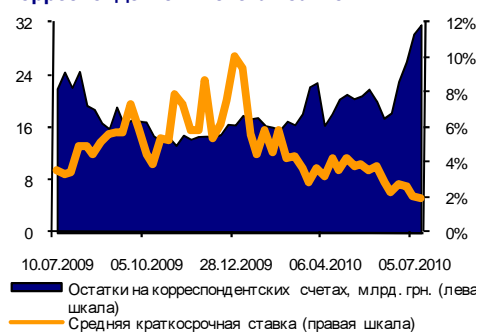


УКРАИНСКИЙ РЫНОК ОБЛИГАЦИЙ

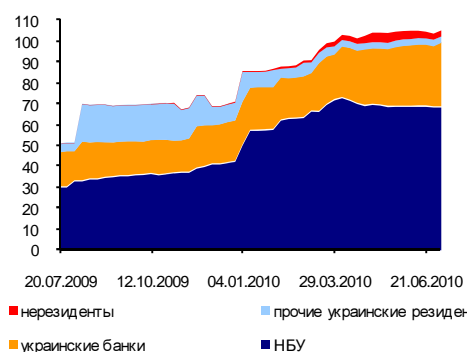
Артем Кость, kost@ufc-capital.com

14 июля 2010 г.

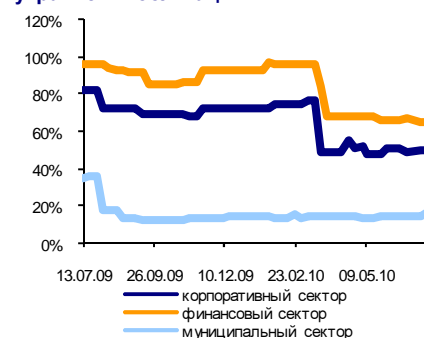
Межбанковский рынок: ставки и остатки на корреспондентских счетах банков



Держатели ОВГЗ, млрд. грн.



Ставки-ориентиры доходности к погашению украинских облигаций



Ликвидность

Тренд на украинском межбанковском кредитном рынке продолжает оставаться в силе. Показатели банковской ликвидности обновляют рекорды каждую неделю, что ведет к значительному удешевлению краткосрочного финансирования.

Остатки средств коммерческих банков на корреспондентских счетах НБУ, пробив уровень в 30 млрд. грн., на прошлой неделе колебались в пределах 30-33 млрд. грн. и оставались волатильными и в начале текущей недели. Однако после резкого роста в течение последних трех недель индикатор демонстрирует в настоящий момент некоторые признаки замедления.

Самый релевантный показатель спроса и предложения на краткосрочные кредитные ресурсы – ставка «овернайт» опять снизилась – на этот раз на 0.2 п. п. до 0.69%. Средняя краткосрочная ставка межбанковского рынка, рассчитываемая НБУ, также поддержала данный тренд, снизившись на 0.10 п.п. до 1.9%.

Решение Национального Банка Украины в отношении ставки является, как правило, отражением уже существующих тенденций на денежном рынке. Именно таким было решение НБУ, принятое на прошлой неделе: регулятор снизил учетную ставку с 9.5% до 8.5%, что стало возможным благодаря дефляции, которая продолжается в Украине уже третий месяц подряд. Таким образом, НБУ привел учетную ставку в соответствие с уровнями межбанковского рынка. Кроме того, НБУ снизил ставки по кредитам «овернайт» на 1 п. п.: ставка по кредитам обеспеченным ОВГЗ снизилась на 9.5%, а по бланковым – до 11.5%.

Статистические данные за июль по денежной массе в Украине не принесли неожиданных значений – агрегат М3 предсказуемо вырос на 2.2% до 533 млрд. грн.

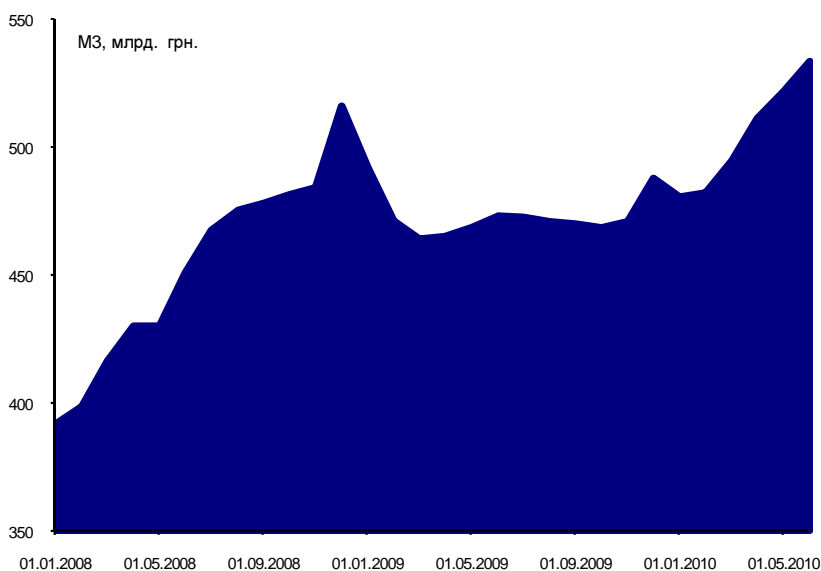
Статистические показатели денежно-кредитного рынка за предыдущий месяц частично обусловлены избыточной ликвидностью на рынке. Так, общий объем депозитов в июне увеличился на 1.7% (включая рост депозитов физических лиц на 2.3%).

Основные индикаторы			
	12.07	05.07	Изм.
Овернайт	0.69%	0.89%	-0.20 п.п.
1 неделя	1.45%	1.45%	0.00 п.п.
2 недели	3.00%	3.00%	0.00 п.п.
UAH/USD	7.90380	7.91050	-0.08%
UAH/EUR	9.98803	9.92610	0.62%
UAH/RUR	0.25666	0.25359	1.21%

Ставки-ориентиры UFC			
	13.07	06.07	Изм.
Корпоративные	49.9%	49.9%	0.0 п.п.
Банковские	64.6%	64.6%	0.0 п.п.
Муниципальные	16.3%	14.1%	+2.2 п.п.
UFC депозит в UAH	15.9%	16.0%	-0.1 п.п.
UFC депозит в USD	8.2%	8.2%	0.0 п.п.

Календарь облигаций: 15.07.2010-21.07.2010			
Купонные платежи			
15.07.10	ОКРВС	Кредитпромбанк, 1-С	
15.07.10	OUGZBA	Укргазбанк, 1-А	
15.07.10	-	Киев, 2011 (LPN)	
16.07.10	-	Донецксталь, 1-С	
17.07.10	-	Донецкая ЖД, 1-А	
17.07.10	-	Одесская ЖД, 1-А	
19.07.10	-	Укрсоцбанк, 1-Н	
19.07.10	-	Укрсоцбанк, 1-Ф	
19.07.10	OVTBB	ВТБ Банк Украина, 1-В	
20.07.10	OUBRPB	БГ Банк, 1-В	
21.07.10	66195	Украина, 17.07.2013	
21.07.10	СОКРВІ	Кредитпромбанк, 1-І	
Погашение/Досрочный выкуп			
15.07.10	OCLBA	Калион Банк Украина, 1-А	
19.07.10	-	Банк Форум, 1-Д	
21.07.10	58077	Украина, 21.07.2010	

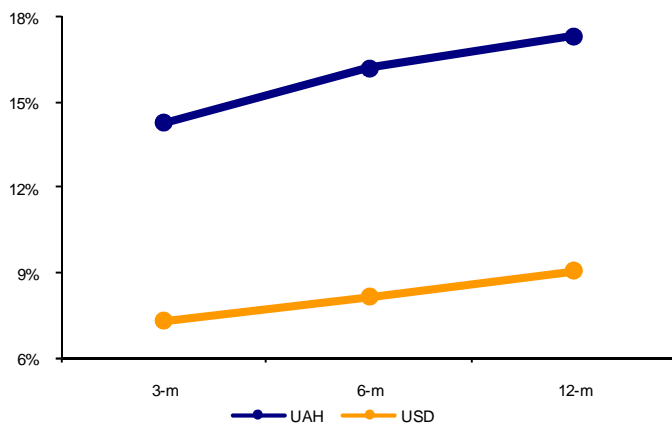
Денежная масса в Украине



Прогноз: в долгосрочной перспективе постоянное увеличение денежной массы создает инфляционное давление на национальную экономику. Однако, по нашему мнению, в краткосрочном периоде НБУ не будет проводить рестриктивную монетарную политику по причине необходимости стимулирования реального сектора и желание поддержать высокую ликвидность на рынке ОВГЗ.

Депозитные ставки

Кривая доходности по депозитам в грн. и долл. США



Стабильный обменный курс, отсутствие инфляционных ожиданий, а также значительные запасы наличности, скопившиеся у физических лиц в период кризиса доверия к банкам, по-прежнему являются факторами дальнейшего увеличения объемов депозитов. В результате, индекс UFC-depo-UAH снижается пятую неделю подряд, на этот раз – на 0.1 п.п. до 15.9%.

Украинский рынок облигаций: (05.07.2010-09.07.2010)

Тикер ПФТС	Компания	Купон	Объем, млн. грн.	УТМ
53912	Украина, 11.04.2012	15.7%	411.21	17.5%
60883	Украина, 26.09.2012	20.0%	234.26	14.9%
60289	Украина, 15.09.2010	-	108.77	6.8%
64794	Украина, 13.04.2011	11.0%	71.96	15.1%
61725	Украина, 17.11.2010	-	71.80	4.5%
50207	Украина, 14.09.2016	9.5%	45.17	10.4%
63648	Украина, 26.01.2011	-	44.63	16.1%
68191	Украина, 22.09.2010	-	44.37	7.3%
63564	Украина, 12.09.2012	20.0%	29.33	18.6%
IPRUSC	Руш, 1-С	20.00%	22.82	-
65965	Украина, 16.02.2011	-	18.79	11.3%
65213	Украина, 12.01.2011	-	13.35	9.8%
64018	Украина, 20.02.2013	20.0%	5.84	20.0%
OFNINA	Банк Финансовая инициатива, 1-А	20.00%	0.94	19.3%
OBXRF	Банк Хрещатик, 1-Ф	18.00%	0.89	28.9%
OROMA	Рома, 1-А	15.00%	0.25	34.6%
ODON2C	Донецк, 1-С	12.0%	21.4%	16.4%
OHLPD	Хлебпром, 1-Д	17.00%	0.09	82.5%
OBSSSTA	Банк Бизнес-Стандарт, 1-А	18.00%	0.06	-
OKPT	Компания по торговле, 1-А	17.00%	0.02	-

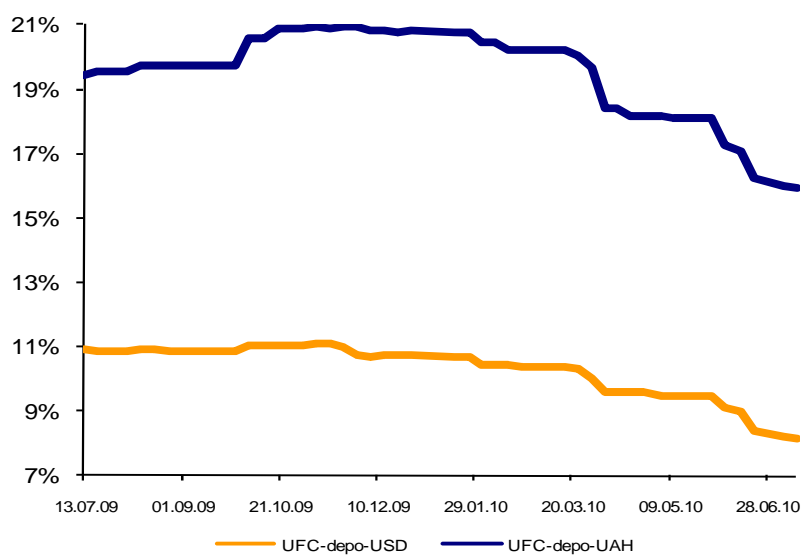
Рейтинг украинских облигаций (внутренняя методология*)

Корпоративные		
Агротат, 1-А	OAGMTA	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-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

Динамика депозитных ставок в грн. и долл. США

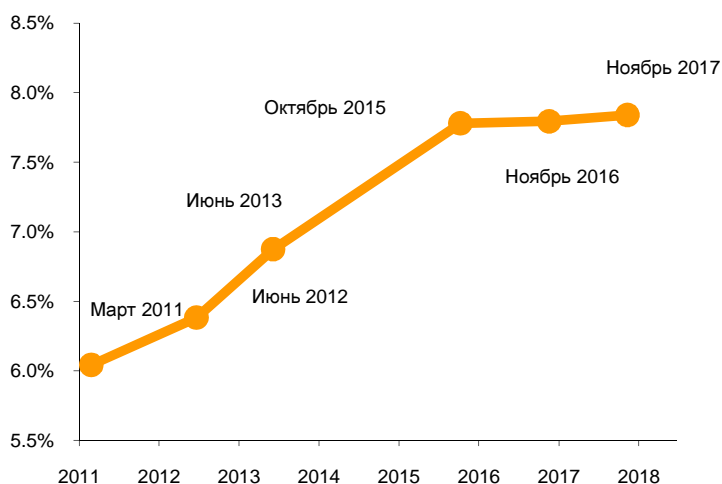


Государственные ценные бумаги

На прошлой неделе представители Минфина заявили, что Украина потенциально может привлечь приблизительно \$2 млрд. путем выпуска 10-летних еврооблигаций. Данный объем заметно выше, чем было объявлено ранее (\$1.2–\$1.5 млрд.). Объем выпуска был определен с учетом потребностей Украины в рефинансировании своих текущих обязательств по внешнему государственному долгу. Мы считаем, что Минфин в текущих условиях вполне способен успешно разместить такой объем суверенных еврооблигаций. Однако увеличение объема эмиссии, скорее всего, приведет к более высоким ставкам во время размещения.

Вторичный рынок украинских суверенных еврооблигаций на прошлой неделе был поддержан позитивным настроением инвесторов. Повышение суверенных рейтингов Украины и макроэкономическая стабилизация, а также сотрудничество с МВФ, стимулировали спрос на украинские государственные еврооблигации. Однако кривая доходности оставалась на довольно стабильном уровне в течение недели.

Кривая доходности еврооблигаций Украины



На аукционе по размещению ОВГЗ, который состоялся 13 июля, Министерство финансов Украины разместило ОВГЗ на общий объем в 942 млн. грн., что более чем на 40% превысило объем размещения неделей ранее.

Только от размещения десятимесячных гособлигаций удалось привлечь почти 614 млн. грн., однако достичь этого Минфину удалось по средневзвешенной доходности в 11.04%. Неудовлетворенными остались лишь 5 заявок из 19, а номинальный объем спроса на эту серию составил 761 млн. грн.

Семимесячные бумаги вызвали у участника аукциона примерно такой же интерес – было подано 24 заявки совокупным номинальным объемом в 785 млн. грн., однако Минфин установил по этой серии более низкую граничную отсекаемую доходность, что позволило привлечь в сумме около 296 млн. грн. под 9.42% средней эффективной доходности.

По целевой серии ОВГЗ 2013 г. (средства от размещения которой направляются на финансирование подготовки к Евро-2012) было подано 2 заявки, которые и были удовлетворены под 12.5% эффективной доходности на общую сумму в 33 млн. грн. Напомним, что эти бумаги покупаются банками с целью зачисления их для покрытия обязательных резервов.

Отметим, что на вчерашнем аукционе появился интерес к другой серии ОВГЗ с погашением в 2013 г. – было подано 2 заявки с доходностями 14% и 16.5% (номинальный объем заявок составил 110 млн. грн.), однако Минфин не удовлетворил ни одну из них.

Прогноз: среди позитивных моментов последнего аукциона следует отметить то, что на последнем аукционе предлагались более длинные по сравнению с предыдущими торгами бумаги, что перекладывает, таким образом, долговую нагрузку правительства на более поздний срок. Мы ожидаем, что в ближайшее время сверхвысокая банковская ликвидность в Украине будет способствовать активности на первичных аукционах по размещению ОВГЗ.

Вторичный рынок облигаций

В начале текущей недели, Минфин наконец прокомментировал возможные условия выпуска НДС-облигаций. Согласно заявлениям некоторых официальных лиц, эмиссия может состояться в конце июля или начале августа. Мы ожидаем, что банки будут управлять своими инвестиционными портфелями таким образом, чтобы иметь достаточно свободных средств к моменту появления НДС-облигаций. Вполне очевидно, что краткосрочные бумаги лучше подходят для подобной инвестиционной стратегии.

На вторичном рынке гривневых корпоративных облигаций активность была низкой как обычно. Необходимо отметить, что «Кредитпромбанк» объявил о завершении реструктуризации своих облигаций серии G на сумму 437.5 млн. грн. Срок их погашения продлен до июля 2012 г.

На вторичном рынке еврооблигаций наиболее активно торгуемыми бумагами по-прежнему остались облигации «ДТЕКа», «МХП» и «Метинвеста», несмотря на некоторый негативный фон. На прошлой неделе международное рейтинговое агентство Moody's Investors Service изменило прогноз корпоративного рейтинга B2 «Метинвеста» с «позитивного» на «стабильный». Кроме того агентство понизило рейтинг

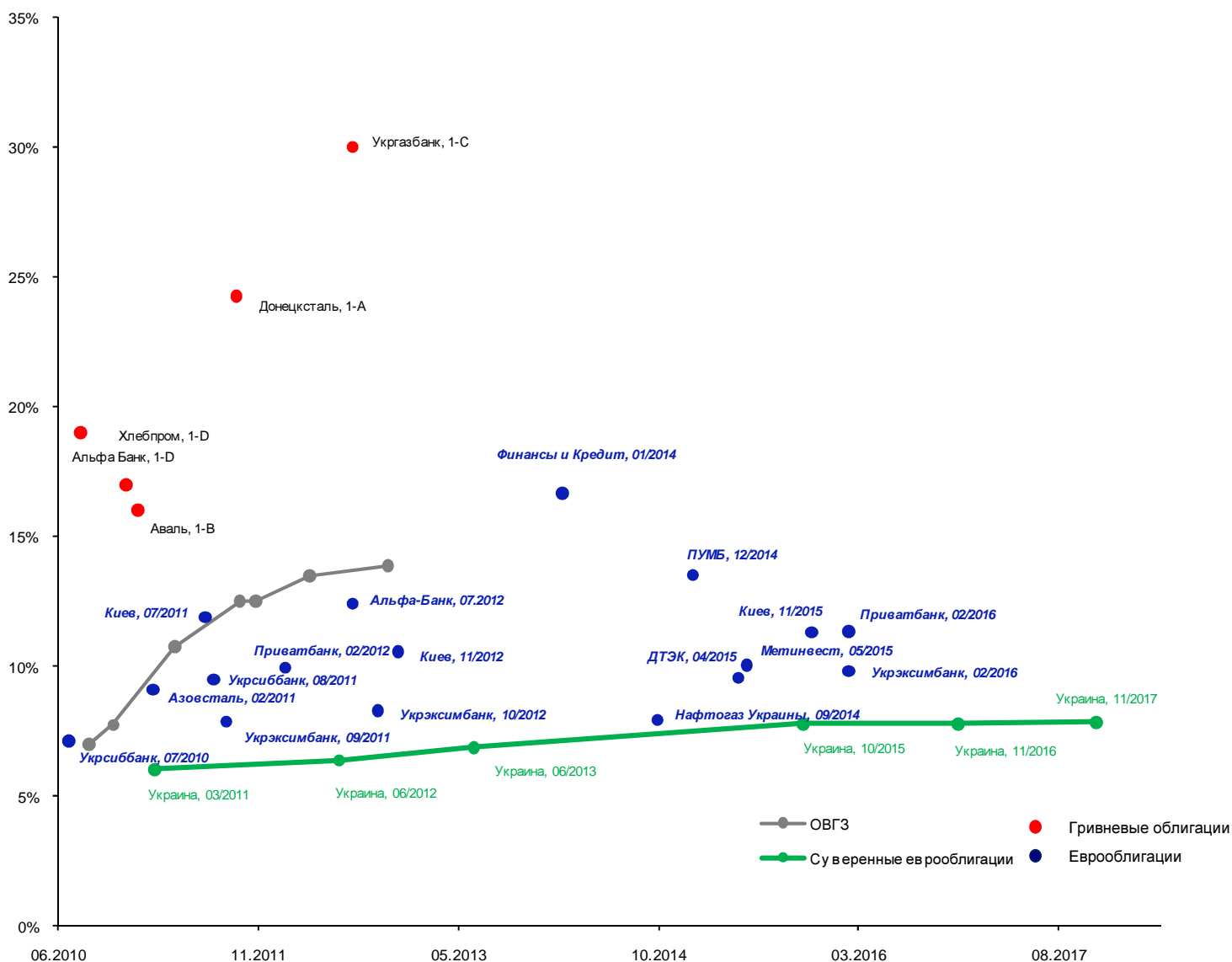
компании по национальной шкале с «A1.ua» до «A2.ua».

Данное понижение было обусловлено участием «Метинвеста» в сделке по приобретению Мариупольского металлургического комбината им. Ильича (ММКИ), что подразумевает значительный отток ликвидности для осуществления покупки. Кроме того, Moody's прогнозирует, что «Метинвест» в связи с покупкой ММК им. Ильича в ближайшие 5-10 лет будет нести дополнительные расходы, необходимые для модернизации активов комбината. Несмотря на это облигации «Метинвеста» продолжили свой рост благодаря ожидаемому в долгосрочной перспективе синергетическому эффекту в результате последнего приобретения.

После завершения реструктуризации своей задолженности банк «Финансы и кредит» начал выполнять свои долговые обязательства на этой неделе. Банк погасил задолженность по синдицированному кредиту в размере \$23 млн., что является хорошим известием для держателей его еврооблигаций, которые ранее согласились на реструктуризацию.

Прогноз: некоторые ликвидные украинские корпоративные еврооблигации выглядят переоцененными и имеют определенный потенциал для коррекции вниз. Однако на рынке очень мало ценных бумаг, которые соответствуют всем критериям инвесторов-нерезидентов, поэтому спрос на высококачественные облигации будет способствовать сохранению их на текущих уровнях.

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

Дмитрий Олейник
Младший аналитик
oliynyk@ufc-capital.com

Александр Лышень
Переводчик
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.