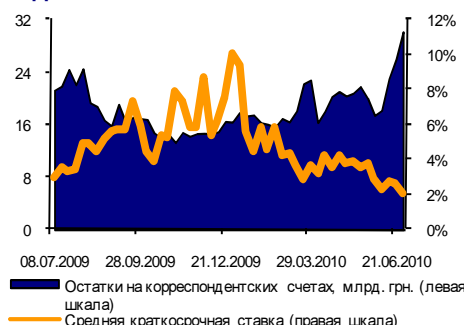


# УКРАИНСКИЙ РЫНОК ОБЛИГАЦИЙ

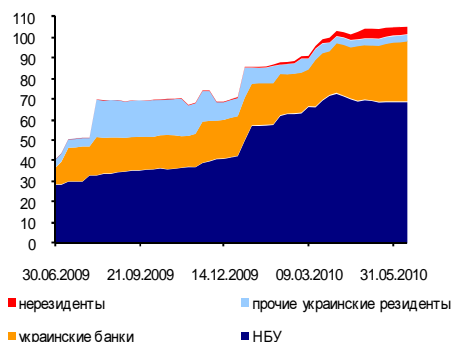
Артем Кость, [kost@ufc-capital.com](mailto:kost@ufc-capital.com)

7 июля, 2010

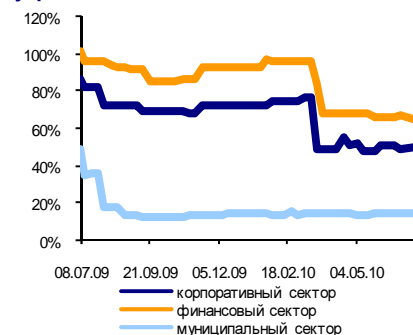
**Межбанковский рынок: ставки и остатки на корреспондентских счетах банков**



**Держатели ОВГЗ, млрд. грн.**



**Ставки-ориентиры доходности к погашению украинских облигаций**



## Ликвидность

Ликвидность на украинском межбанковском рынке продолжает устанавливать новые рекорды. Чрезвычайно большой объем свободных денежных средств, который находится в обращении банковской системы на данный момент, естественно оказывает давление как на краткосрочные так и на долгосрочные кредитные ставки. Однако вместе с тем в экономике пока отсутствуют признаки разворачивания инфляционных процессов, так как излишняя ликвидность не перетекает в сферу ипотечного, корпоративного или потребительского кредитования.

В начале текущей недели остатки средств коммерческих банков на корреспондентских счетах НБУ достигли отметки в 30 млрд. грн., что стало, по всей видимости, историческим максимумом этого показателя. Столь внушительные значения остатков говорят о том, что пока что банковская система продолжает испытывать приток средств, однако уже в ближайшем времени может столкнуться с проблемой эффективного размещения свободных ресурсов.

В начале этой недели ставка «овернайт» пробила психологический уровень в 1% и снизилась на 0.12 п. п. до 0.89%. В то же время однонедельная и двухнедельная ставки упали более значительно – на 0.68 п. п. и 1.00 п. п. соответственно.

Другой не менее важный индикатор – средняя краткосрочная межбанковская ставка (рассчитываемая НБУ) – упал на 0.6 п. п. и достиг уровня в 2%.

**Прогноз:** Национальный Банк Украины пока не предпринимает активных шагов по изыманию излишней банковской ликвидности. По всей видимости, дешевые кредитные ресурсы на межбанке выгодны для регулятора и правительства, так как это повышает привлекательность гособлигаций. Однако эта ситуация может быстро измениться, когда кредитная активность банков начнет восстанавливаться. В таком случае НБУ будет вынужден проводить более активную политику по сдерживанию роста денежной массы.

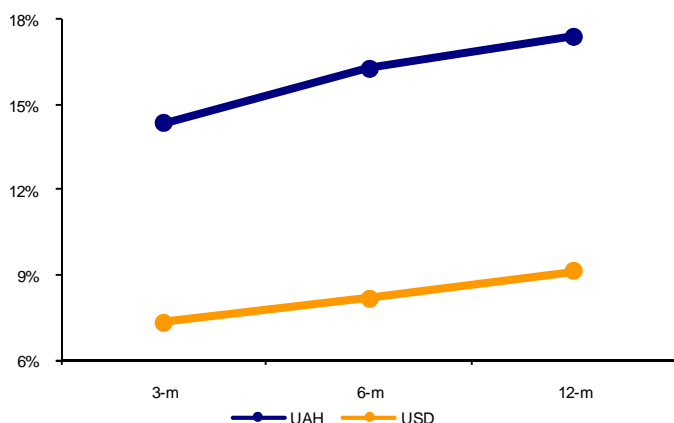
Основные индикаторы			
	05.07	21.06	Изм.
Овернайт	0.89%	1.01%	-0.12 п. п.
1 неделя	1.45%	2.13%	-0.68 п. п.
2 недели	3.00%	4.00%	-1.00 п. п.
UAH/USD	7.91050	7.91190	-0.02%
UAH/EUR	9.92610	9.78860	1.40%
UAH/RUR	0.25359	0.25618	-1.01%

Ставки-ориентиры UFC			
	06.07	22.06	Изм.
Корпоративные	49.9%	48.6%	+1.3 п. п.
Банковские	64.6%	67.0%	-2.4 п. п.
Муниципальные	14.1%	14.2%	-0.1 п. п.
UFC депо в UAH	16.0%	16.2%	-0.2 п. п.
UFC депо в USD	8.2%	8.4%	-0.2 п. п.

Украинский рынок облигаций: (28.06.2010-02.07.2010)				
Тикер ФТС	Компания	Купон	Объем, млн. грн.	УТМ
64018	Украина, 20.02.2013	20.0%	234.68	17.2%
64166	Украина, 28.01.2015	15.0%	211.01	17.8%
50207	Украина, 14.09.2016	9.5%	160.00	10.4%
66880	Украина, 04.09.2013	12.5%	109.00	13.9%
53912	Украина, 11.04.2012	15.7%	80.06	19.0%
61725	Украина, 17.11.2010	-	73.08	8.5%
64794	Украина, 13.04.2011	11.0%	67.95	15.0%
61451	Украина, 31.10.2012	20.0%	45.29	17.9%
62012	Украина, 23.11.2011	20.0%	43.71	16.3%
61717	Украина, 18.08.2010	-	19.85	6.3%
63564	Украина, 12.09.2012	20.0%	12.25	18.0%
54456	Украина, 27.04.2011	20.0%	12.04	16.4%
65411	Украина, 12.01.2011	-	11.20	17.5%
63648	Украина, 26.01.2011	-	9.44	10.3%
OAGRAJ	Агра, 1-J	18.0%	0.77	-
ODON2C	Донецк, 1-C	12.0%	0.23	13.2%
OLVIVB	Львов, 1-B	10.0%	0.20	9.4%
60289	Украина, 15.09.2010	-	0.15	9.3%
OZAPRE	Запорожье, 1-E	12.0%	0.11	-
IPVENA	Вена, 1-A	20.0%	0.06	-
OHLPD	Концерн Хлебпром, 1-D	17.0%	0.03	37.1%

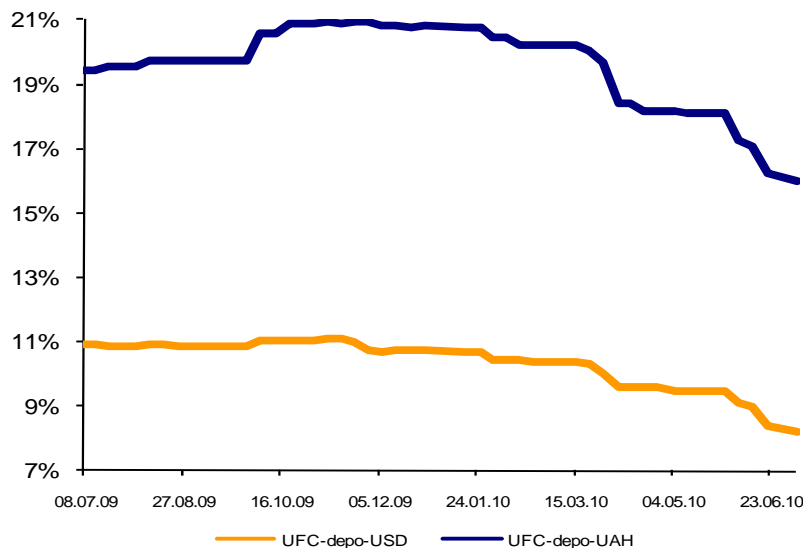
## Депозитные ставки

Кривая доходности по депозитам в грн. и долл. США



Динамика последнего месяца по депозитным индексам UFC-depo-UAH и UFC-depo-USD в первую очередь связана с резким увеличением ликвидности в банковской системе. Значения индексов за последнюю неделю лишь еще раз подтвердили общий тренд – оба показателя упали на 0.2 п. п. На данный момент мы ожидаем монетарную статистику НБУ за июнь, которая должны появиться на текущей неделе; с высокой степенью вероятности этот месяц станет очередным, когда будет зафиксирован прирост депозитных вкладов.

Динамика депозитных ставок в грн. и долл. США



## Государственные ценные бумаги

Несколько очень важных событий, которые имеют большое влияние на сегмент украинских государственных еврооблигаций, произошли на текущей неделе. Во-первых, миссия МВФ в Украине заявила о том, что будет рекомендовать совету директоров фонда возобновить сотрудничество с Украиной. На этот раз речь идет о выделении \$14.9 млрд. кредита stand-by сроком на 2.5 года. Однако не стоит забывать о том, что МВФ по-прежнему выдвигает перед Украиной ряд жестких требований по поводу размера дефицита государственного бюджета, а также проведении пенсионной реформы и реформы газового рынка.

### Календарь облигаций: 08.07.2010-14.07.2010

Купонные платежи		
08.07.10	OELZB	Евро Лизинг, 1-B
09.07.10	-	Фуршетт, 1-E
10.07.10	OLKMZB	Лозовский завод, 1-B
11.07.10	ODONCB	Донецк, 1-B
12.07.10	OFNINA	Банк Финансовая Инициатива, 1-A
12.07.10	OAGMTA	Агромат, 1-A
12.07.10	OOMAVB	Омега-автопоставка, 1-B
12.07.10	OAGMTB	Агромат, 1-B
Погашение/Досрочный выкуп		
10.07.10	OLKMZB	Лозовский завод, 1-B
11.07.10	ODONCB	Донецк, 1-B
12.07.10	OAGMTA	Агромат, 1-A
12.07.10	OFNINA	Банк Финансовая Инициатива, 1-A
12.07.10	OOMAVB	Омега-автопоставка, 1-B

### Рейтинг украинских облигаций (внутренняя методология\*)

Корпоративные		
Агромат, 1-A	OAGMTA	ufcBB
Амстор, 1-E	OAMSE	ufcCCC
Богдан, 1-B	OLUAZB	ufcBB
Галичина, 1-C	OGLCHC	ufcB
Галнафтогаз, 1-E	ONGGE	ufcBBB
Донецксталь, 1-A	CODSTA	ufcBB
Кировоградоблэнерго, 1-A	OKIONA	ufcB
Конти, 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-E	COUSCE	ufcA
Форум, 1-C	OPRXBC	ufcBBB

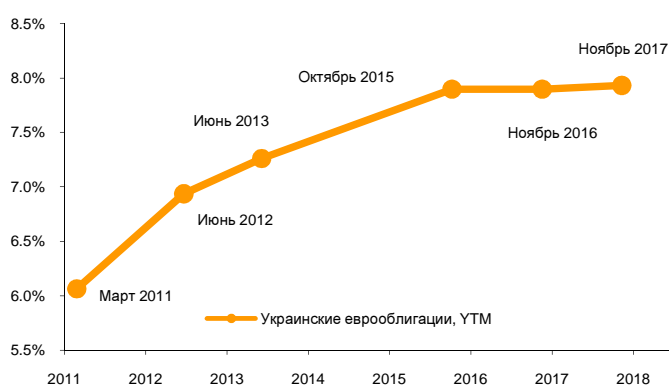
\*- Для получения более подробной информации о внутренней методологии UFC Capital, используемой для определения рейтинга корпоративных облигаций, воспользуйтесь ссылкой ниже:

[http://www.ufc-capital.com/ru/analysis/bonds\\_rate.htm](http://www.ufc-capital.com/ru/analysis/bonds_rate.htm)

Выполнения данных требований является обязательным для принятия окончательного решения о выделении финансирования. Как бы там ни было, рекомендация миссии МВФ является хорошим сигналом для инвесторов, которые рассматривают украинские государственные еврооблигации в качестве возможной инвестиции.

Реакция рейтинговых агентств на данное событие было достаточно прогнозируемым – Fitch принял решение о повышении суверенного долгосрочного рейтинга на один уровень Украины с B- to B (прогноз - позитивный). Эти две новости вместе с положительной макроэкономической статистикой, которая выходила в последнее время, повышают вероятность успешного проведения нового размещения украинских суверенных еврооблигаций. Мы ожидаем, что Минфин будет предпринимать попытки провести road-show новых бумаг в ближайшем времени, воспользовавшись сложившимся позитивным настроением среди потенциальных инвесторов.

### Кривая доходности еврооблигаций Украины



На аукционе по размещению государственных облигаций 29 июня Министерство финансов Украины удовлетворило 11 заявок на общую номинальную сумму 1.715 млрд. грн. Из этой суммы 1.61 млрд. грн. пришлось на бумаги с погашением в ноябре текущего года; средневзвешенная доходность по этой серии составила 8.52%. Отметим, что на этот раз Минфин удовлетворял заявки не только по минимальной доходности 8%. Впрочем, уровень отсека составил относительно низкие 9%, поэтому 17 из 25 заявок на общую сумму 839 млн. грн. остались неудовлетворенными.

Кроме того, Министерство финансов удовлетворило заявку с самой низкой доходностью (11.5%) по серии с погашением в мае 2011 г. на сумму 50 млн. грн., оставив без внимания 11 заявок на общую сумму 465 млн. грн.

Также были удовлетворены обе заявки по так называемой «футбольной» серии с погашением в сентябре 2013 г. на общую сумму 55 млн. грн. с доходностями по 12.5%.

Таким образом, суммарный объем удовлетворенных заявок стал максимальным за последние два месяца.

На аукционе 7 июля 2010 г. Министерство финансов Украины привлекло почти 670 млн. грн., причем основной спрос был сконцентрирован на коротких бумагах. Так, около 414 млн. грн. пришлось на облигации с погашением в сентябре 2010 г., а средневзвешенная доходность по этой серии составила 7.06%. Минфин установил граничный уровень доходности по этой серии на уровне 7.5%, что отсекало 7 из поданных 16 заявок (номинальный объем – 670 млн. грн.).

Порядка 146 млн. грн. было привлечено от продажи семимесячных бумаг. По этой бумаге было выставлено 20 заявок на общий номинальный объем в 640 млн. грн., а удовлетворено было 5 по средневзвешенной доходности 9.96%.

По длинным бумагам высокой активности не наблюдалось: 88 млн. грн. удалось привлечь от размещения двухлетних ОВГЗ и 21 млн. грн. – трехлетних. Удовлетворялись заявки по минимальным доходностям, которые составили 10% для серии 2012 г. и 12.5% для серии 2013 г.

Необходимо отметить, что объемы размещения ОВГЗ снизились по сравнению с предыдущим аукционом, что, скорее всего, объясняется тем, что большая часть избыточной банковской ликвидности была направлена на первичные торги ОВГЗ еще неделей ранее.

**Прогноз:** интерес инвесторов к коротким бумагам, который означает, как правило, негативные долгосрочные макроэкономические ожидания, в данном случае скорее вызван рыночными мотивами и желанием инвесторов иметь свободные средства в краткосрочном периоде, когда на рынке может начаться обратный процесс увеличения доходности госбумаг.

## Вторичный рынок облигаций

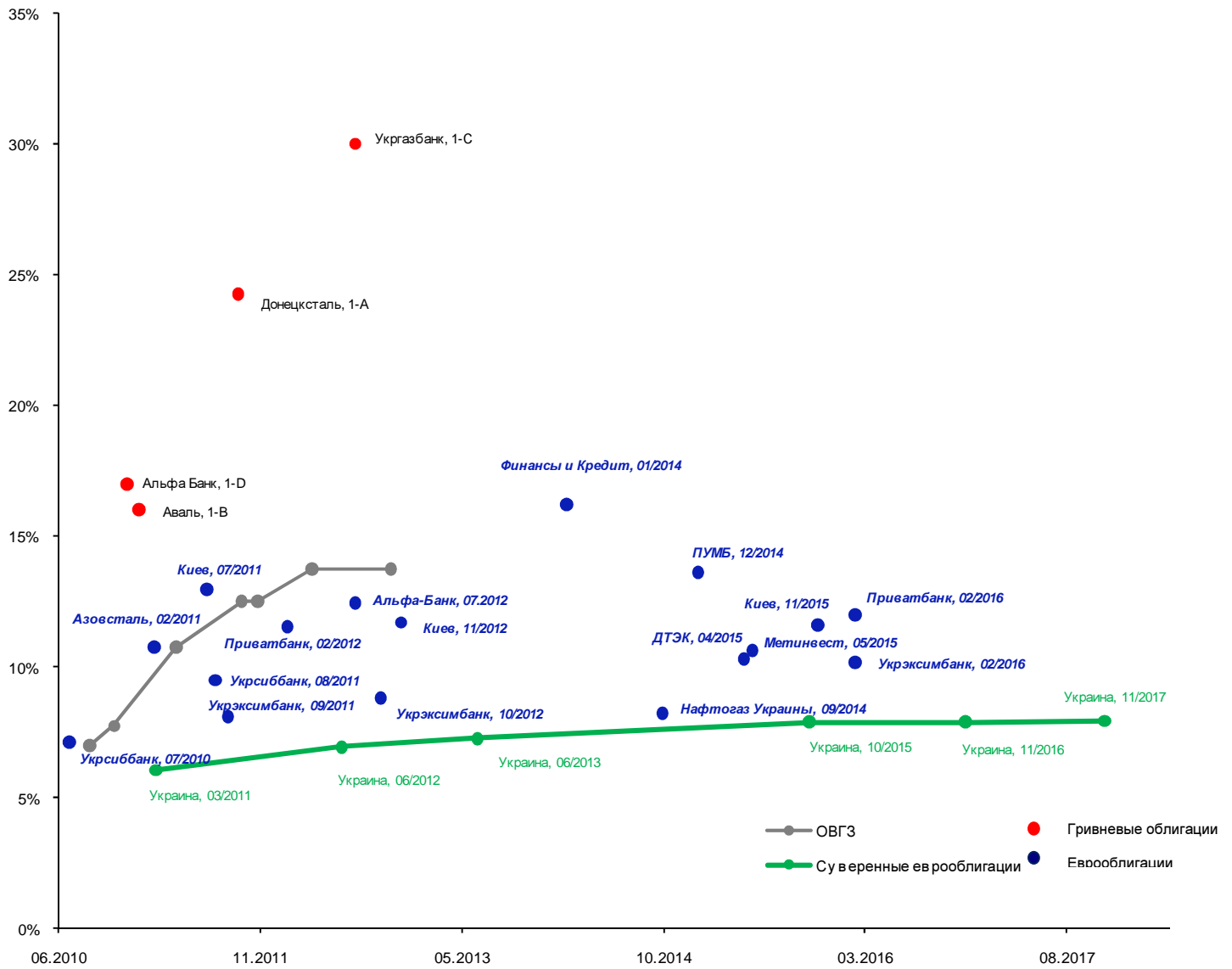
НДС-облигации все еще остаются основным фактором, сдерживающим активность на вторичном рынке внутренних гособлигаций. Таем не менее, ликвидность в данном сегменте постепенно повышается по причине неопределенности вокруг времени и объема выпуска НДС-ОВГЗ, а также по причине излишка ликвидности, накопленной у коммерческих банков.

В сегменте корпоративных гривневых облигаций можно отметить государственный «Ощадбанк», который на прошлой неделе повысил купонную ставку по своим облигациям серии 1-В на 11-20 купонные периоды до уровня 14% годовых.

На рынке украинских еврооблигаций главным ньюсмейкером последнего времени стал Киев, официальные представители которого заявили о возможной реструктуризации двух выпусков облигаций города. Основной причиной такого заявления стал размер реального дефицита бюджета муниципалитета, который необходимо покрыть в 2010 г. Однако в последующем это заявление было опровергнуто, более того – Киев заплатил купонный доход по одной из серий ранее положенного срока. Мы ожидаем, что в преддверии нового выпуска суверенных еврооблигаций правительство будет делать все для поддержки муниципальных и квазисуверенных эмитентов в обслуживании их долговых обязательств вовремя и в полном объеме.

**Прогноз:** низкие уровни ставок по ОВГЗ, которые сложились на рынке в последнее время, делают инвестиции в эти инструменты менее привлекательными для инвесторов. В этой связи мы ожидаем повышения интереса игроков к квазисуверенным бумагам, что позитивно скажется на ликвидности в этом сегменте и вызовет рост спроса на них.

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

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

**Виталий Горовой**  
Директор по стратегическому развитию  
[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.