, которая выросла до 8.25%, однако это осталось незамеченным на фоне падения средневзвешенной процентной ставки межбанковского рынка, рассчитываемой НБУ, с 3.6% до 2.9%.

На сегодняшний день есть целый ряд факторов, которые провоцируют снижение стоимости кредитных ресурсов на межбанковском рынке. Среди них: постепенное возвращение доверия к банковской системе и увеличение средств на депозитных счетах клиентов, снижение ставок по активным операциям НБУ, а также увеличение ликвидности за счет поступления капитала нерезидентов.

**Прогноз:** позитивная динамика межбанковского рынка имеет все основания сохраняться в ближайшем времени. Национальный банк Украины, по-нашему мнению, будет и в дальнейшем предоставлять ликвидность в первую очередь госбанкам под конкретные цели.

## Депозитные ставки

Кривая доходности по депозитам в грн. и долл. США



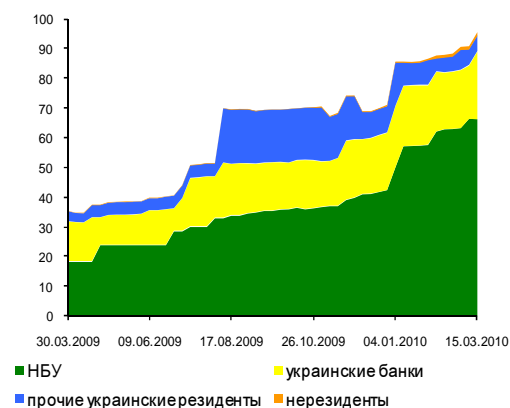
Межбанковский рынок: ставки и остатки на корреспондентских счетах банков



Основные индикаторы			
	22.03	16.03	Изм.
Овернайт	1.25%	1.67%	-0.42 п. п.
1 неделя	3.63%	4.38%	-0.75 п. п.
2 недели	8.25%	6.00%	+2.25 п. п.
UAH/USD	7.96020	7.97670	-0.21%
UAH/EUR	10.78448	10.93207	-1.35%
UAH/RUR	0.27208	0.27191	+0.06%

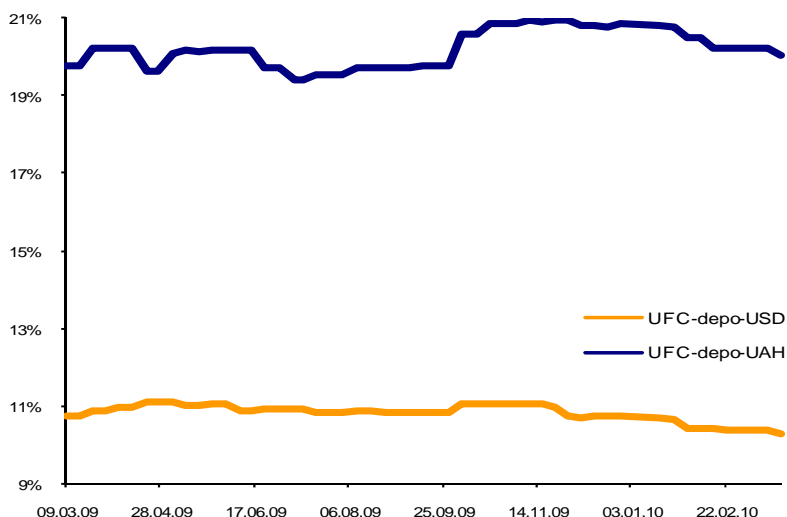
Ставки-ориентиры UFC по облигациям			
	22.03	16.03	Изм.
Корпоративные	48.8%	76.2%	-27.4 п. п.
Банковские	83.8%	96.0%	-12.2 п. п.
Муниципальные	14.0%	14.0%	0.0 п. п.
UFC депо в UAH	20.1%	20.2%	-0.1 п. п.
UFC депо в USD	10.3%	10.4%	-0.1 п. п.

Держатели ОВГЗ, млрд. грн.



На прошлой неделе продолжился процесс снижения ставок по депозитным программам крупнейших украинских банков. UFC-depo-UAH и UFC-depo-USD синхронно снизились на 0.1 п. п. до 20.1% и 10.3% соответственно. Отметим, что с учетом тенденций на межбанковском кредитном рынке, а также повышения доверия к национальной валюте, потенциал дальнейшего снижения ставок по гривневым депозитам остается более значительным.

### Динамика депозитных ставок в грн. и долл. США



### Государственные ценные бумаги

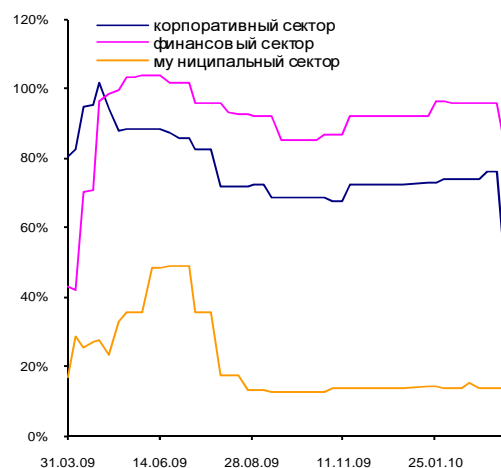
Снижение доходностей по суверенным еврооблигациям, которое мы наблюдали несколько недель подряд, остановилось на уровнях 5.7%-7.5% в зависимости от срока обращения конкретной серии. Текущие уровни доходности стали следствием снижения оценки рискованности украинских обязательств иностранными инвесторами, о чем свидетельствует и перманентное снижение котировок CDS на украинские еврооблигации. Тем не менее, отметим, что CDS торгуются все еще выше, чем в первой половине 2008 г.

На прошлой неделе вслед за Standard&Poor's международное рейтинговое агентство Fitch изменило свой прогноз суверенного рейтинга Украины с «негативного» на «стабильный», при этом подтвердив рейтинг дефолта на уровне В- и рейтинг по обязательствам в иностранной валюте на уровне В. В тоже время S&P повысило суверенный кредитный рейтинг Украины по национальной шкале с uaBBB до uaA. Таким образом, новостной фон вокруг украинских суверенных обязательств остается благоприятным.

### Кривая доходности еврооблигаций Украины



### Ставки-ориентиры доходности к погашению украинских облигаций



### Календарь облигаций: 25.03.2010-31.03.2010

#### Купонные платежи

25.03.10	OMABB2	Аэропорт Борисполь, 3-B
25.03.10	OELZA	Евро Лизинг, 1-A
26.03.10	OZUKBB	Кредобанк, 3-B
26.03.10	CONFIA	Надра-Финанс, 1-A
29.03.10	OVINRE	Винница, 1-E
29.03.10	OBXRF	Банк Крещатик, 1-F
30.03.10	-	Нафтогаз Украины, 2014 (LPN)
31.03.10	OCHERA	Черкассы, 1-A
31.03.10	22509	Украина, 28.09.2011
31.03.10	60883	Украина, 26.09.2012

### Украинский рынок облигаций (15.03.2010-19.03.2010)

ПФТС	Компания	Купон	Объем, млн. грн.	Эфф. ставка к погашению
50207	Украина, 14.09.2016	9.50%	513.48	10.82%
60271	Украина, 16.06.2010	-	57.53	15.52%
61451	Украина, 31.10.2012	20.00%	37.27	22.38%
60883	Украина, 26.09.2012	20.00%	34.59	23.85%
54456	Украина, 27.04.2011	20.00%	32.33	31.00%
63648	Украина, 26.01.2011	-	32.25	19.06%
54365	Украина, 27.04.2011	20.00%	31.71	33.05%
60289	Украина, 15.09.2010	-	18.18	18.31%
14377	Украина, 23.06.2010	6.60%	14.41	25.00%
OBSSA	Бизнес Стандарт, 1-A	18.00%	3.02	-
OVINRE	Винница, 1-E	10.55%	2.05	-
OVERDA	Бердянск, 1-A	11.50%	2.01	-
OKZMOA	Константиновский ЗМО, 1-A	17.00%	1.00	26.39%
ODON2C	Донецк, 1-C	12.00%	0.08	8.18%
OLUAZA	Богдан Моторс, 1-A	22.00%	0.02	53.77%
OZAPRE	Запорожье, 1-E	12.00%	0.02	10.89%
OMAUFA	МАУП, 1-A	23.00%	0.01	26.93%
ODTEKD	ДТЭК, 1-D	10.50%	0.01	-
ODTEKB	ДТЭК, 1-B	10.50%	0.01	37.48%

На прошлой неделе Министерство финансов провело два аукциона, которые принесли ряд неожиданностей. На первом аукционе было привлечено 626 млн. грн., причем наибольший интерес наблюдался к коротким сериям с погашением в августе 2010 г. и январе 2011 г. (95% объема пришлось на эти серии). Главным событием этого аукциона стало резкое снижение доходностей по всем выпускам. Так, доходность по 5-месячным ОВГЗ составила 17%, по 10-месячным – 16%, по облигациям со сроком обращения в 2.5 года – 17%, а по трехлетним – 17.3%. При этом спрос на госбумаги был чрезвычайно высоким – общий объем поданных заявок составил 9.3 млрд. грн., часть из которого пришлось, по всей видимости, на нерезидентов, доля которых в структуре держателей ОВГЗ с начала года увеличилась на 813 млн. грн.

Второй аукцион на прошлой неделе произвел впечатление «нерыночного». Минфин продал ОВГЗ на 1.94 млрд. грн., при этом ставки размещения по трем сериям составили 11%. Впрочем, делать выводы относительно рыночных уровней доходности по результатам этого аукциона не стоит.

**Прогноз:** сложившаяся ситуация со спросом и предложением на украинские ОВГЗ и еврооблигации дает основания прогнозировать, что сохранение или снижение суверенных доходностей в краткосрочном периоде более вероятны чем их рост.

## Вторичный рынок облигаций

На прошлой неделе Standard&Poor's повысило рейтинги Крыма, Луганска, Ивано-Франковска и Днепропетровска. Уровень рейтинга изменен с CCC+ на B- по международной шкале и с uaBB на uaBBB- по национальной со «стабильным» прогнозом. В то же время получили подтверждение своих рейтингов Киев (CCC+), Львов (CCC+ и uaBB) и Одесса (CCC+ и uaBB), при этом Киеву присвоен «стабильный» прогноз рейтинга. Тем не менее, данная новость не нашла своего отражения на вторичном рынке, – активности по данным эмитентам не наблюдалось.

После пересмотра суверенного рейтинга начался аналогичный процесс по корпоративным эмитентам. Fitch Ratings изменило с «негативного» на «стабильный» прогноз по рейтингам «Форума», «ПроКредит Банка», «Правэкс-Банка», «ВТБ Банка», «ПриватБанка» «Ощадбанка» и «Укрэксимбанка», подтвердив при этом их рейтинги.

В свою очередь Standard & Poor's изменило прогноз по рейтингам Альфа-Банка (Украина) с «негативного» на «стабильный» и подтвердило долгосрочный и краткосрочный кредитные рейтинги на уровне CCC+/C. По нашему мнению, данная новость может стать причиной сужения спреда доходностей облигаций Альфа-Банка (Украина) и Альфа-Банка (Россия) в ближайшем времени.

В начале текущей недели появилось сообщение, что держатели еврооблигаций VAB Банка согласились на реструктуризацию. Напомним, что эмитент предлагал кредиторам продление срока обращения еврооблигаций на четыре года, повышение купонной ставки с 10.125% до 10.5%, переход от полугодовых к квартальным купонным выплатам. Инвесторы, которые согласились на предложенные условия, получат 10% денежной суммы долга.

**Прогноз:** повышение рейтингов и их прогнозов по украинским эмитентам корпоративных еврооблигаций, а также приток спекулятивного капитала нерезидентов в этот сегмент, способны оказывать дальнейшее давление на ставки по этим бумагам вниз.

Рейтинг украинских облигаций (внутренняя методология*)		
<b>Корпоративные</b>		
Агромат, 1-А	OAGMTA	ufcBB
Амстор, 1-Е	OAMSE	ufcCCC
Аэропорт Борисполь, 3-А	OMABA3	пересмотр
Богдан, 1-А	OLUAZA	ufcBB
Галичина, 1-С	OGLCHC	ufcB
Галнафтогаз, 1-Е	ONGGE	ufcBB+
Донецксталь, 1-А	CODSTA	ufcBB
Имидж Холдинг, 1-В	OIMHLB	ufcB+
Караван, 1-С	OKRVNC	ufcSD
Кировоградоблэнерго, 1-А	OKIONA	ufcB
Конти, 1-В	OKKOB	ufcB
МАУП, 1-А	OMAUPA	ufcB
Подолье, 1-А	OPDILA	ufcB
Севастопольэнерго, 2-А	OSENA2	ufcB
Сумыхимпром, 1-А	OSUMHA	ufcCC
Фаворит, 1-В	OTNFB	ufcBB
ХАРП Трейдинг, 1-В	OHRPTB	ufcBB
Хлебпром, 1-Д	OHLPD	ufcB
ЮТиСТ, 1-А	OUTSTA	ufcSD
<b>Финансовые</b>		
Альфа Банк, 1-F	OALFF	ufcBBB-
Банк Хрещатик, 1-Е	OBXRE	ufcBBB
Донгорбанк, 3-С	ODGBC2	ufcB
Имэксбанк, 1-А	OIMEXA	ufcBB
Кредитпромбанк, 1-F	СОКPBF	ufcCC
Правэкс-Банк, 1-С	OPRXBC	ufcBB-
ПУМБ, 1-А	СOPUMB	ufcA
Райффайзен Банк Аваль, 1-В	OBVLB	ufcA
Родовид Банк, 1-С	ORODBC	ufcCC
Сбербанк России (Украина), 1-Д	ONRBD	ufcBB+
Укргазбанк, 1-А	OUGZBA	ufcCCC
Укрсоцбанк, 1-Е	COUSCE	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/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**  
Младший аналитик  
[oliynyk@ufc-capital.com](mailto:oliynyk@ufc-capital.com)

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