

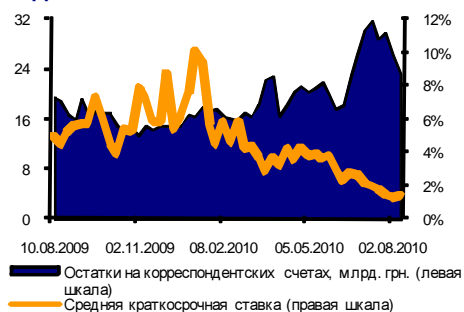
УКРАИНСКИЙ РЫНОК ОБЛИГАЦИЙ



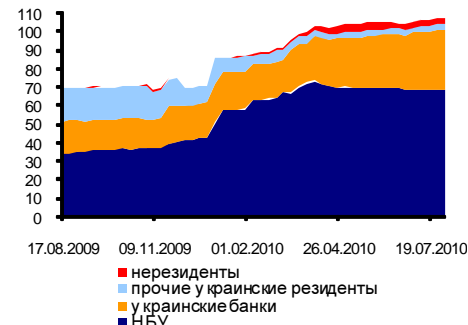
Артем Кость, kost@ufc-capital.com

11 августа 2010 г.

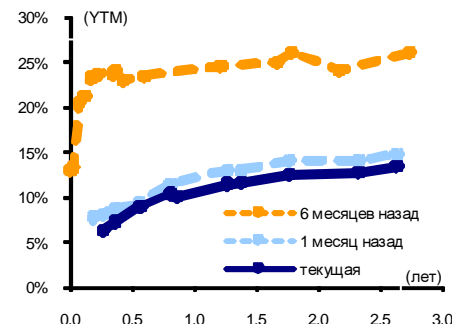
Межбанковский рынок: ставки и остатки на корреспондентских счетах банков



Держатели ОВГЗ, млрд. грн.



Изменение суверенной кривой доходности



Ликвидность

Существующий объем свободной ликвидности на межбанковском рынке, по-видимому, уже достиг своего пика или находится около него. **Мы ожидаем, что второй транш НДС-облигаций сократит объем свободных средств в украинской банковской системе. Это станет ключевым фактором, ведущим к замедлению падения краткосрочных ставок или даже к незначительному росту кредитных ставок в среднесрочной перспективе.**

Данные монетарной статистики НБУ, опубликованные на прошлой неделе, подтвердили наличие чрезвычайно благоприятных условий на кредитном рынке, которые сложились во второй половине этого года. Общий объем денежных средств на депозитных счетах в июле увеличился на 3.3% до 375.7 млрд. грн. Физические лица поспособствовали этой позитивной динамике, увеличив свои депозиты на 3.5%, а депозиты корпоративных клиентов выросли на 2.9%. Данная тенденция отразилась на показателях денежной массы, которые в прошлом месяце опять выросли. Широкий показатель денежной массы – М3 – увеличился на 3.4% и достиг уровня 551.7 млрд. грн.

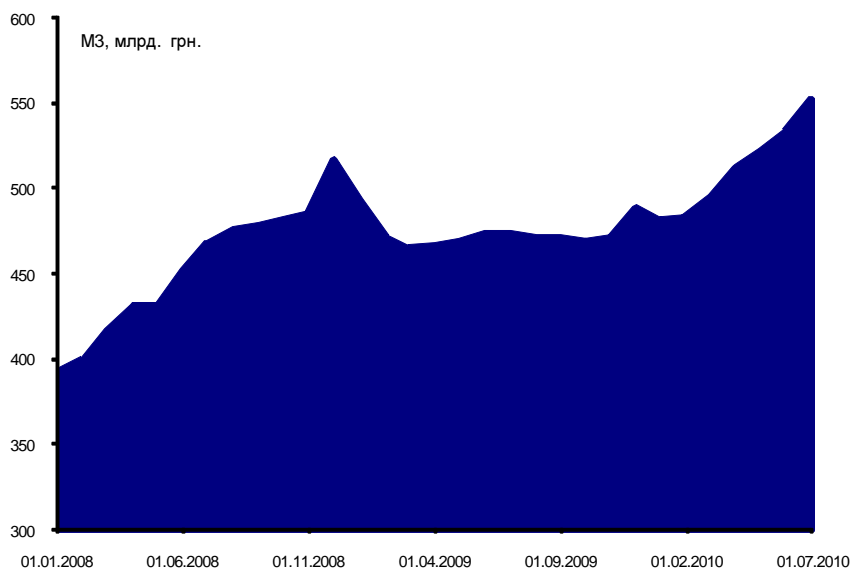
В начале текущей недели Национальный Банк Украины снизил учетную ставку с 8.5% до 7.75% годовых. Регулятор поясняет свой шаг улучшением макроэкономических показателей и благоприятной ситуацией на кредитном рынке. Кроме того, НБУ полагает, что снижение ставки будет стимулировать улучшение ситуации в реальном секторе экономики. Однако мы считаем, что политика НБУ в отношении учетной ставки является довольно пассивной и отражающей исключительно уже сложившуюся ситуацию.

Основные индикаторы			
	09.08	02.08	Change.
Овернайт	0.64%	0.56%	+0.08 п.п.
1 недели	0.92%	0.92%	0.00 п.п.
2 недели	1.56%	1.56%	0.00 п.п.
UAH/USD	7.89020	7.89220	-0.03%
UAH/EUR	10.39613	10.31747	0.76%
UAH/RUR	0.26449	0.26145	1.16%

Ставки-ориентиры UFC			
	11.08	03.08	Изм.
Корпоративные облигации	14.8%	16.5%	-1.7 п.п.
Муниципальные	17.2%	16.4%	+0.8 п.п.
UFC депо в UAH	14.0%	14.1%	-0.1 п.п.
UFC депо в USD	7.2%	7.3%	-0.1 п.п.

Календарь облигаций: 12.08.2010-18.08.2010			
Купонные платежи			
12.08.10	OSCHDB	Ощадбанк, 1-B	
12.08.10	OSCHDA	Ощадбанк, 1-A	
13.08.10	OROMA	Рома, 1-A	
16.08.10	OUSCD	Укрсоцбанк, 1-D	
16.08.10	ODDZB	Дрогобычский долотный завод, 1-B	
16.08.10	OKPBD	Кредитпромбанк, 1-D	
16.08.10	—	БГ Банк, 1-C	
17.08.10	COAGMD	Агромат, 1-D	
17.08.10	COAGMC	Агромат, 1-C	
18.08.10	ODGBD	Донгорбанк, 3-D	
Погашение/ досрочный выкуп			
16.08.10	ODDZB	Дрогобычский долотный завод, 1-B	
16.08.10	OUSCD	Укрсоцбанк, 1-D	
17.08.10	COAGMD	Агромат, 1-D	
18.08.10	ODGBD	Донгорбанк, 3-D	
18.08.10	61717	Украина, 18.08.2010	

Денежная масса в Украине



Рост базовых ставок на межбанковском рынке в начале текущей недели дает дополнительные основания ожидать прекращения дальнейшего роста ликвидности. Ставка «овернайт» выросла на 0.08 п. п., а средняя краткосрочная ставка (рассчитываемая НБУ) – на 0.1 п. п.

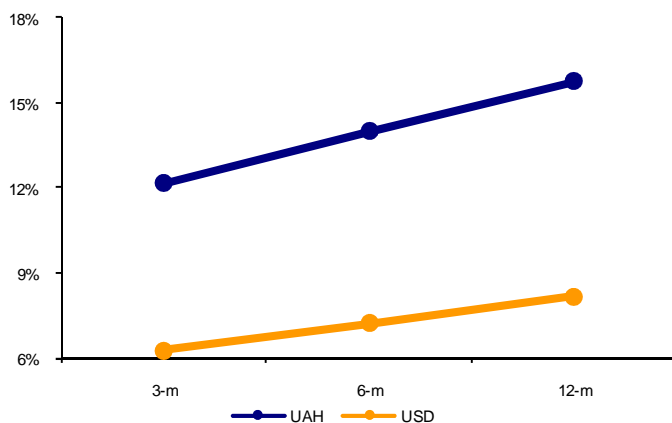
Прогноз: Мы считаем, что существующая динамика ключевых макроэкономических показателей не сохранится до конца 2010 г., т.к. мы ожидаем замедления темпов прироста депозитов и некоторое сужение ликвидности на межбанковском рынке после выпуска НДС-облигаций.

Украинский рынок облигаций: (02.08.2010-06.08.2010)

Тиккер в ПФТС	Эмитент	Купон	Объем, млн. грн.	УТМ
OAVAA	Авангард, 1-А	16.0%	204.34	25.0%
66880	Украина, 04.09.2013	12.5%	90.37	15.0%
60289	Украина, 15.09.2010	-	79.64	5.6%
61451	Украина, 31.10.2012	20.0%	53.99	15.5%
65403	Украина, 20.10.2010	-	41.86	7.5%
63309	Украина, 13.10.2010	-	39.47	7.2%
75501	Украина, 20.04.2011	-	37.40	40.4%
63648	Украина, 26.01.2011	-	34.56	9.5%
53912	Украина, 11.04.2012	15.7%	21.33	17.6%
60883	Украина, 26.09.2012* (спецвыпуск для Евро-2012)	20.0%	12.31	16.4%
74173	Украина, 02.02.2011	-	9.57	9.7%
65965	Украина, 16.02.2011	-	9.54	9.8%
OFNINB	Банк Финансовая Инициатива, 1-В	20.0%	0.99	33.0%
IPVENA	Вена, 1-А	20.0%	0.19	-
OKZMOA	Константиновский ЗМО, 1-А	17.0%	0.15	22.8%
OGLMKA	Глобинский мясокомбинат, 1-А	26.0%	0.09	44.6%

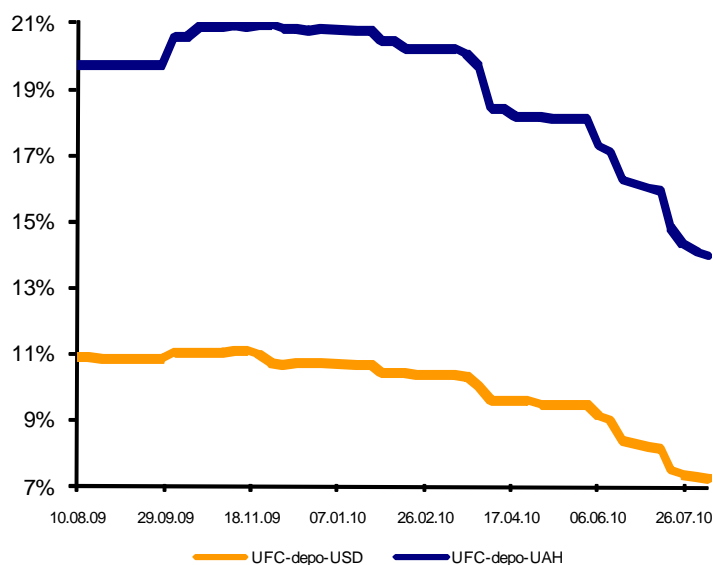
Депозитные ставки

Кривая доходности по депозитам в грн. и долл. США



Постоянный приток денежных средств физических и юридических лиц в банковскую систему обусловил падение депозитных ставок в течение последнего года с уровня 21% для депозитов в гривне и 11% для депозитов в долларах США, до 14% и 7%, соответственно. На прошлой неделе данные индикаторы одновременно снизились на 0.1 п. п.

Динамика депозитных ставок в грн. и долл. США.



Государственные ценные бумаги

Текущая ситуация на международных долговых рынках характеризуется временным улучшением. У инвесторов проснулся «аппетит к рискам» и готовность покупать суверенные долговые бумаги стран развивающихся рынков. Одним из лучших примеров является Беларусь, которая на этой неделе разместила свои государственные еврооблигации на сумму \$400 млн. по эффективной ставке 8.25%. Таким образом, по сравнению с предыдущим первоначальным размещением на \$600 млн., ее кривая суверенной доходности снизилась на 75 б. п. в течение двух недель.

Мы ожидаем, что вскоре Украина тоже вернется на рынок еврооблигаций, т. к. доходности суверенных бумаг значительно упали с момента последней попытки размещения новых облигаций. Новая ставка-ориентир для будущего украинского выпуска лежит в пределах 7-7.5%.

На прошлой неделе украинская кривая суверенной доходности опять снизилась в среднем на 25 б. п. Однако, спред между украинской суверенной кривой и суверенными кривыми других развивающихся рынков, например, России и Венгрии, остается практически стабильным. Это подтверждает тот факт, что недавнее ралли на рынке еврооблигаций является глобальной тенденцией, а не трендом, присущим исключительно Украине.

Мы считаем, что основная часть позитивных факторов, потенциально влиявших на интерес инвесторов к украинским долговым бумагам, уже была реализована. Однако мы не исключаем, что международные рейтинговые агентства вскоре повысят суверенный рейтинг Украины благодаря позитивным макроэкономическим тенденциям.

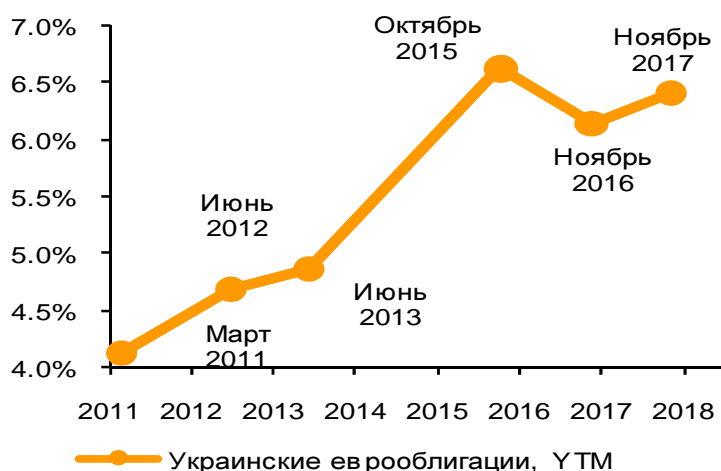
Рейтинг украинских облигаций (внутренняя методология*)

Корпоративные		
Агромат, 1-B	OAGMTB	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-D	OUSCD	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

Кривая доходности еврооблигаций Украины



НДС-облигации

Минфин рассматривает первый транш НДС-облигаций на сумму 48.5 млн. грн. как пробный и поясняет, что небольшой объем первого транша был обусловлен необходимостью отработать механизм выпуска этих ценных бумаг.

Согласно заявлениям официальных лиц, второй и последующие транши НДС-облигаций будут выпущены в августе, при этом первый транш составит примерно 10 млн. грн. На настоящий момент плательщики НДС подали 2569 заявлений на возмещение долга в виде облигаций на общую сумму 17.7 млрд. грн.

Тем временем, украинское правительство поручило Министерству финансов выпустить ОВГЗ на сумму 5 млрд. грн. в интересах Аграрного Фонда. Ожидается, что срок обращения этих облигаций составит 5 лет.

Средства, вырученные от их размещения, будут перечислены Министерству аграрной политики и использованы для закупки зерна в государственный резерв.

Аукцион ОВГЗ

Минфин на аукционе по размещению ОВГЗ, состоявшемся 10 августа, привлек 1.08 млрд. грн., что более чем на 40% превышает объем средств, привлеченных неделей ранее.

Большая часть размещенных облигаций пришлась на годовую серию, по которой были удовлетворены 18 заявок из 20 поданных. Общий объем составил 912.6 млн. грн., а средневзвешенная доходность – 10.78%. Этот уровень доходности на 0.3 п. п. ниже, чем доходность по этой серии при первичном размещении две недели тому назад.

Порядка 91 млн. грн. Минфин привлек от продажи шестимесячных бумаг, удовлетворив всего 3 заявки из 11. Отметим, что общий объем заявок по данной серии составил 235 млн. грн. по номинальной стоимости, а средневзвешенная доходность – 8.94%

Более 73 млн. грн. пришлось на серию 2013 г., по которой средневзвешенная доходность составила 12%. Отметим, что это целевая серия ОВГЗ, которая используется банками при формировании обязательных резервов.

По длинной серии 2015 г. была удовлетворена всего одна заявка из 10, а доходность составила 13.9%. Объем размещения этой серии – 1 млн. грн.

Прогноз: *Несмотря на то, что на текущей неделе на рынке может появиться значительный объем НДС-ОВГЗ, прошедший аукцион был достаточно активным. Избыток банковской ликвидности позволяет говорить о том, что участники рынка, даже придерживая деньги для покупки НДС-бумаг, имеют достаточно ресурсов для того, чтобы активно выходить на «первичку» по обычным госбумагам. Тем не менее, мы ожидаем, что выход второго транша НДС-ОВГЗ в объеме более 10 млрд. грн. способен поднять суверенную кривую доходностей более чем на 100 б. п. в течение короткого промежутка времени.*

Вторичный рынок облигаций

Последние две недели на рынке внутренних облигаций были отмечены некоторым оживлением в плане размещений. Одесская железная дорога второй раз вышла с размещением своих облигаций серии 1-А, в результате чего эмитент привлек совокупно \$230 млн. Еще один эмитент – Горловский мясокомбинат – завершил закрытое размещение своих облигаций на сумму 30 млн. грн. **Мы не ожидаем, что данная активизация послужит началом восстановления первичного рынка облигаций, однако рассматриваем это как позитивную тенденцию.**

На прошлой неделе активность в корпоративном сегменте рынка еврооблигаций была довольно умеренной. На прошлой неделе бумаги «Нафтогаза» стали одними из самых подорожавших облигаций, которые выросли на 150 б. п. и достигли 110% номинальной стоимости. Позитивный прогноз по данным бумагам был подкреплен правительственной инициативой повысить тарифы на газ для населения еще раз на 50% в 2011 году.

Ожидается, что «УкрСиббанк» в скором времени проведет новое размещение своих еврооблигаций. Вследствие того, что «УкрСиббанк» является эмитентом одних из самых дорогих еврооблигаций в украинском банковском сегменте, мы ожидаем, что спрос на его новый выпуск превысит ожидаемый объем в \$500 млн.

Прогноз: *Текущая ситуация на международном долговом рынке является по-прежнему благоприятной, и, в связи с этим, мы ожидаем целую серию новых размещений украинских корпоративных еврооблигаций. До этих пор на вторичном рынке украинских корпоративных еврооблигаций спрос будет оставаться стабильным.*

Еврооблигации

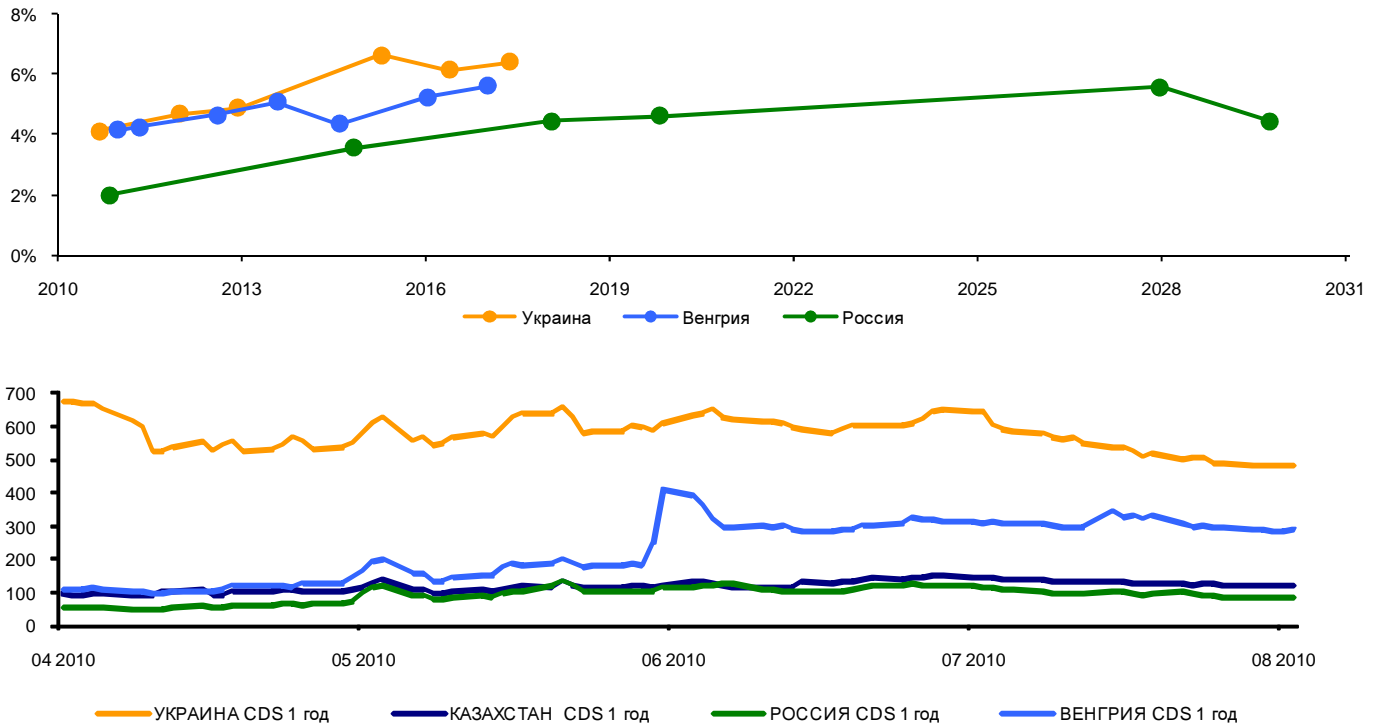
Эмитент	bid	ask	Yield (bid)	Yield (offer)	Купон	Объем, млн.	Валюта	Погашение
Украина, 2011	101.00	101.50	5.04%	4.14%	6.875%	600	USD	04.03.2011
Украина, 2012	102.00	102.25	5.25%	5.11%	6.385%	500	USD	26.06.2012
Украина, 2013	106.25	107.00	5.24%	4.96%	7.650%	1 000	USD	11.06.2013
Украина, 2015	92.00	92.50	6.81%	6.69%	4.950%	600	EUR	13.10.2015
Украина, 2016	101.50	102.50	6.28%	6.09%	6.580%	1 000	USD	21.11.2016
Украина, 2017	102.00	102.50	6.40%	6.31%	6.750%	700	USD	14.11.2017
ИСД, 2010	20.00	40.00	3019.27%	1230.34%	9.250%	150	USD	23.09.2010
Азовсталь, 2011	99.50	100.50	10.07%	8.15%	9.125%	175	USD	28.02.2011
Киев, 2011	99.00	99.75	9.77%	8.90%	8.625%	200	USD	15.07.2011
Укрсиббанк, 2011	101.50	102.25	7.63%	6.83%	9.250%	250	USD	04.08.2011
Укрэксимбанк, 2011	100.50	101.25	7.15%	6.41%	7.650%	500	USD	07.09.2011
Укрсиббанк, 2011	100.00	100.75	7.74%	7.15%	7.750%	500	USD	21.12.2011
Приватбанк, 2012	98.00	99.00	9.47%	8.73%	8.000%	500	USD	06.02.2012
Альфа-Банк (Украина), 2012	100.50	101.50	12.70%	12.11%	13.000%	841	USD	30.07.2012
Укрэксимбанк, 2012	99.38	100.00	7.11%	6.79%	6.800%	250	USD	04.10.2012
Киев, 2012	95.75	96.75	10.37%	9.86%	8.250%	250	USD	26.11.2012
Финансы и Кредит, 2014	85.00	87.00	16.35%	15.50%	10.500%	100	USD	25.01.2014
ВиЭйБи Банк, 2014	76.00	77.50	19.68%	19.00%	10.500%	125	USD	14.06.2014
Нафтогаз Украины, 2014	110.00	110.50	6.69%	6.55%	9.500%	1 595	USD	30.09.2014
ПУМБ, 2014	91.00	92.50	13.79%	13.30%	11.000%	275	USD	31.12.2014
Укрэксимбанк, 2015	105.50	106.00	6.98%	6.86%	8.375%	500	USD	27.04.2015
ДТЭК, 2015	101.25	101.75	9.16%	9.03%	9.500%	500	USD	28.04.2015
МХП, 2015	100.50	101.50	10.11%	9.84%	10.250%	585	USD	29.04.2015
Метинвест, 2015	105.25	105.75	8.87%	8.74%	10.250%	500	USD	20.05.2015
Киев, 2015	88.00	89.50	11.08%	10.66%	8.000%	250	USD	06.11.2015
Приватбанк, 2016	92.75	94.75	10.52%	10.02%	8.750%	150	USD	09.02.2016
Укрэксимбанк, 2016	97.00	98.50	9.11%	8.75%	8.400%	125	USD	09.02.2016

Облигации внутреннего государственного займа

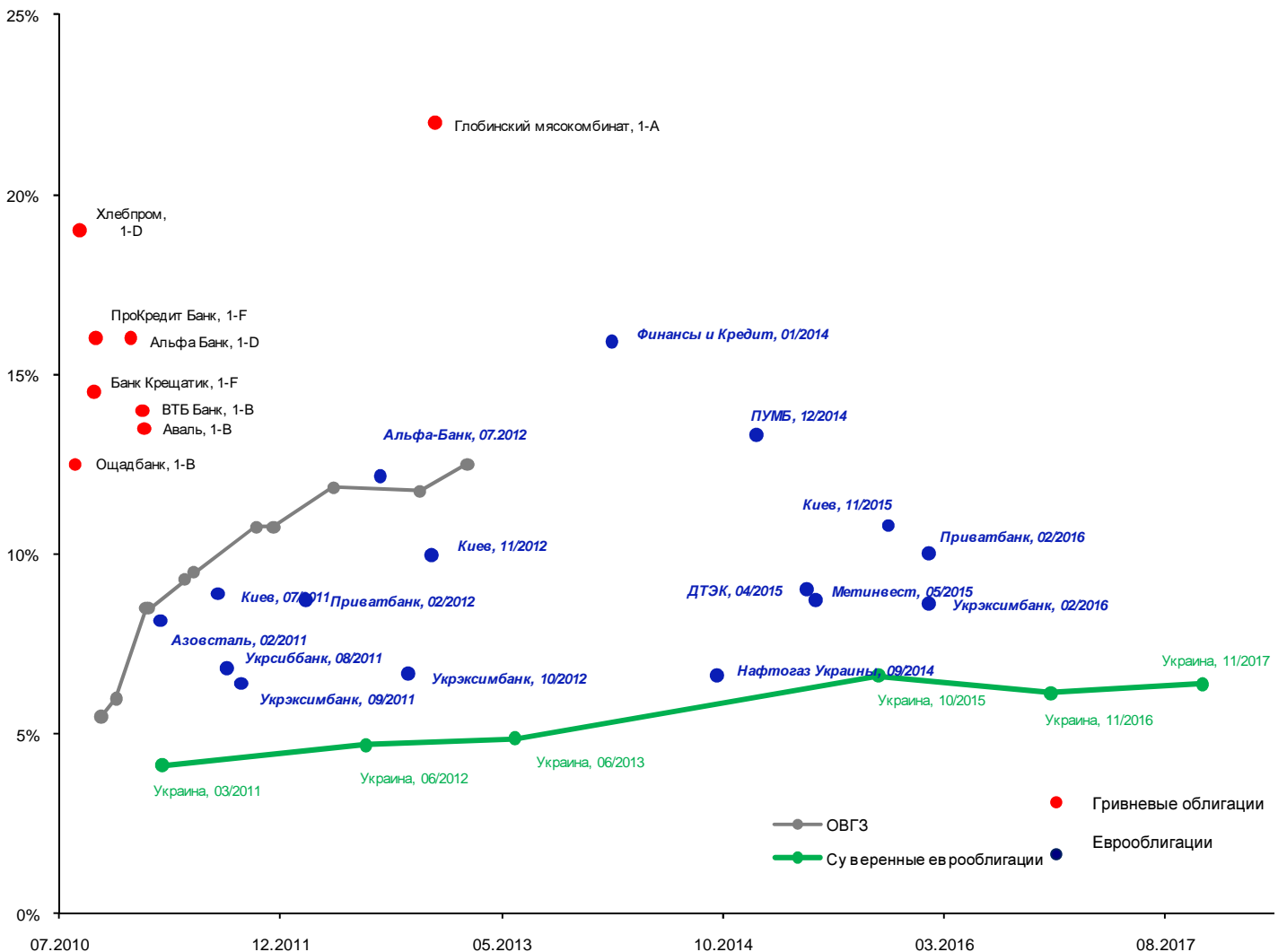
Эмитент, тиккер	bid	ask	Yield (bid)	Yield (offer)	Купон	Погашение
Украина, 63309*	987.69	988.99	7.00%	6.25%	-	13.10.2010
Украина, 61725*	979.87	982.50	7.50%	6.50%	-	17.11.2010
Украина, 63648*	958.70	961.92	9.25%	8.50%	-	26.01.2011
Украина, 74173*	955.96	960.41	9.50%	8.50%	-	02.02.2011
Украина, 54456	1 118.67	1 130.67	11.00%	9.25%	20.00%	27.04.2011
Украина, 66526*	923.31	931.62	10.75%	9.50%	-	18.05.2011
Украина, 61089	1 231.14	1 236.27	11.45%	11.00%	25.14%	12.10.2011
Украина, 62012	1 144.45	1 150.46	11.50%	11.00%	20.00%	23.11.2011
Украина, 53912	1 103.22	1 112.68	12.50%	11.85%	15.70%	11.04.2012
Украина, 61451	1 197.98	1 212.86	12.75%	12.00%	20.00%	31.10.2012
Украина, 64018	1 232.36	1 259.69	13.75%	12.50%	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.