

УКРАИНСКИЙ РЫНОК ОБЛИГАЦИЙ

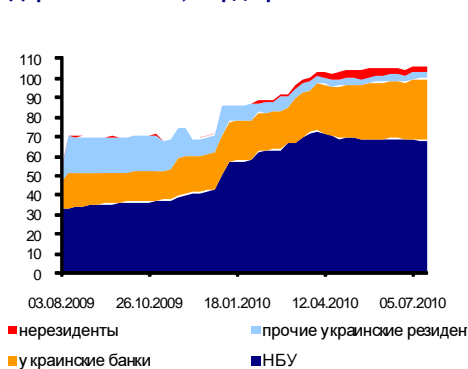
Артем Кость, kost@ufc-capital.com

21 июля 2010 г.

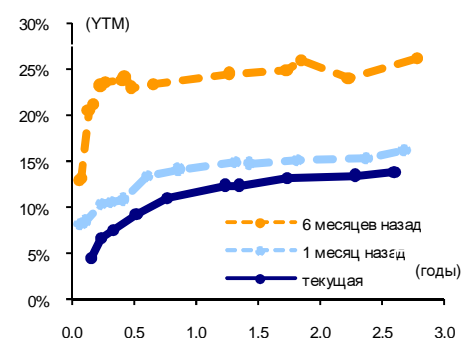
Межбанковский рынок: ставки и остатки на корреспондентских счетах банков



Держатели ОВГЗ, млрд. грн.



Изменение суверенной кривой доходности



Ликвидность

После двух недель заметного улучшения ликвидности на украинском межбанковском рынке, в начале текущей недели наблюдалась некоторая стабилизация. Краткосрочные ставки межбанковского кредитования, являющиеся основными показателями спроса и предложения денежных ресурсов в экономике, оставались приблизительно на одном и том же уровне. Ставка «овернайт» незначительно снизилась на 0.01 п.п.

Тенденция в отношении остатков средств на корсчетах коммерческих банков в НБУ в конце прошлой недели заметно изменилась. В результате значительного оттока средств, значение показателя опустилось до уровня 28 млрд. грн. Так как подобное сокращение, вероятно, имело технический характер и не отражает основную тенденцию на рынке, то это не повлияло на стоимость денежного ресурса и на банковскую ликвидность. Краткосрочная межбанковская ставка, рассчитываемая НБУ, лишней раз подтвердила достаточность уровня ликвидности межбанка, снизившись на 0.2 п.п., несмотря на динамику остатков на корсчетах.

Прогноз: очевидно, что впечатляющий объем свободных средств на межбанковском рынке образовался в результате отсутствия на текущий момент активного кредитования. В случае, если ситуация в банковской системе будет и в дальнейшем нормализоваться, а объемы кредитования приблизятся хотя бы к 50% от объемов кредитования в 2008 г., то ликвидность на межбанковском рынке существенно сузится.

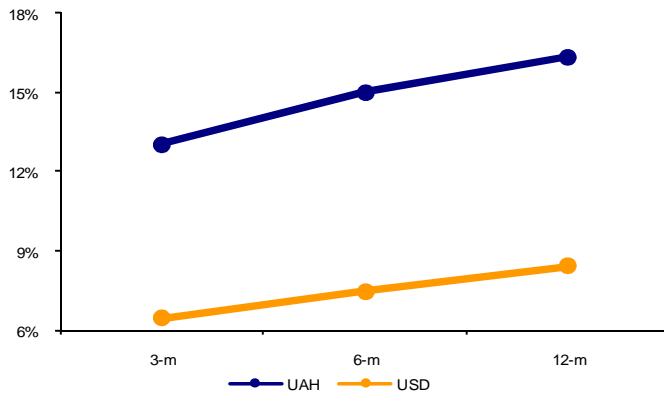
Основные индикаторы			
	20.07	12.07	Изм.
Овернайт	0.68%	0.69%	-0.01 п.п.
1 недели	1.45%	1.45%	0.00 п.п.
2 недели	3.00%	3.00%	0.00 п.п.
UAH/USD	7.89930	7.90380	-0.06%
UAH/EUR	10.23512	9.98803	2.47%
UAH/RUR	0.25837	0.25666	0.67%

Ставки-ориентиры UFC			
	20.07	13.07	Изм.
Корпоративные облигации	17.6%	-	-
Муниципальные облигации	16.4%	16.3%	+0.1 п.п.
UFC депозит в UAH	14.8%	15.2%	-0.4 п.п.
UFC депозит в USD	7.5%	7.8%	-0.3 п.п.

Bonds calendar: 22.07.2010-28.07.2010			
Купонные платежи			
23.07.10	OLVIVA	Львов, 1-A	
23.07.10	-	Укрсиббанк, 2010 (LPN)	
25.07.10	FICBUA	Банк Финансы и Кредит, 2014 (LPN)	
26.07.10	-	Укрсоцбанк, 1-G	
26.07.10	OGNGE	Галнафтогаз, 1-E	
28.07.10	OLTSKB	Луцк, 1-B	
28.07.10	OLTSKC	Луцк, 1-C	
28.07.10	OLTSKD	Луцк, 1-D	
28.07.10	58606	Украина, 19.07.2017	
28.07.10	58622	Украина, 18.07.2018	
28.07.10	58655	Украина, 17.07.2019	
28.07.10	64026	Украина, 21.01.2015	
Погашение/ досрочный выкуп			
23.07.10	-	Укрсиббанк, 2010 (LPN)	
26.07.10	OGNGE	Галнафтогаз, 1-E	
28.07.10	63630	Украина, 28.07.2010	

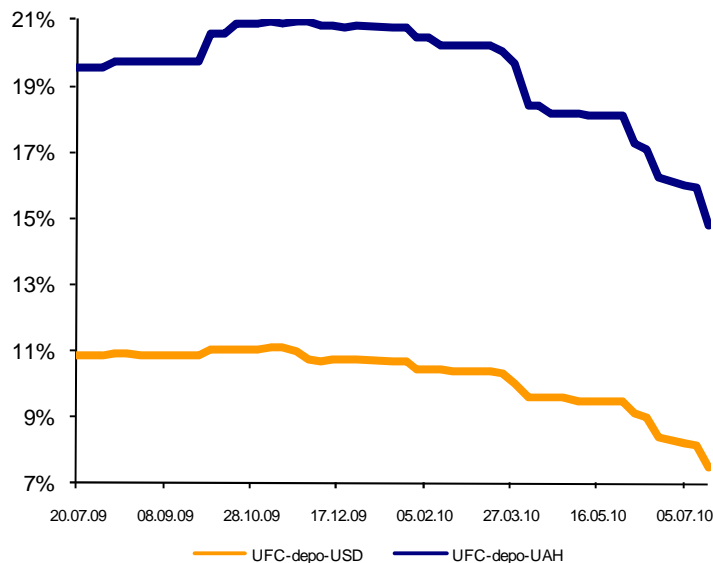
Депозитные ставки

Кривая доходности по депозитам в грн. и долл. США



Несмотря на наш прогноз в отношении грядущей стабилизации в сегменте банковских депозитов, финансовые учреждения по-прежнему снижают свои ставки, подтверждая тем самым наличие избыточной ликвидности и повышения доверия к банковской системе. На прошлой неделе, рассчитываемые нами индексы снизились одновременно: UFC-depo-UAH – на 0.4 п.п., а UFC-depo-USD – на 0.3 п.п. Постепенное возобновление кредитования заставит банки более активно привлекать денежные средства, что будет способствовать увеличению депозитных ставок.

Динамика депозитных ставок в грн. и долл. США



Государственные ценные бумаги

На прошлой неделе Украина приняла решение не размещать еврооблигации в ближайшее время. Свою позицию Министерство финансов объясняет тем, что текущая ликвидность, а также возможные альтернативные источники финансирования позволяют ей отложить выпуск облигаций. При этом Украина будет в постоянном режиме следить за рыночной ситуацией и при необходимости будет готова оперативно выйти на рынок заимствований.

По нашему мнению, основной причиной переноса выпуска стало то, что по результатам роуд-шоу, которые проводил Минфин, стало очевидным, что разместить облигации на \$2 млрд. по приемлемой для Украины доходности не удастся. Мы считаем, что Украина ориентировалась на доходность ниже 8%, в то время как по результатам переговоров с

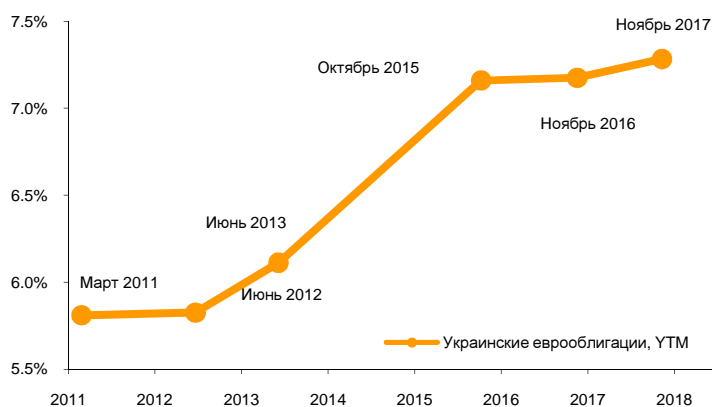
Украинский рынок облигаций: (12.07.2010-16.07.2010)

Тикер в ПФТС	Компания	Купон	Объем, млн. грн.	УТМ
64166	Украина, 28.01.2015	15.0%	163.66	17.0%
65221	Украина, 20.03.2013	15.0%	112.11	14.7%
53912	Украина, 11.04.2012	15.7%	80.38	19.1%
68191	Украина, 22.09.2010	-	49.42	6.1%
63309	Украина, 13.10.2010	-	34.43	6.8%
65403	Украина, 20.10.2010	-	29.51	6.8%
65213	Украина, 12.01.2011	-	27.74	9.8%
66526	Украина, 18.05.2011	-	27.51	11.4%
61089	Украина, 12.10.2011	25.1%	24.29	18.9%
60883	Украина, 26.09.2012	20.0%	18.05	15.7%
60289	Украина, 15.09.2010	-	14.79	6.8%
63648	Украина, 26.01.2011	-	14.42	9.7%
IPRUSC	Руш, 1-С	20.0%	12.59	-
66880	Украина, 04.09.2013	12.5%	10.65	14.1%
74173	Украина, 02.02.2011	-	9.50	9.8%
65411	Украина, 12.01.2011	-	9.34	15.6%
54456	Украина, 27.04.2011	20.0%	2.38	17.2%
OMDNA	МД Холдинг, 1-А	15.0%	1.03	17.8%
OMDGRD	МД Групп, 1-D	14.0%	1.02	16.9%
OMDGRC	МД Групп, 1-С	14.0%	1.00	14.1%
OLVIVA	Львов, 1-А	9.5%	0.61	-
OHLPD	Хлебпром, 1-D	17.0%	0.26	106.6%
OKPRB	Приндепровский завод, 1-В	30.0%	0.24	23.6%
OROMA	Рома, 1-А	15.0%	0.20	37.1%
OENAVB	Энергоавтоматика, 1-В	20.0%	0.20	22.8%
OBSSTA	Банк Бизнес-Стандарт, 1-А	18.0%	0.12	-
OUSCD	Укрсоцбанк, 1-D	12.5%	0.01	27.2%
OAFINA	Альтера-Файненс, 1-А	15.0%	0.01	30.3%

инвесторами получила уровень выше целевого. Мы прогнозируем, что теперь Украина сконцентрируется на сотрудничестве с МВФ, а к рынку еврооблигаций вернется уже после того как получит первые деньги от фонда, что позволит надеяться на понижение доходностей по евробондам

Для инвесторов отказ Минфина от выпуска еврооблигаций является позитивным сигналом о том, что в настоящий момент Украина способна обслуживать свой долг без привлечения внешнего финансирования. Данная тактика позволила заметно снизить доходность уже выпущенных еврооблигаций в начале прошлой недели – кривая доходности суверенных еврооблигаций снизилась приблизительно на 0.5 п. п.

Кривая доходности еврооблигаций Украины



На аукционе по размещению ОВГЗ 20 июля Минфин привлек более 1.1 млрд. грн., что на 17% больше, чем неделей ранее.

Как и прогнозировалось, на вчерашнем аукционе большой спрос сформировался на короткую серию с погашением в конце октября. По этой бумаге было выставлено 26 заявок, 22 из которых были удовлетворены. Минфин сохранил уровень граничной доходности по трехмесячным ОВГЗ на уровне 7.5%, что позволило ему привлечь в результате размещения данной серии 783.7 млн. грн. Средневзвешенная доходность составила 7.31%.

Кроме этого, спросом на аукционе пользовалась и длинная бумага с погашением через три года. Были удовлетворены все 6 поданных заявок по доходности 12.5% на общую сумму в 319.9 млн. грн. Отметим, что речь идет о целевой серии ОВГЗ, которая используется банками при формировании обязательных резервов, чем и объясняется спрос.

По ОВГЗ с погашением в апреле 2011 г. было подано 23 заявки номинальным объемом в 785.5 млн. грн., однако Минфин ограничился удовлетворением лишь пяти заявок на 0.9 млн. грн. по 10.5% эффективной доходности.

По длинной серии ОВГЗ 2012 г. спрос составил 110 млн. грн. (3 заявки), но на этом аукционе Минфин счел заявленные доходности в диапазоне 13%-13.5% завышенными и не размещал эти бумаги.

Прогноз: как мы и ожидали, большая часть спроса на прошедшем аукционе пришлась на короткие бумаги с погашением до конца 2010 г. Тем не менее, этот спрос был несколько меньшим, чем мы прогнозировали, а ставки доходностей по короткой серии остались практически без изменений. Если недавно озвученные планы правительства относительно выпуска в начале августа 2010 г. новой серии целевых ОВГЗ на 5 млрд.

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
Кonti, 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/en/analysis/bonds_rate.htm

грн. окажутся реальными, с учетом объема планируемого выпуска НДС-ОВГЗ, это может вызвать среди участников рынка ожидания повышения ставок в среднесрочном периоде.

Вторичный рынок облигаций

Представители украинского правительства сообщили о том, что Украина начнет размещение НДС-облигаций с 1 августа 2010 г. Правительство планирует выпустить облигации примерно на 18 млрд. грн., т.е. на сумму невозмещенного НДС, подтвержденную проверками налоговых органов. Мы считаем, что данная сумма не является окончательной и еще может быть скорректирована.

Также стало известно, что первый транш составит 3.2 млрд. грн. Мы ожидаем, что спрос на ОВГЗ первого транша значительно превысит объем размещения. Поэтому доходность данных облигаций на вторичном рынке, вероятнее всего, будет сопоставима с доходностями долгосрочных ОВГЗ, т.е. составит 14-15% эффективной доходности. Суверенная кривая должна сдвинуться вверх по мере выхода оставшихся траншей НДС-ОВГЗ до конца 2010 г.

На рынке гривневых облигаций корпоративный сектор остается практически не востребованным из-за плохой кредитной истории. Так, на прошлой неделе «Фуршет» объявил о завершении реструктуризации своих гривневых облигаций серии 1-Е, – весь объем оставшихся облигаций был трансформирован в банковский кредит.

На прошлой неделе на украинском рынке корпоративных еврооблигаций опять наблюдался рост. Ралли в суверенном сегменте вызвало спрос на квазисуверенные бумаги (например, «Нафтогаза» и «Укрэксимбанка»), а также на бумаги качественных корпоративных эмитентов – «Метинвеста», ДТЭК и МХП. Последний на прошлой неделе подписал кредитное соглашение с ЕБРР о предоставлении \$50 млн., что стало для инвесторов сигналом к покупке бумаг этой компании. Тем временем, «Метинвест» привлек \$700 млн. в виде синдицированного кредита под LIBOR+3%. Ралли по облигациям «Нафтогаза» с погашением в 2014 г. было частично вызвано недавним увеличением стоимости газа для населения на 50%, что должно значительно снизить дефицит бюджета компании.

Прогноз: мы не видим какого-либо значительного потенциала для дальнейшего повышения стоимости наиболее торгуемых украинских корпоративных ценных бумаг. Однако макроэкономический прогноз по Украине остается позитивным на ближайшую перспективу, поэтому стабилизация на рынке еврооблигаций является, по нашему мнению, наиболее вероятным сценарием.

Еврооблигации

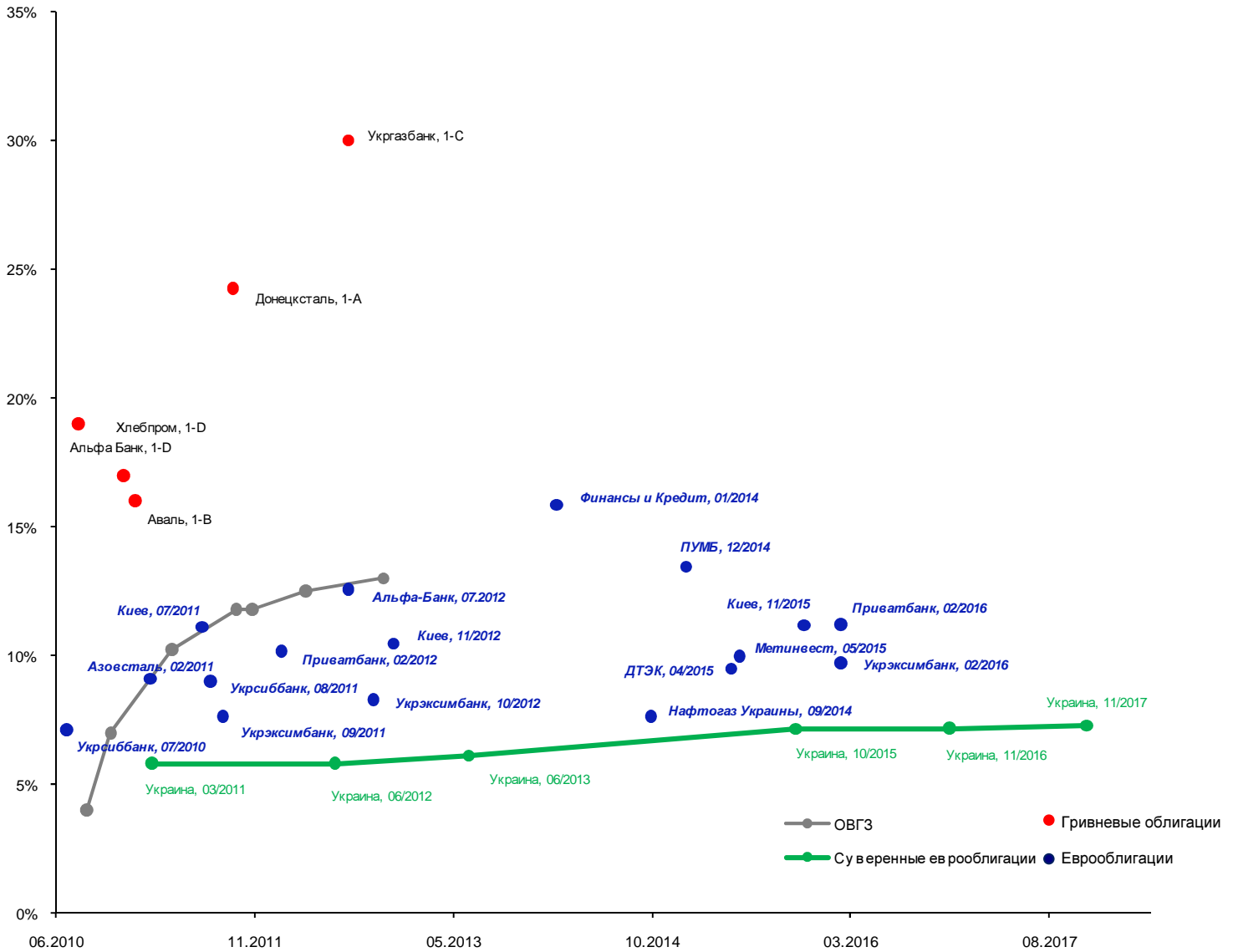
Эмитент	bid	ask	Yield (bid)	Yield (offer)	Купон	Объем, млн.	Валюта	Погашение
Украина, 2011	100.13	100.63	6.65%	5.81%	6.875%	600	USD	04.03.2011
Украина, 2012	100.50	101.00	6.10%	5.83%	6.385%	500	USD	26.06.2012
Украина, 2013	103.25	104.00	6.39%	6.11%	7.650%	1000	USD	11.06.2013
Украина, 2015	90.00	90.50	7.28%	7.16%	4.950%	600	EUR	13.10.2015
Украина, 2016	96.50	97.00	7.28%	7.18%	6.580%	1000	USD	21.11.2016
Украина, 2017	96.50	97.00	7.38%	7.28%	6.750%	700	USD	14.11.2017
Интерпайп, 2010	76.50	79.00	1176.29%	1020.67%	8.750%	200	USD	02.08.2010
Пивденный, 2010	99.75	100.25	18.41%	1.19%	10.250%	100	USD	03.08.2010
ИСД, 2010	20.00	40.00	2119.49%	857.06%	9.250%	150	USD	23.09.2010
Азовсталь, 2011	99.50	100.00	9.98%	9.10%	9.125%	175	USD	28.02.2011
Киев, 2011	96.50	97.75	12.53%	11.11%	8.625%	200	USD	15.07.2011
Укрсиббанк, 2011	99.50	100.25	9.77%	8.98%	9.250%	250	USD	04.08.2011
Укрэксимбанк, 2011	99.50	100.00	8.11%	7.64%	7.650%	500	USD	07.09.2011
Укрсиббанк, 2011	96.50	97.50	10.47%	9.68%	7.750%	500	USD	21.12.2011
Приватбанк, 2012	96.50	97.00	10.52%	10.15%	8.000%	500	USD	06.02.2012
Альфа-Банк (Украина), 2012	100.00	100.75	13.00%	12.56%	13.000%	841	USD	30.07.2012
Укрэксимбанк, 2012	96.25	97.00	8.70%	8.31%	6.800%	250	USD	04.10.2012
Киев, 2012	94.00	95.50	11.22%	10.45%	8.250%	250	USD	26.11.2012
Финансы и Кредит, 2014	83.00	86.00	17.15%	15.86%	10.500%	100	USD	25.01.2014
ВиЭйБи Банк, 2014	72.00	74.00	21.45%	20.50%	10.500%	125	USD	14.06.2014
Нафтогаз Украины, 2014	106.00	106.50	7.79%	7.65%	9.500%	1 595	USD	30.09.2014
ПУМБ, 2014	90.50	92.00	13.94%	13.45%	11.000%	275	USD	31.12.2014
Укрэксимбанк, 2015	99.25	99.75	8.56%	8.43%	8.375%	500	USD	27.04.2015
ДТЭК, 2015	99.25	100.00	9.69%	9.49%	9.500%	500	USD	28.04.2015
МХП, 2015	99.50	100.25	10.38%	10.17%	10.250%	500	USD	29.04.2015
Метинвест, 2015	100.50	101.00	10.11%	9.98%	10.250%	500	USD	20.05.2015
Киев, 2015	86.25	87.50	11.54%	11.19%	8.000%	250	USD	06.11.2015
Приватбанк, 2016	88.00	90.00	11.75%	11.22%	8.750%	150	USD	09.02.2016
Укрэксимбанк, 2016	93.25	94.50	10.01%	9.70%	8.400%	125	USD	09.02.2016

Облигации внутреннего государственного займа

Эмитент, тиккер	bid	ask	Yield (bid)	Yield (offer)	Купон	Погашение
Украина, 60289*	992.25	993.79	5.00%	4.00%	-	15.09.2010
Украина, 63309*	984.52	986.79	6.75%	5.75%	-	13.10.2010
Украина, 61725*	974.37	977.50	8.00%	7.00%	-	17.11.2010
Украина, 63648*	951.70	956.20	9.75%	8.80%	-	26.01.2011
Украина, 54456	1 106.86	1 117.78	11.75%	10.25%	20.00%	27.04.2011
Украина, 61089	1 205.69	1 219.70	13.00%	11.80%	25.14%	12.10.2011
Украина, 62012	1 119.24	1 133.92	13.00%	11.80%	20.00%	23.11.2011
Украина, 53912	1 077.78	1 096.12	13.75%	12.50%	15.70%	11.04.2012
Украина, 61451	1 165.45	1 185.12	14.00%	13.00%	20.00%	31.10.2012
Украина, 64018	1 213.90	1 229.19	14.20%	13.50%	20.00%	20.02.2013

Примечание. Для выпусков, помеченных звездочками, указаны простые доходности, для прочих выпусков – эффективные.

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