

УКРАИНСКИЙ РЫНОК ОБЛИГАЦИЙ



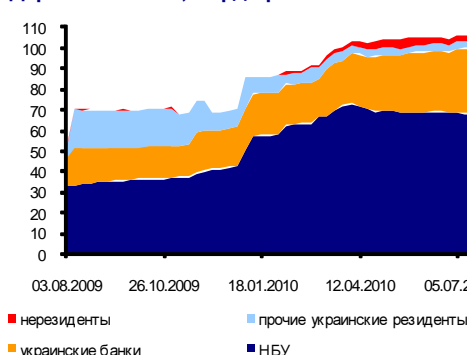
Артем Кость, kost@ufc-capital.com

28 июля 2010 г.

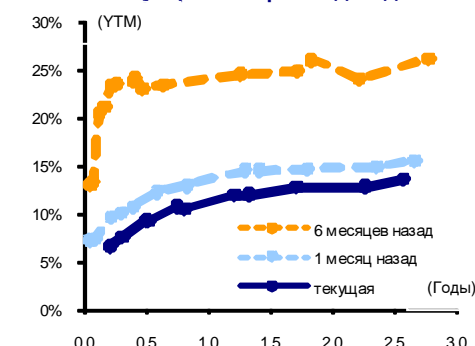
Межбанковский рынок: ставки и остатки на корреспондентских счетах банков



Держатели ОВГЗ, млрд. грн.



Изменение суверенной кривой доходности



Ликвидность

После некоторого замедления роста ликвидности на межбанковском рынке на прошлой неделе, в начале текущей недели мы стали свидетелями новой волны увеличения ликвидности. Одним из факторов, оказывающих давление на ставки межбанковского кредитного рынка, является объем зарезервированных средств под грядущий выпуск НДС-ОВГЗ. В результате, ставки «овернайт» снизились на 0.06 п.п. до уровня 0.62%. Однако самое значительное снижение наблюдалось в сегменте одно- и двухнедельных кредитов – ставки по ним значительно снизились: на 0.38 п.п. и 0.88 п.п. соответственно.

Как и ожидалось, массовый отток средств коммерческих банков с корреспондентских счетов в НБУ не повлиял на межбанковский кредитный рынок, т.к. это не являлось преломлением тенденции на рынке. На текущей неделе остатки на коррсчетах незначительно увеличились на 1 млрд. грн. до 29.8 млрд. грн.

Еще одним хорошим подтверждением постепенной стабилизации в украинском банковском секторе стала публикация отчетности отечественными банками на прошлой неделе. Большинство банковских учреждений продемонстрировали улучшение показателей чистой прибыли, что объясняет растущее доверие на рынке.

Прогноз: мы ожидаем, что рост рынка кредитования станет следующим шагом на пути стабилизации в украинском банковском секторе. Однако, как мы понимаем, в корпоративном сегменте в настоящий момент недостаточно надежных заемщиков, что ограничивает возможность расширения кредитования в Украине.

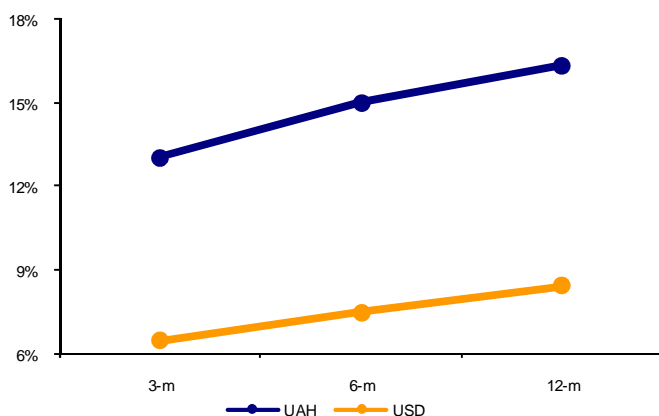
Основные индикаторы			
	27.07	20.07	Изм.
Овернайт	0.62%	0.68%	-0.06 п.п.
1 недели	1.08%	1.45%	-0.38 п.п.
2 недели	2.13%	3.00%	-0.88 п.п.
UAH/USD	7.89520	7.89930	-0.05%
UAH/EUR	10.20928	10.23512	-0.25%
UAH/RUR	0.26056	0.25837	0.85%

Ставки-ориентиры UFC			
	28.07	20.07	Изм.
Корпоративные облигации	16.5%	17.6%	-1.1 п.п.
Муниципальные облигации	16.4%	16.4%	0.0 п.п.
UFC депозит в UAH	14.3%	14.8%	-0.5 п.п.
UFC депозит в USD	7.4%	7.5%	-0.1 п.п.

Календарь облигаций: 29.07.2010-04.08.2010			
Купонные платежи			
29.07.10	OBXRG	Банк Крещатик, 1-G	
30.07.10	COCTYB	Ситиком, 1-B	
30.07.10	-	Винница, 1-F	
30.07.10	ALFAUA	Альфа Банк Украина, 2012	
02.08.10	OLUGB	Луганск, 1-B	
02.08.10	OLUGA	Луганск, 1-A	
02.08.10	COUGZC	Укргазбанк, 1-C	
02.08.10	OIBOYA	Ибоя, 1-A	
02.08.10	OMGBF	Мегабанк, 1-F	
02.08.10	INPIP	Интерпайп, 2010	
03.08.10	PIVDE	Банк Пивденный, 2010	
04.08.10	64166	Украина, 28.01.2015	
04.08.10	UKRSIB	УкрСиббанк, 2011-2	
Погашение/ досрочный выкуп			
30.07.10	COCTYB	Ситиком, 1-B	
02.08.10	INPIP	Интерпайп, 2010	
03.08.10	PIVDE	Банк Пивденный, 2010	

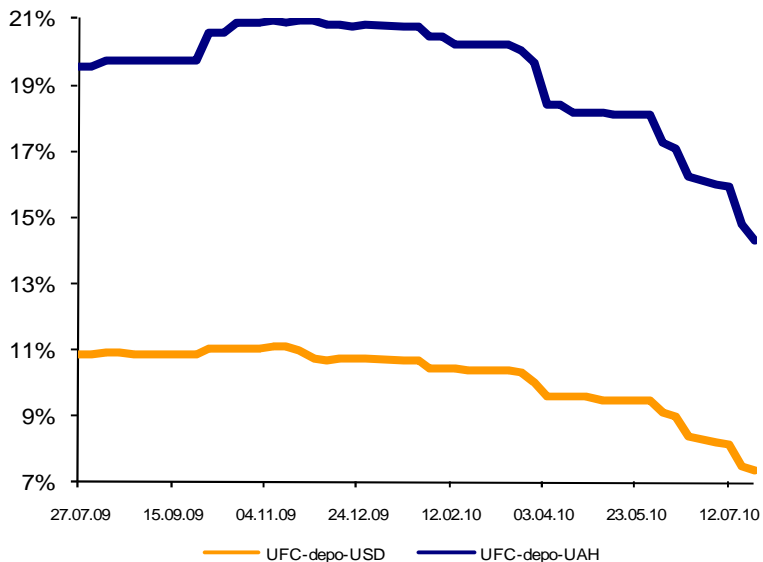
Депозитные ставки

Кривая доходности по депозитам в грн. и долл. США



С начала текущего года динамика индексов UFC-depo-UAH и UFC-depo-USD отражает нежелание украинских банков предлагать высокие ставки для привлечения депозитов физических и юридических лиц. В настоящее время участники банковского рынка испытывают нехватку альтернатив для размещения свободных средств, поэтому депозитная политика меняется в сторону низких ставок. На прошлой неделе индекс UFC-depo-UAH снизился еще на 0,5 п.п., а UFC-depo-USD – на 0,1 п.п., достигнув рекордных минимумов.

Динамика депозитных ставок в грн. и долл. США.



Государственные ценные бумаги

Ралли на рынке суверенных облигаций продолжается. С начала текущего года украинские государственные еврооблигации демонстрируют отличный рост. Не стала исключением и прошлая неделя – кривая доходности суверенных облигаций снизилась примерно на 50 б.п. Значительная доля спроса была сосредоточена в сегменте долгосрочных бумаг из-за неоправданного спреда в доходностях по отдельным сериям еврооблигаций. Снижение ставок по долгосрочным бумагам является позитивным знаком для инвесторов, означающим, что макроэкономическая ситуация в Украине будет оставаться стабильной в течение ближайших

Украинский рынок облигаций: (19.07.2010-23.07.2010)

Тикер в ПФТС	Компания	Купон	Объем, млн. грн.	УТМ
65403	Украина, 14.07.2010	-	162.16	-
66880	Украина, 04.09.2013	12.5%	78.83	14.4%
64018	Украина, 20.02.2013	20.0%	62.11	17.3%
66187	Украина, 11.08.2010	-	39.93	4.3%
65429	Украина, 27.03.2013	14.5%	36.32	16.0%
63309	Украина, 13.10.2010	-	23.65	7.0%
62012	Украина, 23.11.2011	20.0%	21.91	18.1%
OPRMF	Проект Мастер, 1-F	22.0%	19.26	-
61725	Украина, 17.11.2010	-	14.63	8.3%
60883	Украина, 26.09.2012* (спецыпуск Евро-2012)	20.0%	12.21	15.6%
OELZB	Евролизинг, 1-B	23.0%	3.00	-
IPVENA	Вена, 1-A	20.0%	2.28	-
63564	Украина, 12.09.2012	20.0%	0.21	22.3%
65411	Украина, 12.01.2011	-	0.20	16.2%
OKPRB	Комбинат Приднепровский, 1-B	30.0%	0.10	24.6%
OBSSTA	Банк Бизнес Стандарт, 1-A	18.0%	0.06	-

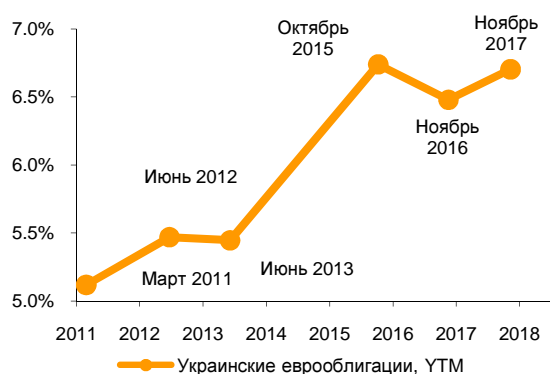
нескольких лет. Недавно опубликованная информация о позитивном сальдо платежного баланса Украины, который в июле достиг \$2.8 млрд., еще больше улучшила общий макроэкономический фон.

Еще одним фактором роста, который повлиял на торговую активность инвесторов на рынке украинских суверенных бумаг, стало заявление о том, что МВФ 28 июля принял решение о предоставлении Украине нового кредита «stand-by» в размере около \$15 млрд. При этом представители украинского правительства заявили о том, в 2010 г. Украина ожидает получить два кредитных транша от МВФ на общую сумму \$3 млрд.

В дополнение к вышеупомянутым факторам, кредитное агентство S&P сообщило о возможном скором повышении рейтингов Украины. Данное рейтинговое агентство поставило на пересмотр долгосрочные суверенные рейтинги «В» с позитивным прогнозом. Агентство S&P планирует закончить пересмотр рейтингов в течение нескольких месяцев после того, как МВФ принял решение о выделении нового кредита Украине.

Прогноз: Так как доходности украинских суверенных еврооблигаций, скорее всего, останутся на рекордно низком уровне, мы ожидаем, что рынок в ближайшем будущем будет искать новые идеи среди квазисуверенных и корпоративных бумаг.

Кривая доходности еврооблигаций Украины



На аукционе по размещению ОВГЗ, который состоялся 27 июля, объем размещения вырос в очередной раз, — на этот раз он составил 1.5 млрд. грн., что на 40% больше объема недель ранее. При этом по результатам аукциона можно констатировать, что основная часть спроса на госбумаги по-прежнему находится на коротком конце суверенной кривой.

Более 550 млн. грн. Минфину удалось привлечь от размещения облигаций с погашением в феврале 2011 г. Из 16 поданных заявок удовлетворено было 11, в результате чего средневзвешенная доходность по этой серии составила 9.39%.

Бумага с погашением в июле следующего года вызвала вчера наибольший ажиотаж, — всего было подано 25 заявок на 1.3 млрд. грн., из которых было удовлетворено 12 заявок на 632 млн. грн. Средневзвешенная доходность этого размещения составила 11.1%.

Несмотря на 16 поданных заявок по длинной серии с погашением в марте 2013 г. Минфин вновь оставил их без внимания, по всей видимости, посчитав диапазон в 13%-13.75% эффективной доходности завышенным.

Объем размещения целевой серии ОВГЗ с погашением в сентябре 2013 г., которая используется банками при формировании обязательных резервов,

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	OGNGE	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

составил 354 млн. грн. При этом Минфин удовлетворил все 8 поданных на аукционе заявок, сохранив при этом доходность на уровне 12.5%.

Прогноз: *Снижение доходностей на внутреннем рынке госбумаг провоцирует желание игроков переждать этот период, находясь в коротких бумагах. Вместе с тем мы прогнозируем, что размещение выпуска НДС-ОВГЗ на 17 млрд. грн. на протяжении трех месяцев будет стимулировать повышение доходностей по суверенным бумагам в среднем на 200-300 б.п.*

Вторичный рынок облигаций

Торговая активность на украинском вторичном рынке облигаций наблюдалась только в сегменте ОВГЗ. Реальной альтернативой государственным облигациям могли бы стать эмитенты квазисуверенных облигаций, предлагающие более высокую доходность. Одной из таких возможностей являются облигации украинских железнодорожных компаний (см. обзор *UFC Capital. Одесская железная дорога, 1-А; Донецкая железная дорога, 1-А* от 29 июня 2010 г.). В начале текущей недели Одесская железная дорога разместила свои облигации (ожидаемый объем – 250 млн. грн.), купонная доходность – 24%.

Несмотря на летнее затишье на рынке, наиболее ликвидные украинские еврооблигации пользуются постоянным спросом, демонстрируя при этом на протяжении последнего месяца беспрецедентный рост. Это касается МХП, «Метинвеста» и ДТЭК. Однако мы считаем, что рынок проявит интерес и к другим облигациям, которые в настоящий момент выглядят недооцененными. **Одной из таких торговых идей могли бы стать облигации «Приватбанка», 2016.** Недавно банк опубликовал свой отчет о финансовых результатах за первое полугодие 2010 г. Согласно отчету, банк продемонстрировал один из лучших показателей рентабельности собственного капитала (ROE) в секторе – 7.1%.

На прошлой неделе «Ferrexpo» (владелец Полтавского ГОКа) объявил о переносе выпуска своих еврооблигаций. Мы полагаем, причиной переноса стало то, что в компании ожидают пересмотра ее корпоративного рейтинга в сторону улучшения, что, вероятно, позволит провести размещение по более низким ставкам.

Тем временем, агентство S&P подтвердило долгосрочный рейтинг Киева на уровне ССС+, что на 2 уровня ниже суверенного рейтинга Украины. Данный разрыв отражает риски ликвидности муниципального эмитента и существующую вероятность реструктуризации его еврооблигаций.

Прогноз: *недавнее успешное первичное размещение белорусских еврооблигаций свидетельствует о том, что текущая рыночная конъюнктура является очень благоприятной для развивающихся стран. Мы рассматриваем как один из наиболее вероятных сценариев возобновление размещения новых украинских суверенных еврооблигаций после получения первого транша кредита МВФ.*

Еврооблигации

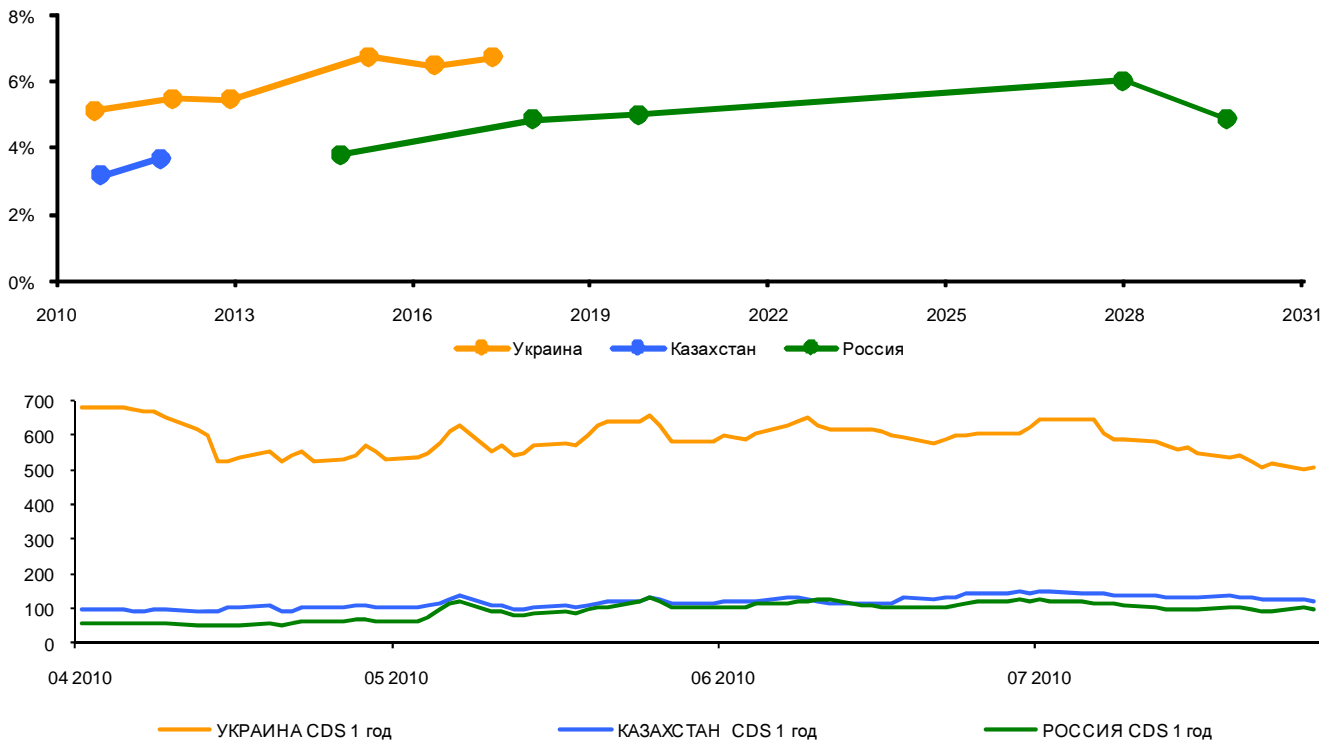
Эмитент	bid	ask	Yield (bid)	Yield (offer)	Купон	Объем, млн.	Валюта	Погашение
Украина, 2011	100.50	101.00	6.00%	5.15%	6.875%	600	USD	04.03.2011
Украина, 2012	100.50	101.25	6.10%	5.68%	6.385%	500	USD	26.06.2012
Украина, 2013	104.00	105.25	6.10%	5.64%	7.650%	1000	USD	11.06.2013
Украина, 2015	90.50	92.00	7.17%	6.80%	4.950%	600	EUR	13.10.2015
Украина, 2016	98.50	99.50	6.87%	6.68%	6.580%	1000	USD	21.11.2016
Украина, 2017	98.50	99.25	7.01%	6.88%	6.750%	700	USD	14.11.2017
Интерпейп, 2010	76.50	79.00	2629.13%	2280.02%	8.750%	200	USD	02.08.2010
Пивденный, 2010	99.75	100.25	26.97%	-7.36%	10.250%	100	USD	03.08.2010
ИСД, 2010	20.00	40.00	2295.76%	930.25%	9.250%	150	USD	23.09.2010
Азовсталь, 2011	99.50	100.25	10.00%	8.65%	9.125%	175	USD	28.02.2011
Киев, 2011	97.00	98.00	12.00%	10.86%	8.625%	200	USD	15.07.2011
Укрсиббанк, 2011	99.50	100.50	9.77%	8.72%	9.250%	250	USD	04.08.2011
Укрэксимбанк, 2011	99.75	100.25	7.88%	7.40%	7.650%	500	USD	07.09.2011
Укрсиббанк, 2011	97.25	98.25	9.89%	9.10%	7.750%	500	USD	21.12.2011
Приватбанк, 2012	97.25	98.00	9.99%	9.44%	8.000%	500	USD	06.02.2012
Альфа-Банк (Украина), 2012	100.25	101.00	12.85%	12.42%	13.000%	841	USD	30.07.2012
Укрэксимбанк, 2012	97.00	98.00	8.32%	7.81%	6.800%	250	USD	04.10.2012
Киев, 2012	94.00	95.50	11.24%	10.47%	8.250%	250	USD	26.11.2012
Финансы и Кредит, 2014	81.00	86.00	18.07%	15.87%	10.500%	100	USD	25.01.2014
ВиЭйБи Банк, 2014	73.00	76.00	21.00%	19.61%	10.500%	125	USD	14.06.2014
Нафтогаз Украины, 2014	107.75	108.50	7.31%	7.10%	9.500%	1 595	USD	30.09.2014
ПУМБ, 2014	91.00	92.00	13.78%	13.45%	11.000%	275	USD	31.12.2014
Укрэксимбанк, 2015	100.25	101.00	8.30%	8.11%	8.375%	500	USD	27.04.2015
ДТЭК, 2015	99.75	100.50	9.56%	9.36%	9.500%	500	USD	28.04.2015
МХП, 2015	100.25	101.00	10.17%	9.97%	10.250%	500	USD	29.04.2015
Метинвест, 2015	102.00	103.00	9.71%	9.45%	10.250%	500	USD	20.05.2015
Киев, 2015	86.25	88.00	11.55%	11.06%	8.000%	250	USD	06.11.2015
Приватбанк, 2016	90.00	92.50	11.22%	10.57%	8.750%	150	USD	09.02.2016
Укрэксимбанк, 2016	95.00	96.50	9.58%	9.22%	8.400%	125	USD	09.02.2016

Облигации внутреннего государственного займа

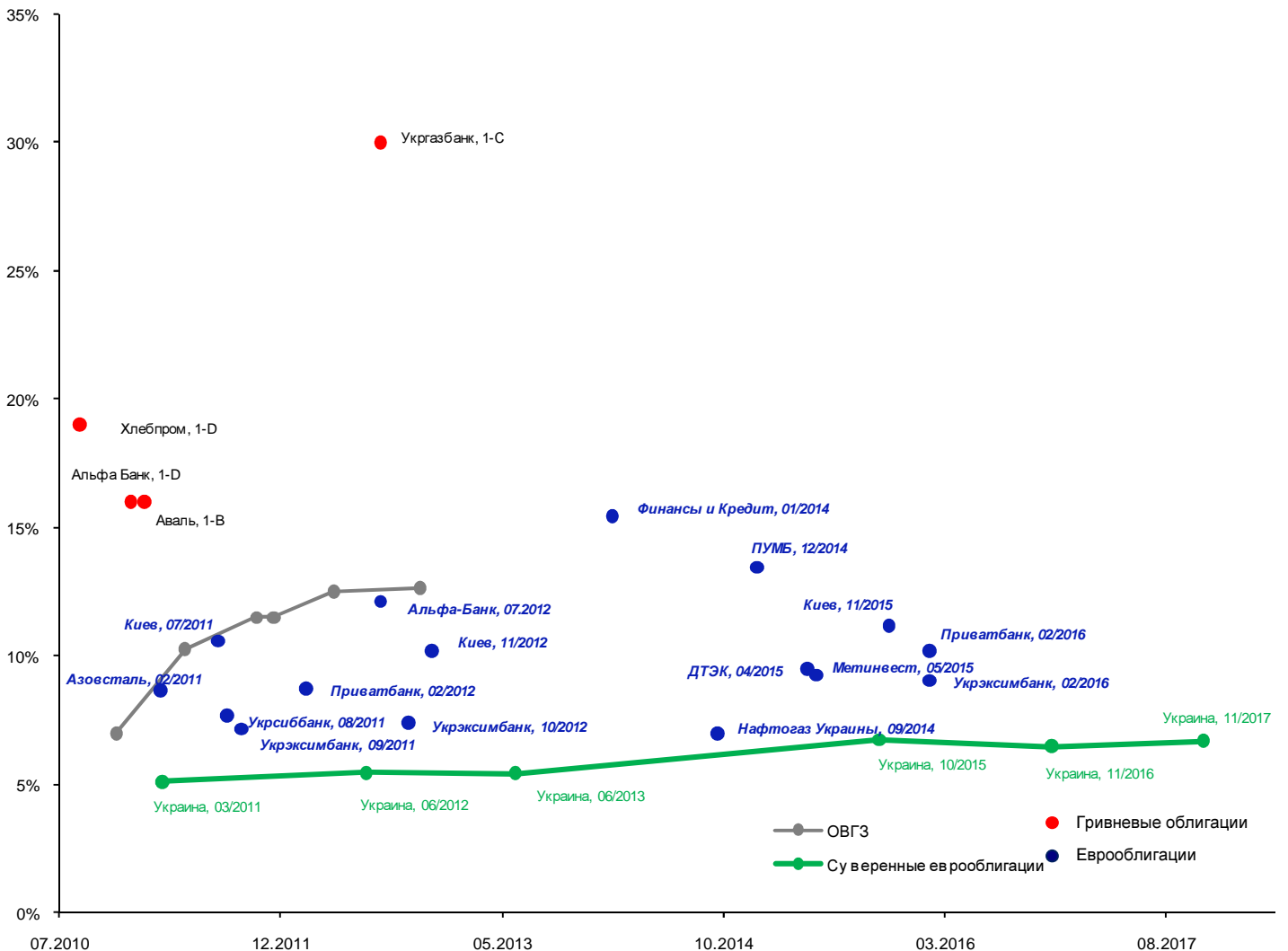
Эмитент, тиккер	bid	ask	Yield (bid)	Yield (offer)	Купон	Погашение
Украина, 63309*	985.08	986.65	7.00%	6.25%	-	13.10.2010
Украина, 61725*	975.62	978.60	8.00%	7.00%	-	17.11.2010
Украина, 63648*	953.15	957.52	9.75%	8.80%	-	26.01.2011
Украина, 74173*	951.46	956.22	9.75%	8.75%	-	02.02.2011
Украина, 54456	1 112.42	1 119.57	11.25%	10.25%	20.00%	27.04.2011
Украина, 66526*	918.10	924.99	11.00%	10.00%	-	18.05.2011
Украина, 61089	1 216.71	1 225.44	12.25%	11.50%	25.14%	12.10.2011
Украина, 62012	1 127.49	1 139.68	12.50%	11.50%	20.00%	23.11.2011
Украина, 53912	1 092.37	1 098.24	12.90%	12.50%	15.70%	11.04.2012
Украина, 61451	1 187.51	1 194.48	13.00%	12.65%	20.00%	31.10.2012
Украина, 64018	1 215.48	1 242.80	14.25%	13.00%	20.00%	20.02.2013

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

Кривая доходности суверенных еврооблигаций и динамика CDS



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.