

УКРАИНСКИЙ РЫНОК ОБЛИГАЦИЙ

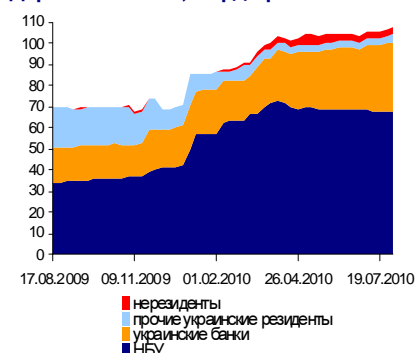
Артем Кость, kost@ufc-capital.com

4 августа 2010 г.

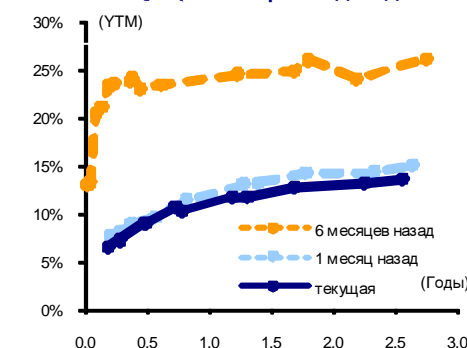
Межбанковский рынок: ставки и остатки на корреспондентских счетах банков



Держатели ОВГЗ, млрд. грн.



Изменение суверенной кривой доходности



Ликвидность

Украинская банковская система находится на пути к стабилизации. Это подтверждается рядом факторов: постоянно растущая ликвидность на межбанковском рынке и рост доверия к сектору в целом, улучшение финансовых показателей большинства банков и продолжающееся увеличение объемов депозитных вкладов физических и юридических лиц. **Мы ожидаем, что монетарная статистика, которая будет опубликована НБУ в течение ближайших двух недель, снова окажется позитивной, отражая благоприятную ситуацию на межбанковском рынке.**

Одним из основных препятствий для стабилизации банковской системы является недостаточно активное кредитование. Для разрешения данной проблемы НБУ рекомендовал правительству внедрить механизм государственных гарантий кредитов, выдаваемых корпоративным заемщикам. **Мы считаем, что данная идея хороша в теории, однако у нее мало шансов для воплощения в жизнь, так как государственные гарантии приведут к ухудшению ряда критических показателей государственного долга.**

В начале текущей недели остатки коммерческих банков на корреспондентских счетах в НБУ опять снизились – на 3.5 млрд. грн. до уровня 26 млрд. грн. Несмотря на этот факт, ликвидность на межбанковском рынке продолжает улучшаться. Это находит свое отражение в динамике межбанковских ставок: ставка «овернайт» снизилась на 6 б.п. до 0.56%, однонедельный ресурс подешевел на 16 б.п. до 0.92%, а двухнедельные ставки упали на 57 б.п. до 1.56%.

Прогноз: выпуск НДС-облигаций будет иметь значительное влияние на ситуацию с ликвидностью на межбанковском рынке. Мы предполагаем, что примерно 10 млрд. грн. банки зарезервировали специально под покупку НДС-ОВГЗ. Однако мы ожидаем, что Минфин и НБУ предпримут попытки предотвратить рост ставок путем выпуска НДС-облигаций в виде отдельных траншей.

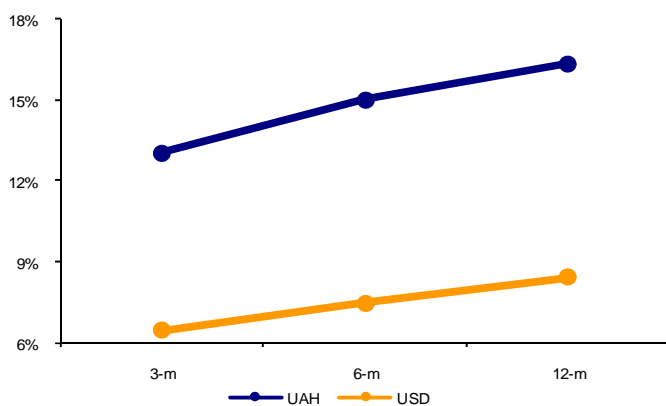
Основные индикаторы			
	02.08	27.07	Изм.
Овернайт	0.56%	0.62%	-0.06 п.п.
1 недели	0.92%	1.08%	-0.16 п.п.
2 недели	1.56%	2.13%	-0.57 п.п.
UAH/USD	7.89220	7.89520	-0.04%
UAH/EUR	10.31747	10.20928	1.06%
UAH/RUR	0.26145	0.26056	0.34%

Ставки-ориентиры UFC			
	03.08	28.07	Изм.
Корпоративные облигации	16.5%	16.5%	0.0 п.п.
Муниципальные облигации	16.4%	16.4%	0.0 п.п.
UFC-depo-UAH	14.1%	14.3%	-0.2 п.п.
UFC-depo-USD	7.3%	7.4%	-0.1 п.п.

Календарь облигаций: 05.08.2010-11.08.2010		
Купонные платежи		
05.08.10	OHLPC	Хлебпром, 1-С
06.08.10	ORODBB	Родовид банк, 1-В
06.08.10	ORODBC	Родовид Банк, 1-С
06.08.10	PRBANK	Приватбанк, 2012
08.08.10	OPRXBC	Правэкс-Банк, 1-С
08.08.10	OPRXBC	Правэкс-Банк, 1-С
09.08.10	PRBANK	Приватбанк, 2016
09.08.10	EXIMUK	Укрэксимбанк, 2016
10.08.10	OBROKA	Брокбизнесбанк, 1-А
10.08.10	OBROKB	Брокбизнесбанк 1-В
Погашение/ досрочный выкуп		
06.08.10	ORODBB	Родовид Банк, 1-В
10.08.10	OBROKB	Брокбизнесбанк, 1-В
10.08.10	OBROKA	Брокбизнесбанк, 1-А
11.08.10	CODSHC	Днепрошина, 1-С
11.08.10	66187	Украина, 11.08.2010

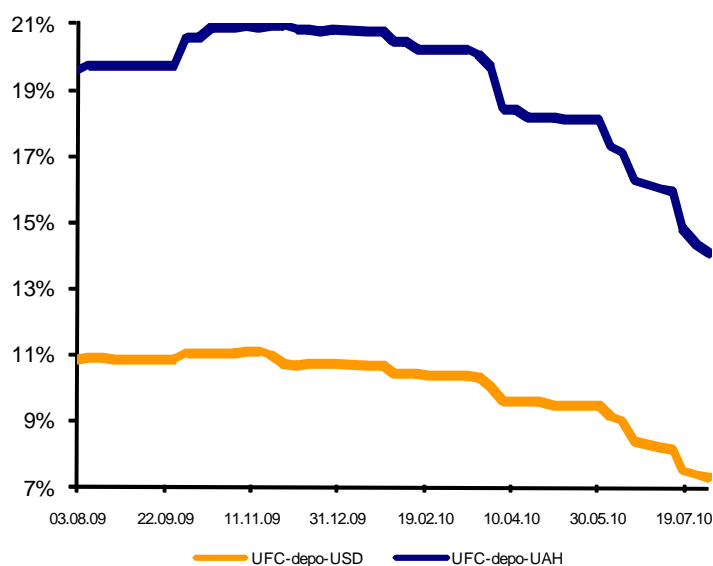
Депозитные ставки

Кривая доходности по депозитам в грн. и долл. США



Снижение депозитных ставок по-прежнему является одной из основных тенденций украинского банковского сектора. Стабильность валютного курса и дефляция в течение нескольких предыдущих месяцев, а также повышение доверия к бизнесу вообще, стимулировали возврат средств клиентов банков на депозитные счета. В результате этого, за последнюю неделю индекс UFC-depo-UAH снизился на 0.2 п.п. до уровня 14.1%, а UFC-depo-USD – на 0.1 п.п. до уровня 7.3%.

Динамика депозитных ставок в грн. и долл. США.



Государственные ценные бумаги

Прошедшая неделя была отмечена двумя важными событиями, связанными с украинской экономикой, в частности с украинскими еврооблигациями. Совет директоров Международного валютного фонда (МВФ) одобрил выделение Украине 29-месячной стабилизационной кредитной линии stand-by на сумму SDR 10 млрд., что приблизительно эквивалентно \$15.5 млрд. Согласно решению Совета директоров, Украина немедленно получает \$1.89 млрд., а последующие транши будут предоставляться после ежеквартального пересмотра. Украинские официальные лица заявили, что Украине позволили использовать часть денежных средств для финансирования расходов бюджета, в частности, для возврата российскому банку ВТБ кредита в размере \$2 млрд.

Украинский рынок облигаций: (26.07.2010-30.07.2010)

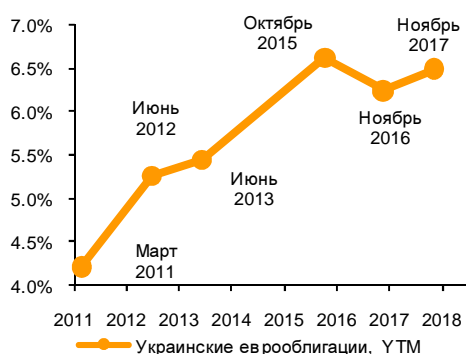
Тикер в ПФТС	Эмитент	Купон	Объем, млн. грн.	УТМ
62012	Украина, 23.11.2011	20.0%	111.16	16.6%
63309	Украина, 13.10.2010	-	39.42	7.8%
74173	Украина, 02.02.2011	-	33.44	9.6%
65221	Украина, 20.03.2013	15.0%	22.40	14.5%
65403	Украина, 20.10.2010	-	20.16	7.4%
53912	Украина, 11.04.2012	15.7%	10.96	16.7%
65213	Украина, 12.01.2011	-	9.60	9.7%
66526	Украина, 18.05.2011	-	9.24	10.9%
66880	Украина, 04.09.2013	12.5%	5.24	13.4%
IPVENA	Вена, 1-A	20.0%	4.86	-
ODON2C	Донецк, 1-C	12.0%	4.00	17.4%
OLVIVB	Львов, 1-B	10.0%	2.86	9.8%
60289	Украина, 15.09.2010	-	1.99	5.1%
OPRMNC	Проминь НИК, 1-C	10.0%	1.09	-
OPRMNB	Проминь НИК, 1-B	14.5%	1.04	-
OPRMNA	Проминь НИК, 1-A	18.0%	1.02	-
OPCBF	ПроКредит Банк, 1-F	17.8%	0.78	79.8%
OKIONB	Кировоградоблэнерго, 1-B	23.0%	0.76	34.6%
63648	Украина, 26.01.2011	-	0.75	9.4%
OUSCD	Укрсоцбанк, 1-D	12.5%	0.58	14.2%
OSENA2	Севастопольэнерго, 2-A	18.0%	0.53	-
OOREA	Ореанда, 1-A	12.0%	0.53	-
OKIONA	Кировоградоблэнерго, 1-A	23.0%	0.52	-
OSENB	Севастопольэнерго, 2-B	23.0%	0.52	34.6%
OZHENB	Житомироблэнерго, 1-B	23.0%	0.52	34.6%
OZHENA	Житомироблэнерго, 1-A	17.0%	0.52	-
54456	Украина, 27.04.2011	20.0%	0.40	19.0%
OLTSKD	Луцк, 1-D	13.9%	0.25	16.5%
64166	Украина, 28.01.2015	15.0%	0.21	17.2%
63564	Украина, 12.09.2012	20.0%	0.20	21.5%
OBROKA	Брокбизнесбанк, 1-A	16.0%	0.16	21.4%
OBROKB	Брокбизнесбанк, 1-B	13.0%	0.15	-
OLUGC	Луганск, 1-C	15.9%	0.14	14.4%
OZAPRG	Запорожье, 1-G	12.0%	0.14	15.4%
OGLMKA	Глобинский мясокомбинат, 1-A	26.0%	0.14	43.8%
OBSSTA	Банк Бизнес Стандарт, 1-A	18.0%	0.12	41.1%
75501	Украина, 20.04.2011	-	0.10	40.8%

Кроме того, благодаря вышеупомянутому решению МВФ, международное рейтинговое агентство Standard & Poor's улучшило рейтинг обязательств Украины в иностранной валюте с уровня «В» до «В+». При этом долгосрочный рейтинг в национальной валюте был повышен с «В+» до «ВВ-». Рейтинг по национальной шкале был также повышен на одну ступень – с «uaA+» до «uaAA».

Мы считаем, что эти два события были вполне предсказуемыми, и не стоит переоценивать их возможное влияние на текущие котировки рынка облигаций, так как соответствующие позитивные ожидания были отыграны заранее. **Однако мы считаем, что Украина имеет хорошие шансы улучшить свои рейтинги в среднесрочной перспективе, что обусловлено позитивной макроэкономической ситуацией, стабильностью политической системы и благоприятными внешними факторами.**

Не прошлой неделе кривая доходности суверенных еврооблигаций опять снизилась. В это раз наибольшее снижение было отмечено на коротком отрезке кривой – примерно на 100 б.п. Мы хотели бы отметить, что снижение доходностей не является уникальной тенденцией, присущей только Украине. Последние два месяца характеризовались глобальным улучшением конъюнктуры и на других долговых рынках.

Кривая доходности еврооблигаций Украины



Минфин на очередном размещении ОВГЗ, которое состоялось во вторник, 3 августа, старался удовлетворять лишь заявки с наименьшей доходностью, что привело к падению средневзвешенной доходности по отдельным сериям и к уменьшению общего объема размещения. Всего от продажи госбумаг было привлечено 749.9 млн. грн.

По трехмесячной серии было подано 20 заявок, однако было удовлетворено всего 7 по средневзвешенной доходности в 6.99%. Таким образом, из общего объема поданных заявок в 505 млн. грн. Минфин разместил ОВГЗ этой серии на 216.5 млн. грн.

Девятимесячная серия ОВГЗ также имела спрос среди участников – было подано 24 заявки на 778 млн. грн., из которых было удовлетворено 9 на 294.3 млн. грн. Средневзвешенная доходность по этой серии ОВГЗ составила 9.9%.

По бумаге с погашением в марте 2012 г. было подано 16 заявок, но Минфин из них принял во внимание всего одну. Доходность по данному размещению составила 11.94%.

В свою очередь по целевой серии ОВГЗ, которая используется банками при формировании обязательных резервов, объем удовлетворенных заявок составил 154 млн. грн. Минфин удовлетворил все 5 поданных на аукционе заявок, понизив при этом доходность на 0.5 п. п. до уровня 12.0%.

Рейтинг украинских облигаций (внутренняя методология*)		
Корпоративные		
Агромат, 1-В	OAGMTB	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
Кonti, 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-F	OALFF	ufcBBB-
Банк Хрещатик, 1-Е	OBXRE	ufcBBB
Донгорбанк, 3-С	ODGBC2	ufcB
Имэксбанк, 1-А	OIMEXA	ufcBB
Кредитпромбанк, 1-F	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	OPRXC	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

Оттягивание срока выпуска основной части эмиссии НДС-облигаций играет на руку Минфину, который позволяет себе удовлетворять на аукционе лишь заявки с низкими доходностями.

НДС-облигации

Столь ожидаемое появление НДС-облигаций произошло, как и обещали представители Министерства финансов Украины, в первых числах августа, одно вряд ли размер первого транша удовлетворил участников рынка. Согласно официальной информации правительство осуществило выпуск облигаций для возмещения налога на добавленную стоимость в пользу 705 налогоплательщиков на общую сумму в 48.5 млн. грн.

В сообщении Министерства финансов также было сказано, что правительство в ближайшее время оформит выпуск остальных НДС-облигаций.

Прогноз: Вполне очевидно, что рынок вряд ли увидит бумаги первого транша, объем которого составил 48.5 млн. грн., поэтому фактором,двигающим суверенную кривую, НДС-ОВГЗ пока не станут. Скорее всего, правительство тянет с размещением, так как пытается максимально продуктивно для себя использовать период низких доходностей на рынке. Основная же часть выпуска НДС-облигаций, которая согласно сообщению Минфина будет произведена в скором времени, по нашему мнению, способна сдвинуть кривую на 200-250 б. п. вверх.

Вторичный рынок облигаций

Активность на внутреннем вторичном рынке корпоративных облигаций, которая наблюдалась на прошлой неделе, не носила рыночный характер. В связи с этим, увеличившиеся объемы торгов не означали улучшение ликвидности в данном сегменте. Однако мы хотели бы обратить внимание на другое, более важное событие: концерн «Хлебпром» сообщил о завершении размещения облигаций серии 1-D на сумму 50 млн. грн. с погашением в августе 2011 г. Напомним, что ранее эмитент в полном объеме выкупал облигации этой серии у держателей по оферте. Отметим, что согласно опубликованной информации средневзвешенная доходность последнего размещения составила 19.7%.

Данное размещение вероятно станет первым рыночным размещением на внутреннем рынке корпоративных бумаг с 2008 г.

В сегменте еврооблигаций произошел ряд важных событий, которые в основном носили позитивный характер. 3 августа банк «Пивденный» погасил свои еврооблигации на сумму \$100 млн., выпущенные в 2007 г. Вследствие того, что банк также своевременно выплачивал купонный доход, мы считаем, что у него сложилась хорошая репутация на рынке еврооблигаций, и в ближайшем будущем учреждение вновь сможет выйти на данный рынок с новыми размещениями.

Еще один корпоративный эмитент – «Метинвест» – на прошлой неделе принял решение увеличить объем трехлетнего кредита с \$300 млн. до \$700 млн. в связи со значительным превышением количества заявок над первоначальной суммой кредита.

Был также ряд позитивных новостей, связанных с рейтингами: агентство S&P улучшило корпоративный рейтинг компании Ferrero (которая планирует выпуск своих еврооблигаций) с «B» до «B+». Еще одно рейтинговое агентство – Fitch – пересмотрело рейтинг «Приватбанка», улучшив его с «B-» до «B» (облигации банка за 5 дней прошлой торговой недели выросли в среднем на 100 б.п.).

Единственным негативом были новости, связанные с компанией «Интерпайп». Компания предложила держателям своих еврооблигаций реструктуризировать обязательства на 7 лет, увеличив при этом купонный доход с 8.75% до 10.25% годовых. Собрание держателей еврооблигаций компании запланировано на 17 сентября 2010 г.

Прогноз: мы считаем, что в ближайшем будущем мы станем свидетелями сужения спредов доходностей некоторых корпоративных еврооблигаций к суверенной кривой доходности. Это может произойти с облигациями, которые в настоящий момент выглядят недооцененными, в частности – «Приватбанка» и «Альфа Банка».

Еврооблигации

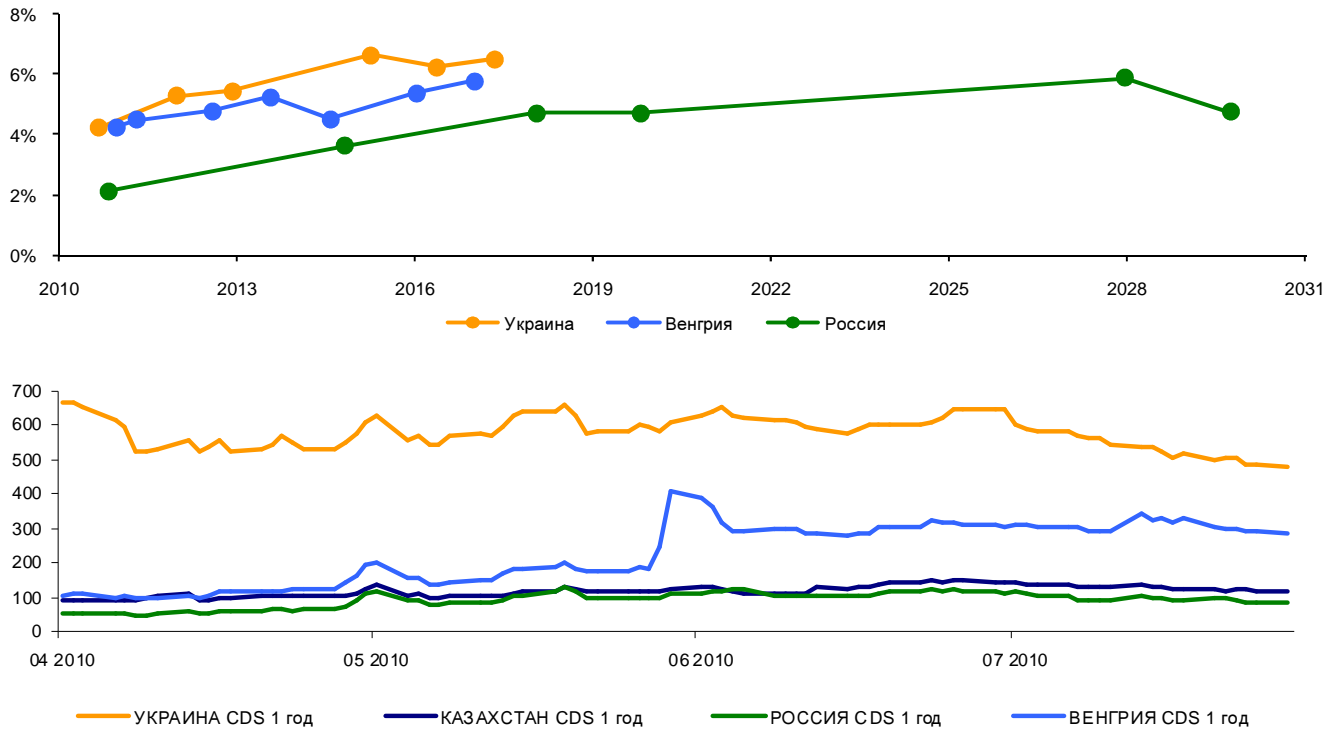
Эмитент	bid	ask	Yield (bid)	Yield (offer)	Купон	Объем, млн.	Валюта	Погашение
Украина, 2011	101.75	101.50	3.79%	4.22%	6.875%	600	USD	04.03.2011
Украина, 2012	101.75	102.00	5.40%	5.26%	6.385%	500	USD	26.06.2012
Украина, 2013	105.25	105.75	5.63%	5.44%	7.650%	1 000	USD	11.06.2013
Украина, 2015	92.00	92.75	6.80%	6.62%	4.950%	600	EUR	13.10.2015
Украина, 2016	101.00	101.75	6.38%	6.24%	6.580%	1 000	USD	21.11.2016
Украина, 2017	101.00	101.50	6.57%	6.49%	6.750%	700	USD	14.11.2017
ИСД, 2010	20.00	40.00	2604.56%	1058.38%	9.250%	150	USD	23.09.2010
Азовсталь, 2011	99.50	100.50	10.04%	8.18%	9.125%	175	USD	28.02.2011
Киев, 2011	98.50	99.50	10.32%	9.18%	8.625%	200	USD	15.07.2011
Укрсиббанк, 2011	101.50	102.25	7.66%	6.88%	9.250%	250	USD	04.08.2011
Укрэксимбанк, 2011	100.50	101.00	7.15%	6.67%	7.650%	500	USD	07.09.2011
Укрсиббанк, 2011	100.25	101.00	7.55%	6.97%	7.750%	500	USD	21.12.2011
Приватбанк, 2012	98.25	99.25	9.27%	8.54%	8.000%	500	USD	06.02.2012
Альфа-Банк (Украина), 2012	99.25	100.00	13.44%	13.00%	13.000%	841	USD	30.07.2012
Укрэксимбанк, 2012	99.00	99.75	7.30%	6.92%	6.800%	250	USD	04.10.2012
Киев, 2012	95.50	96.50	10.48%	9.97%	8.250%	250	USD	26.11.2012
Финансы и Кредит, 2014	84.00	87.00	16.76%	15.48%	10.500%	100	USD	25.01.2014
ВиЭйБи Банк, 2014	76.00	77.50	19.64%	18.97%	10.500%	125	USD	14.06.2014
Нафтогаз Украины, 2014	108.50	109.00	7.10%	6.96%	9.500%	1 595	USD	30.09.2014
ПУМБ, 2014	91.00	92.00	13.79%	13.46%	11.000%	275	USD	31.12.2014
Укрэксимбанк, 2015	105.50	106.25	6.98%	6.80%	8.375%	500	USD	27.04.2015
ДТЭК, 2015	100.13	100.88	9.46%	9.26%	9.500%	500	USD	28.04.2015
МХП, 2015	101.50	102.00	9.84%	9.70%	10.250%	585	USD	29.04.2015
Метинвест, 2015	104.00	104.50	9.19%	9.06%	10.250%	500	USD	20.05.2015
Киев, 2015	87.50	88.75	11.21%	10.86%	8.000%	250	USD	06.11.2015
Приватбанк, 2016	92.00	94.50	10.71%	10.07%	8.750%	150	USD	09.02.2016
Укрэксимбанк, 2016	96.75	98.50	9.16%	8.75%	8.400%	125	USD	09.02.2016

Облигации внутреннего государственного займа

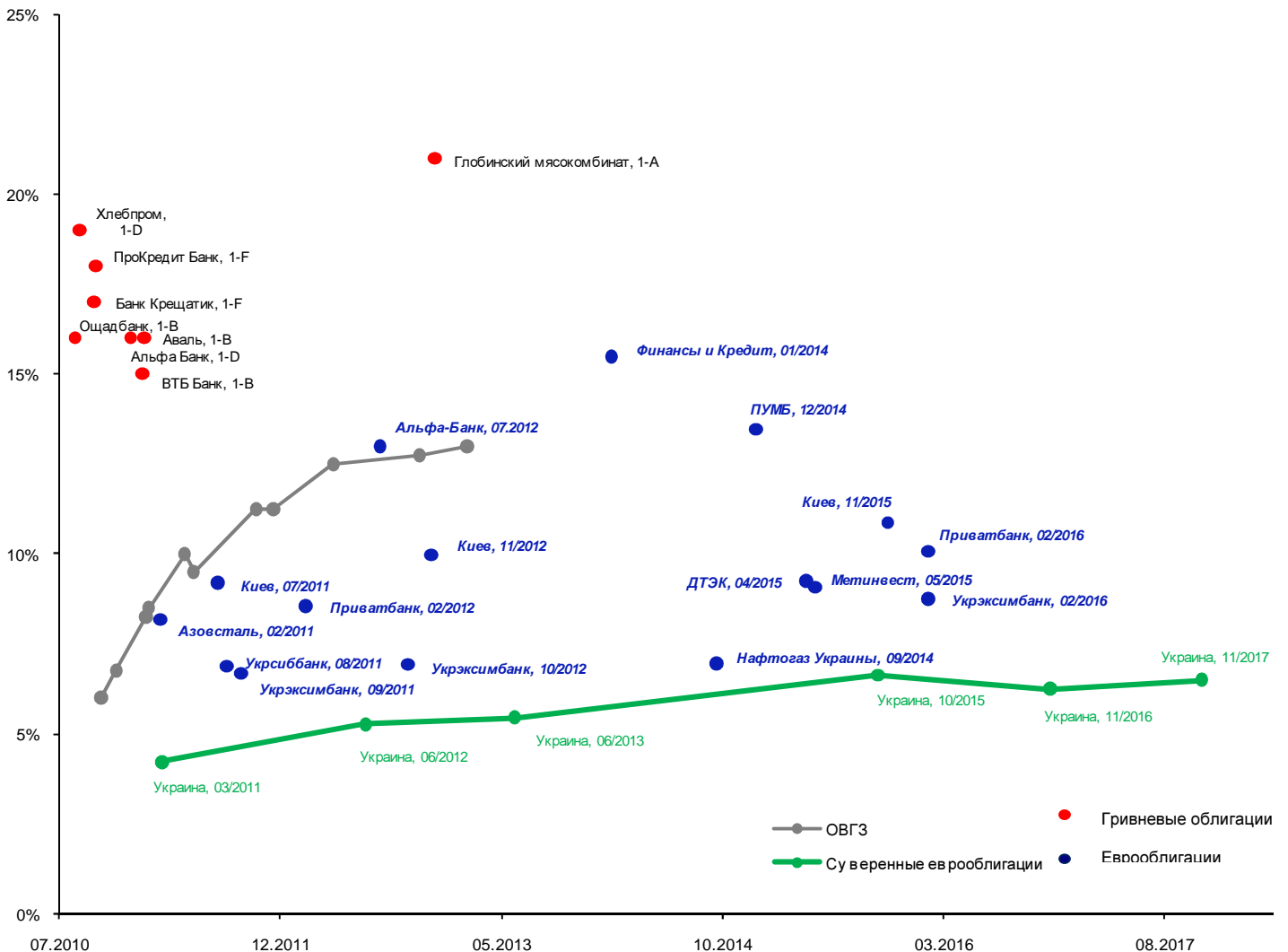
Эмитент, тиккер	bid	ask	Yield (bid)	Yield (offer)	Купон	Погашение
Украина, 63309*	986.38	988.30	7.00%	6.00%	-	13.10.2010
Украина, 61725*	977.79	980.60	7.75%	6.75%	-	17.11.2010
Украина, 63648*	954.85	961.31	9.75%	8.30%	-	26.01.2011
Украина, 74173*	954.30	958.91	9.50%	8.50%	-	02.02.2011
Украина, 54456	1 114.70	1 123.43	11.25%	10.00%	20.00%	27.04.2011
Украина, 66526*	919.88	930.04	11.00%	9.50%	-	18.05.2011
Украина, 61089	1 222.26	1 230.31	12.00%	11.30%	25.14%	12.10.2011
Украина, 62012	1 133.03	1 145.11	12.25%	11.25%	20.00%	23.11.2011
Украина, 53912	1 093.47	1 100.73	13.00%	12.50%	15.70%	11.04.2012
Украина, 61451	1 180.53	1 194.24	13.50%	12.80%	20.00%	31.10.2012
Украина, 64018	1 218.59	1 245.71	14.25%	13.00%	20.00%	20.02.2013

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

Кривые 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

Сергей Шаров
Аналитик
sharov@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.