

# Инвестиционные идеи: Украинские еврооблигации

Бумаги с фиксированной доходностью

Михайло Сальников, salnykov@sokrat.com.ua  
Роман Сиротян, sirotyan@sokrat.com.ua

В то время, как акции Украинских компаний, подобно западным бумагам, демонстрируют негативную динамику, Украинские долговые бумаги являются привлекательным инвестиционным инструментом, как для внутренних, так и для зарубежных игроков. В данном отчете мы предоставляем инвестиционные идеи по бумагам, которые, как мы считаем, характеризуются наилучшим соотношением надежности и доходности.

## Основные идеи

- Негативные тенденции на Украинских и международных фондовых площадках, текущее снижение цен на мировых рынках сырья и пессимистичные ожидания в кратко- и среднесрочной перспективе приводят нас к выводу о необходимости рекомендации пересмотра процента акций в инвестиционных портфелях в сторону уменьшения.
- Украинские долговые бумаги, в особенности деноминированные в долларе еврооблигации, продолжают показывать положительную доходность.
- Несмотря на то, что номинированные в гривне корпоративные облигации, торгуемые на ПФТС, продолжают демонстрировать хорошие уровни доходности, мы считаем, что они существенно проигрывают в сравнении с деноминированными в долларе еврооблигациями. Главной причиной этого является предполагаемая 25% девальвация гривны в 2009 году, полностью нивелирующая доходность облигаций внутреннего займа.
- Мы считаем, что деноминированные в долларе еврооблигации сейчас существенно недооценены, по сравнению с их справедливыми ценами. Основной причиной этого являются три нижеследующих фактора.
- Во-первых, западные инвесторы пытаются избавиться от Украинских еврооблигаций, что приводит к повышенному предложению бумаг без соответствующего спроса. Одной из основных причин этого явления является массовый выход инвесторов из развивающихся рынков, для обеспечения ликвидности их основных видов деятельности.
- Во-вторых, западные инвесторы проявляют излишнюю осторожность и переоценивают как суверенные риски Украины, так и риски конкретных компаний. В частности, они недооценивают как потенциальный уровень поддержки крупных банков со стороны государства, в случае возникновения такой необходимости, так и поддержку со стороны зарубежных материнских структур. Таким образом, переоценка риска вызывает снижение спроса и увеличение предложения на Украинские еврооблигации.
- В-третьих, существуют трудности, связанные с приобретением еврооблигаций Украинскими инвесторами, которые могут более точно учесть риски эмитентов. Таким образом, спрос на облигации находится ниже справедливых значений, которые могли бы быть достигнуты в случае возможности быстрого вхождения Украинских инвесторов на этот рынок.
- Мы предполагаем, что когда Украинские инвесторы станут более осведомлены о привлекательности Украинских еврооблигаций, повысившийся спрос вызовет уменьшение доходностей соответствующих бумаг в течении нескольких месяцев.
- Следовательно, наша рекомендация потенциальным инвесторам – действовать быстро и не упускать момент.

## Макропоказатели

|                      |        |
|----------------------|--------|
| ВВП, млрд долл *     | 141.2  |
| Рост ВВП, ГкГ *      | 7.6%   |
| Рост ВВП, ГкГ **     | 5.8%   |
| Инфляция, МкМ ***    | 1.5%   |
| Инфляция, ГкГ ***    | 22.3%  |
| МЗ, млрд грн †       | 477.7  |
| Курс гривна/доллар ‡ | 7.4868 |

\* 2007  
\*\* январь-октябрь 2008  
\*\*\* ноябрь 2008  
† сентябрь 2008  
‡ декабрь 12 2008

Источник: Госкомстат, оценка Сократа

## Суверенные рейтинги\*

|         |               |
|---------|---------------|
| S&P's   | B (negative)  |
| Moody's | B1 (stable)   |
| Fitch   | B+ (negative) |

\* По долгосрочным долгам в иностранной валюте  
Источник: Bloomberg, оценка Сократа

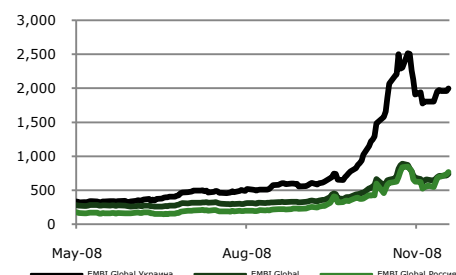
## Динамика рынка акций



|     | ПФТС     | РТС      | S&P500   |
|-----|----------|----------|----------|
| WtD | 0.52%    | 11.25%   | 2.13%    |
| MtD | (4.70%)  | (0.31%)  | (0.17%)  |
| YtD | (76.49%) | (71.35%) | (39.07%) |
| YoY | (75.34%) | (71.85%) | (40.98%) |

Источник: Bloomberg, оценка Сократа

## Динамика EMBI Global

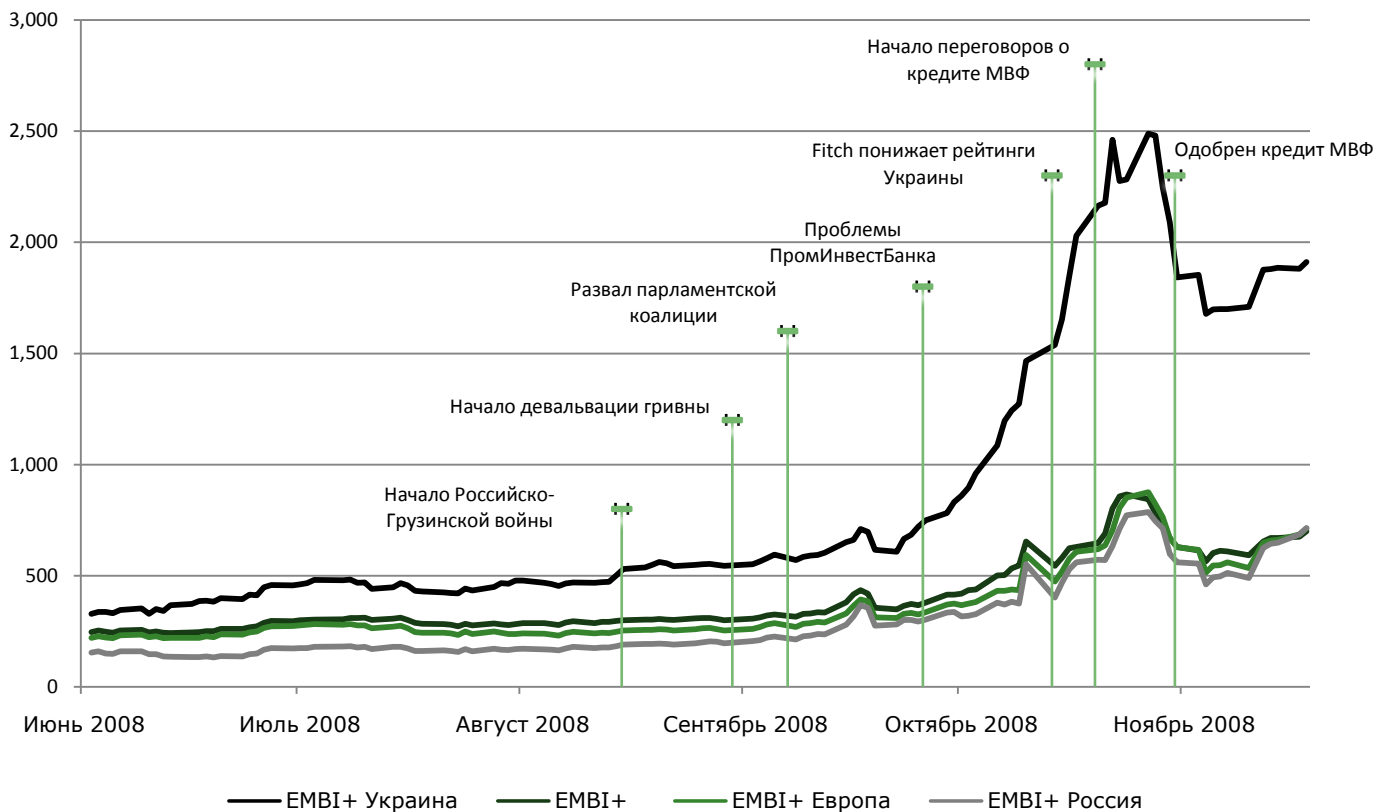


Источник: Cbonds, оценка Сократа

## Общий обзор

- Недавно западные инвесторы пересмотрели риски связанные с инвестированием в Украину, после серии негативных событий произошедших в августе-сентябре 2008 года (см. рис. 1). Включенные ключевые события:
- Начало вооруженного конфликта между Россией и Грузией в начале августа 2008 год заставило многих западных инвесторов поверить в возможность аналогичного конфликта между Украиной и Россией.
- Цены на сталь – основной Украинский экспортный товар – начали падать с середины августа 2008 года, что заставило экспертов ухудшить свои прогнозы по торговому балансу Украины. Этот факт стал сильным негативным сигналом для перспектив Украинской экономики, учитывая высокий дефицит торгового баланса аккумулированный в предыдущем году (см. рис. 2).
- Украинская гривна начала обесцениваться в середине августа 2008 года, что привело к массовому оттоку инвесторов из гривневых активов и общему пессимизму относительно инвестиций в Украинскую экономику.
- Серия серьезных негативных событий в сентябре, в частности парламентский кризис (см. сентябрьский флэш-ноут «Юлия – победитель трех Викторов») и проблемы с ликвидностью у одного из крупнейших Украинских банков – Проминвестбанка.
- Проблемы в Украине развивались в то время, когда мир почувствовал удар глобального кризиса и начались банкротства крупных финансовых организаций по всему миру.

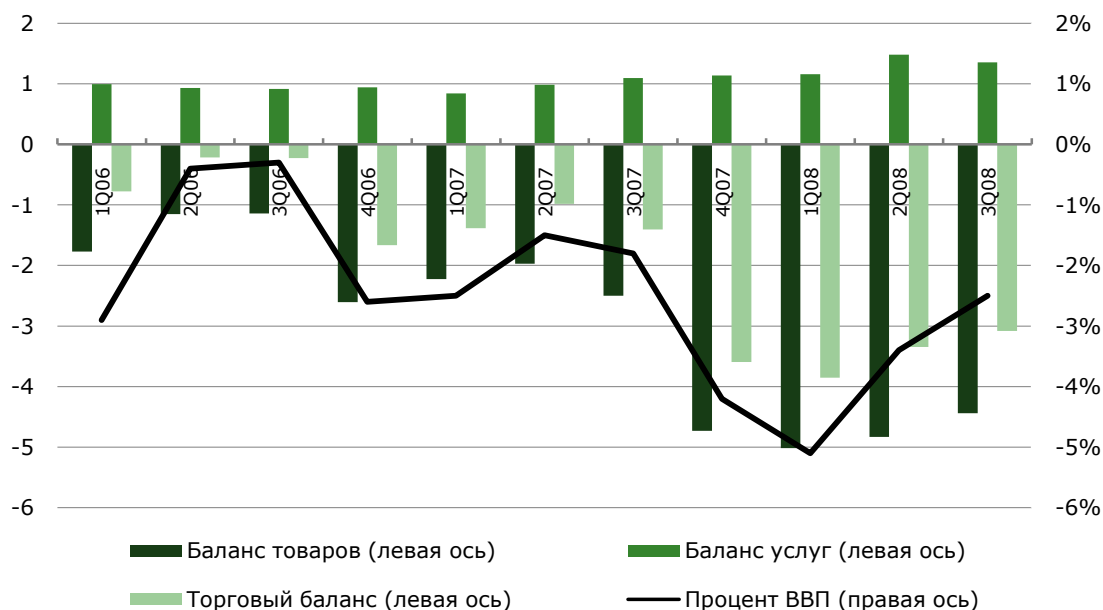
Рисунок 1. EMBI+ Украина в сравнении с другими EMBI+ индикаторами



Источник: Cbonds, Оценка Сократа

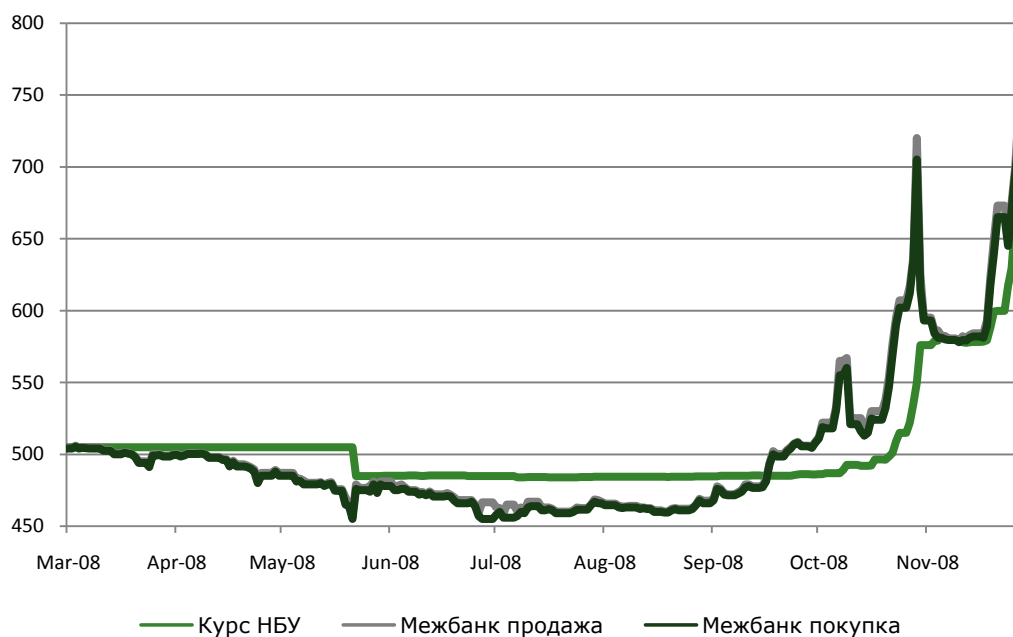
- Проблемы в Украинской экономике и политике привели к переоценке рисков со стороны западных инвесторов, что отразилось как в значительном росте индекса EMBI+, так и в понижении Украинских рейтингов ведущими рейтинговыми агентствами.
- Риски несколько уменьшились после того, как МВФ объявил о возможности получения Украиной 16.4 млрд долл. Кредита для поддержки экономики, с первым траншем 4.5 млрд долл. в середине ноября 2008 года.

**Рисунок 2. Динамика торгового баланса, млрд долл.**



Источник: Госкомстат Украины, Оценка Сократа

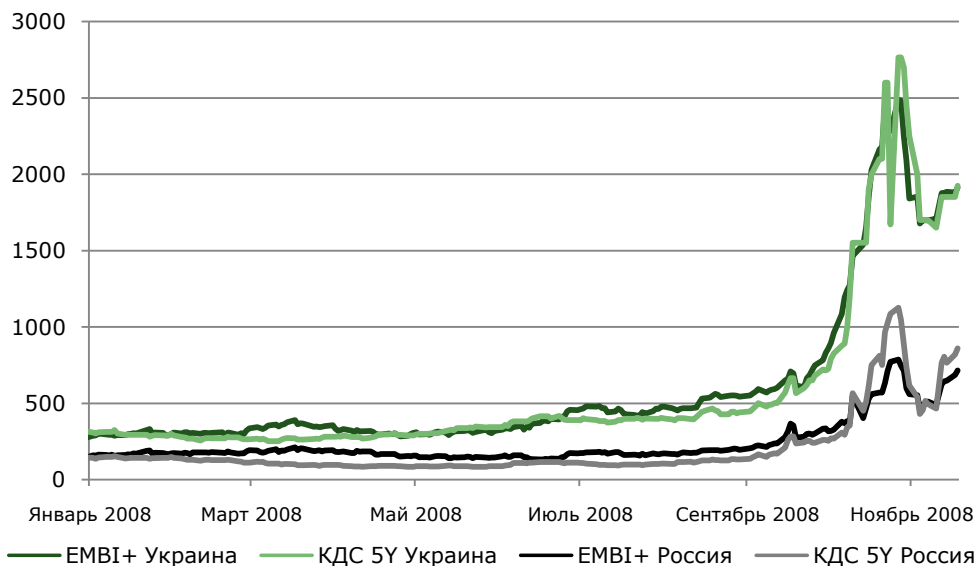
**Рисунок 3. Динамика обменного курса , гривен за 100 долларов**



Источник: UFS, Оценка Сократа

- Кредитно-дефолтные свопы (КДС) показывали динамику схожую с индексом EMBI, находясь на ощутимо более высоких уровнях в сравнении с другими странами, к примеру Россией (см. рис. 4).
- Переоценка Украинских рисков западными инвесторами вместе с кризисом ликвидности на Западе привела к падению цен на Украинские долговые бумаги, как внутри страны так и на внешних рынках.
- Несмотря на то, что мы считаем доходности большинства Украинских облигаций достаточно привлекательной, с нашей точки зрения, еврооблигации являются более привлекательным вариантом вследствие меньших валютных рисков.
- Мы считаем, что деноминированные в долларе еврооблигации сейчас существенно недооценены, по сравнению с их справедливыми ценами. Основной причиной этого являются три нижеследующих фактора.
  - Во-первых, западные инвесторы пытаются избавиться от Украинских еврооблигаций, что приводит к повышенному предложению бумаг без соответствующего спроса. Одной из основных причин этого явления является массовый выход инвесторов из развивающихся рынков, для обеспечения ликвидности их основных видов деятельности.
  - Во-вторых, западные инвесторы проявляют излишнюю осторожность и переоценивают как суверенные риски Украины, так и риски конкретных компаний. В частности, они недооценивают как потенциальный уровень поддержки крупных банков со стороны государства, в случае возникновения такой необходимости, так и поддержку со стороны зарубежных материнских структур. Таким образом, переоценка риска вызывает снижение спроса и увеличение предложения на Украинские еврооблигации.
  - В-третьих, существуют трудности, связанные с приобретением еврооблигаций Украинскими инвесторами, которые могут более точно учесть риски эмитентов. Таким образом, спрос на облигации находится ниже справедливых значений, которые могли бы быть достигнуты в случае возможности быстрого вхождения Украинских инвесторов на этот рынок.

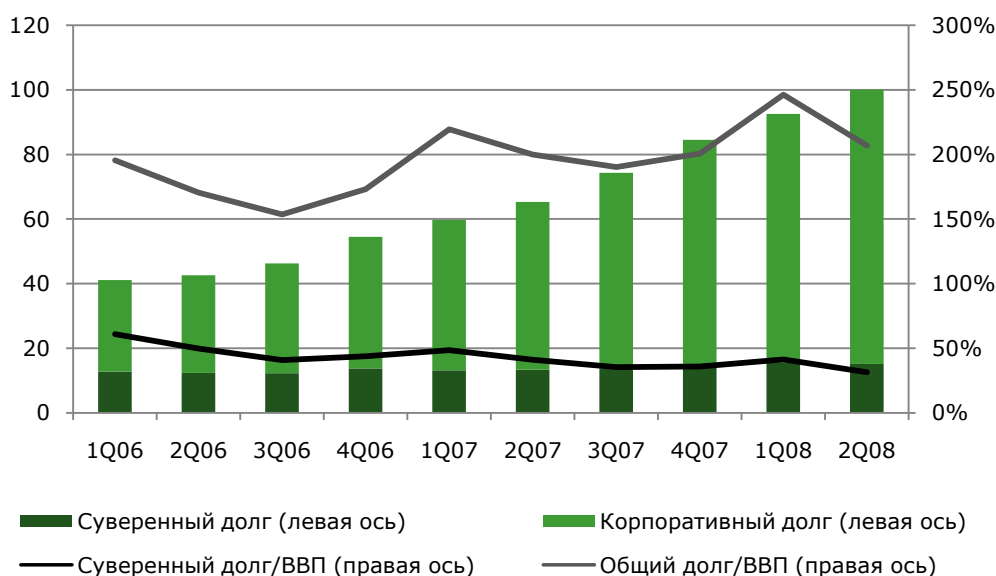
Рисунок 4. EMBI+ и КДС индикаторы для Украины и России



Источник: Cbonds, Оценка Сократа

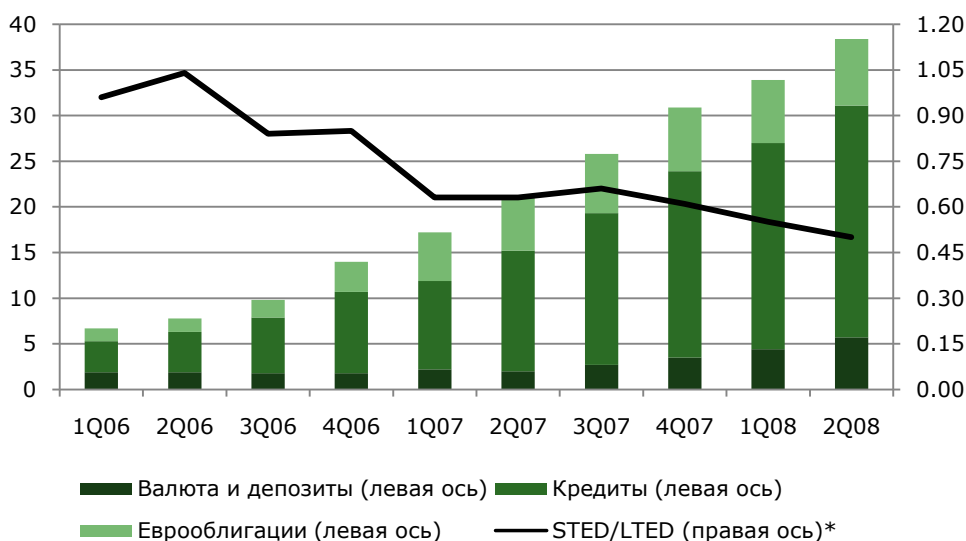
- Мы предполагаем, что когда Украинские инвесторы станут более осведомлены о привлекательности Украинских еврооблигаций, повысившийся спрос вызовет уменьшение доходностей соответствующих бумаг в течение нескольких месяцев.
- В последнее время внешние заимствования стали существенно более популярным инструментом в корпоративном секторе. В то же время объемы суверенного внешнего долга оставались практически неизменными, а их отношение к ВВП уменьшалось (см. рис. 5).
- Стоит отметить, что корпоративные еврооблигации наиболее активно используются в финансовом секторе (около 80% от всех находящихся в обращении корпоративных еврооблигаций в денежном эквиваленте и около 20% всех долгов в финансовом секторе), что показано на рис. 6 и 7.

Рисунок 5. Динамика внешнего долга, млрд долл.



Источник: Национальный Банк Украины, Оценка Сократа

Рисунок 6. Инструменты привлечения внешнего долга, используемые финансовым сектором, млрд долл.

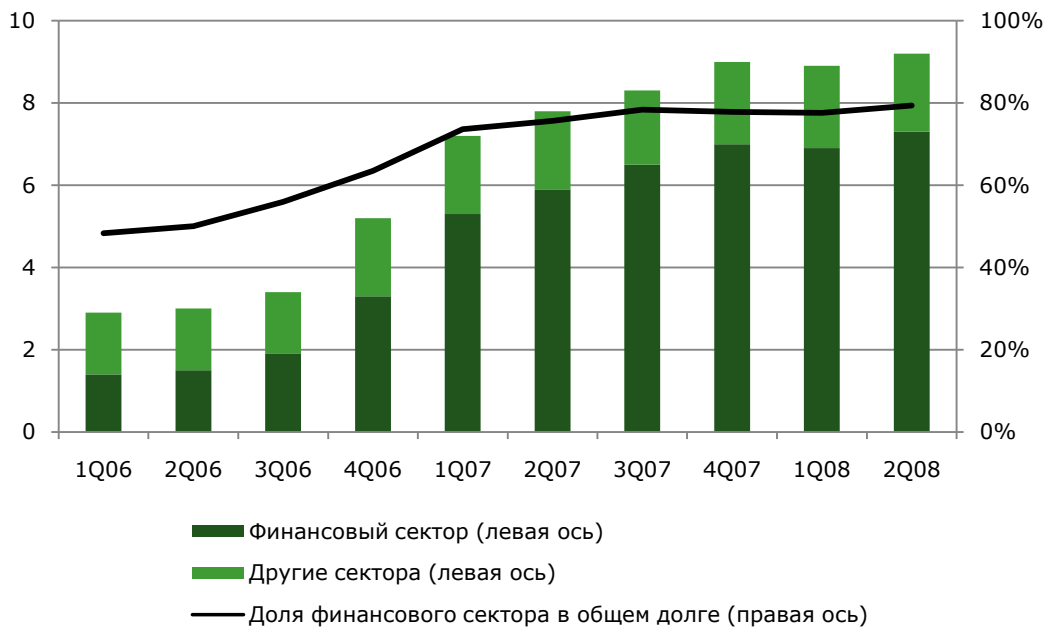


\*STED/LTED – отношение краткосрочного внешнего долга к долгосрочному

Источник: Национальный Банк Украины, Оценка Сократа

- Учитывая подавляющее представление еврооблигаций финансового сектора в общем объеме еврооблигаций, неудивительно, что большинство среди наших инвестиционных идей касаются бумаг финансового сектора.
- На рисунке 8 мы показываем наиболее привлекательные корпоративные еврооблигации и далее рассматриваем более детально эмитентов и конкретные выпуски еврооблигаций.

Рисунок 7. Доля еврооблигаций компаний финансового сектора в общем объеме, млрд долл.



Источник: Национальный Банк Украины, Оценка Сократа

Рисунок 8. Основные данные по наиболее привлекательным корпоративным еврооблигациям

| Тиккер      | Эмитент            | ISIN          | Купон  | Период | Объем, млн долл. | Дюрация, лет | Дата погаш. | Тип      | УТМ    | Цена | Рейтинг эмитента |
|-------------|--------------------|---------------|--------|--------|------------------|--------------|-------------|----------|--------|------|------------------|
| ALFAUA-09   | Альфа банк Украина | XS036083 6380 | 9.75%  | S/A    | 100              | 0.31         | 04.05.2009  | Bullet   | 72.50% | 80.0 | B/Ba3/-          |
| ALFAUA-09-2 | Альфа банк Украина | XS027993 0449 | 9.75%  | S/A    | 345              | 0.75         | 22.12.2009  | Bullet   | 55.80% | 66.5 | B/Ba3/-          |
| ALFAUA-10   | Альфа банк Украина | XS031181 6234 | 9.25%  | S/A    | 450              | 1.14         | 26.07.2010  | Bullet   | 55.37% | 53.8 | B/Ba3/-          |
| ALFAUA-11   | Альфа банк Украина | XS037913 9529 | 12.00% | S/A    | 250              | 1.87         | 11.08.2011  | Putable  | 32.30% | 65.1 | B/Ba3/-          |
| EXIMUK-09   | Укрэксимбанк       | XS020128 1192 | 7.75%  | S/A    | 250              | 0.67         | 23.09.2009  | Bullet   | 36.00% | 81.5 | -/B2/B+          |
| EXIMUK-11   | Укрэксимбанк       | XS026714 7881 | 7.65%  | S/A    | 500              | 1.90         | 07.09.2011  | Bullet   | 44.80% | 44.1 | -/B2/B+          |
| EXIMUK-12   | Укрэксимбанк       | XS023095 5642 | 6.80%  | S/A    | 250              | 2.59         | 04.10.2012  | Bullet   | 37.35% | 40.1 | -/B2/B+          |
| EXIMUK-16   | Укрэксимбанк       | XS024373 3127 | 8.40%  | S/A    | 125              | 2.47         | 09.02.2016  | Callable | 46.36% | 22.1 | -/B2/B+          |
| FORUMZ-09   | АКБ "Форум"        | XS027233 3096 | 10.00% | S/A    | 100              | 0.70         | 30.10.2009  | Bullet   | 56.32% | 70.0 | -/B2/B+          |
| MHP5A-11    | Мироновский хлеб.  | USL6366MAA1 0 | 10.25% | S/A    | 250              | 2.08         | 30.11.2011  | Callable | 39.13% | 51.5 | -/B2/B           |
| USCBUZ-10   | Укрсоцбанк         | XS028623 5774 | 8.00%  | S/A    | 400              | 0.87         | 22.02.2010  | Bullet   | 62.52% | 57.5 | B/Ba3/B+         |

Источник: Bloomberg, Cbonds, Оценка Сократа

## Альфа-Банк Украина (ALFAUA)

### Информация о еврооблигациях

- На данный момент в обращении находятся 4 выпуска еврооблигаций с датами погашения 04.05.2009, 22.12.2009, 26.07.2010 и 11.08.2011. Объемы эмиссий - 100 млн, 345 млн, 450 млн и 250 млн долл. США соответственно.
- Все выпуски кроме первого, который является выпуском с правом досрочного предъявления к погашению, являются выпусками без возможности досрочного погашения. Данные облигации, кроме первого выпуска, который торгуется на SWX, торгуются на ISEQ.
- Купонные ставки составляют 9.75%, 9.75%, 9.25% и 12.00% с соответствующими доходностями к погашению – 72.5%, 55.8%, 55.4%, 32.3%. По всем ценным бумагам купон выплачивается два раза в год.

### Обзор компании

- По сравнению с другими Украинскими банками Альфа-Банк Украина является достаточно надежным заемщиком, с международными рейтингами В/Ва3/-.
- Владельцем Альфа-Банка является кипрская компания ABN Ukraine Ltd, аффилированная с Альфа Групп. На 1 октября 2008 года активы банка составляли 23.4 млрд грн.(4 млрд долл. США) и выросли с начала года на 55%. Кредитный портфель банка достиг 19.5 млрд грн. (3,4 млрд. долл. США), увеличившись на 49% с начала года. Отношение кредитов к депозитам составило 332%. Альфа-Банк Украина увеличил свой чистый доход на 133% год-к-году до 7.6 млн долл. США за девять месяцев 2008 года.
- Альфа-Банк Украина является дочерней компанией сильной российской финансовой группы. Альфа-Банк Россия постоянно предоставлял дешевые длинные деньги своей дочерней компании, и недавно, материнская компания предоставила кредитную линию объемом 700 млн долл. США. Эта кредитная линия должна поддержать ликвидность банка и дать ему возможность продолжать свое развитие в текущей нестабильной ситуации. Мы считаем, что сегодня Альфа-Банк Украина может увеличить свою долю рынка, учитывая проблемы которые сейчас возникли в Украинской банковской системе, и, в частности, проблемы которые сейчас ощущают банки с Украинским капиталом.
- У Альфа-Банка Украина существует вероятность возникновения проблем в связи с тем, что российская банковская система сейчас тоже испытывает проблемы оттока депозитных вкладов, что может привести к уменьшению объемов финансирования получаемых Альфа-Банком.
- Несмотря на то, что бумаги Альфа-Банка являются самыми рискованными среди представленных в этом отчете, мы считаем, что материнская структура, которая в свою очередь поддерживается российским правительством, будет активно поддерживать свою дочку, т.к. проблемы Альфа-Банка Украина могут иметь серьезное негативное влияние на Альфа-Банк Россия.

## ALFAUA (В/Ва3/-)

### Еврооблигации

| Код ISIN                 | XS02<br>7993<br>0449 | XS03<br>6083<br>6380 | XS03<br>1181<br>6234 | XS03<br>7913<br>9529 |
|--------------------------|----------------------|----------------------|----------------------|----------------------|
| Объем эмиссии, млн долл. | 345                  | 100                  | 450                  | 250                  |
| Купонная ставка, %       | 9.75                 | 9.75                 | 9.25                 | 12.0                 |
| Периодичн. выплаты       | S/A                  | S/A                  | S/A                  | S/A                  |
| Погашение                | 2009                 | 2009                 | 2010                 | 2011                 |
| Дюрация, лет*            | 0.31                 | 0.75                 | 1.14                 | 1.87                 |
| Торговая площадка        | ISEQ                 | SWX                  | ISEQ                 | ISEQ                 |
| Текущая цена*            | 80.0                 | 66.5                 | 53.8                 | 65.1                 |
| Доходн. к погаш., %*     | 72.5                 | 55.8                 | 55.4                 | 32.3                 |

### Performance

| млн грн.           | 2006  | 2007   | 2008   |
|--------------------|-------|--------|--------|
| Активы             | 6,284 | 15,078 | 23,449 |
| Капитал            | 494   | 1,559  | 2,498  |
| Кредитный портфель | 4,869 | 11,599 | 19,476 |

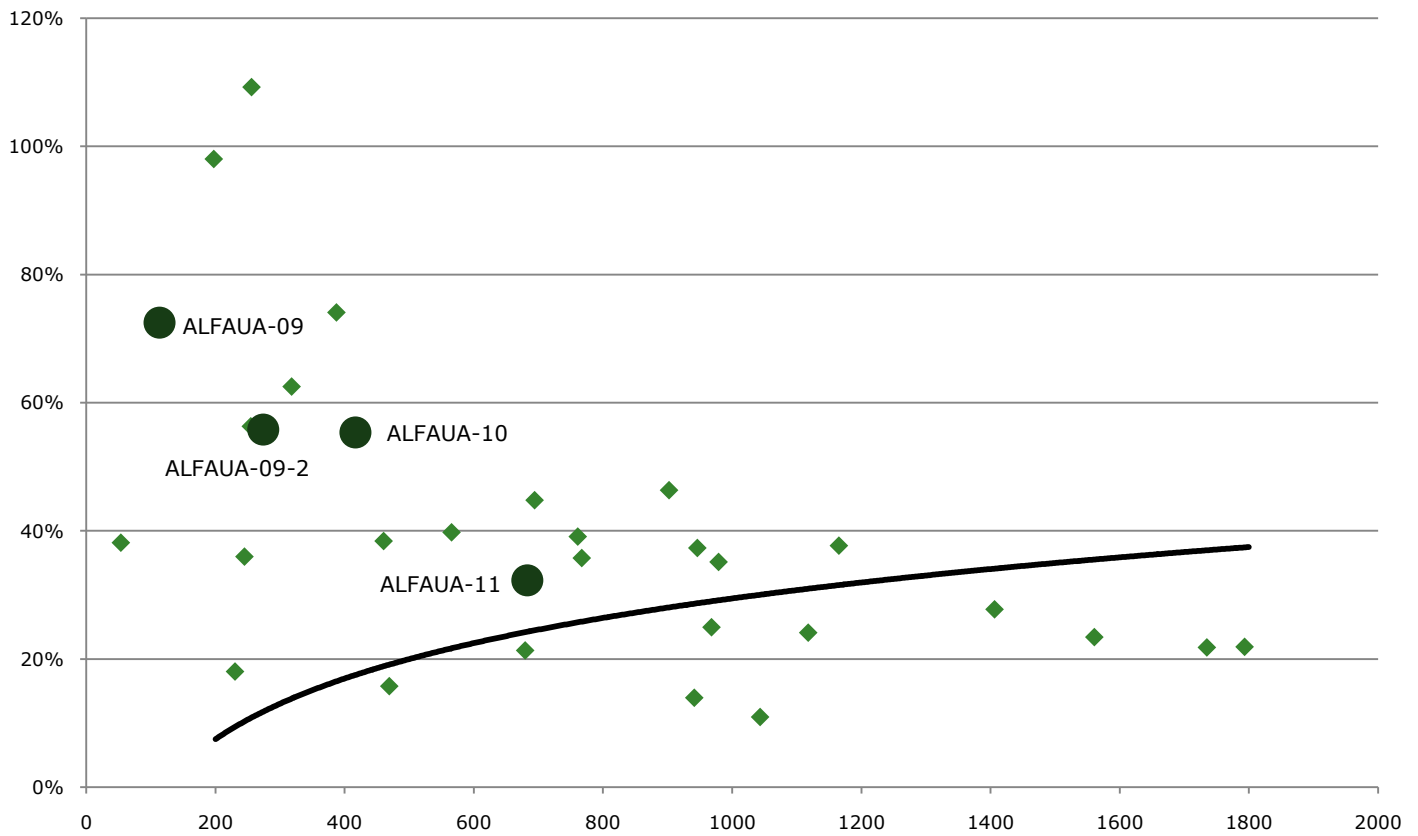
### Показатели

|                                    |      |
|------------------------------------|------|
| ROA                                | 0.4% |
| ROE                                | 3.8% |
| Loans/deposits                     | 332% |
| Cost/income                        | 47%  |
| Net interest margin                | 4.3% |
| Interest income/ interest expenses | 174% |

\* На 27.11.2008

Источник: Bloomberg, Национальный Банк Украины, Ассоциация Украинских Банков. Оценка Сократа

Рисунок 9. Доходность еврооблигаций Альфа-Банка в сравнении с другими Украинскими еврооблигациями



Источник: Bloomberg, Оценка Сократа

## Укрэксимбанк (EXIMUK)

### Информация о еврооблигациях

- На данный момент в обращении находятся 4 выпуска еврооблигаций с датами погашения 23.09.2009, 07.09.2011, 04.10.2012 и 10.02.2016. Объемы эмиссий - 250 млн, 500 млн, 250 млн и 125 млн долл. США соответственно.
- Все выпуски кроме первого, который является выпуском с правом досрочного выкупа, являются выпусками без возможности досрочного погашения. Данные облигации, кроме первого выпуска, который торгуется на LuxX, торгуются на SWX.
- Купонные ставки составляют 7.75%, 7.65%, 6.80% и 8.40% с соответствующими доходностями к погашению – 36.0%, 44.8%, 37.4%, 46.4%. По всем ценным бумагам купон выплачивается два раза в год.

### Обзор компании

- По сравнению с другими Украинскими банками Укрэксимбанк является одним из самых безопасных заемщиков с международными рейтингами -/B2/B+.
- 100% акций Укрэксимбанка принадлежат Кабинету Министров Украины. На 1 октября 2008 года активы банка составляли 34.7 млрд грн. (6 млрд долл. США) и выросли с начала года на 21%. Кредитный портфель банка достиг 26.8 млрд грн. (4.6 млрд. долл. США), увеличившись на 26% с начала года. Отношение кредитов к депозитам составило 224%. Укрэксимбанк увеличил свой чистый доход на 61% год-к-году до 88 млн долл. США за девять месяцев 2008 года.
- Укрэксимбанк показывает сильные финансовые результаты и имеет хорошие перспективы развития, учитывая поддержку государства, которое регулярно увеличивает уставный фонд банка. Недавно премьер-министр Украины Юлия Тимошенко объявила об очередном увеличении уставного фонда банка. Также мы не сомневаемся в том, что НБУ предоставит Укрэксимбанку дополнительное финансирование в случае возникновения такой необходимости.
- Общая сумма обязательств по синдицированным кредитам и облигациям Укрэксимбанка равняется 1.56 млрд долл. США или 26% от активов банка.
- Мы не имеем никаких сомнений в стабильности этого банка, как одного из ключевых компонентов Украинской банковской системы и считаем, что объявление дефолта по бумагам этого банка возможно только при коллапсе Украинской экономики, что чрезвычайно маловероятно.

## EXIMUK (-/B2/B+)

### Еврооблигации

|                          | XS02 | XS02 | XS02 | XS02 |
|--------------------------|------|------|------|------|
| Код ISIN                 | 0128 | 6714 | 3095 | 4373 |
|                          | 1192 | 7881 | 5642 | 3127 |
| Объем эмиссии, млн долл. | 250  | 500  | 250  | 125  |
| Купонная ставка, %       | 7.75 | 7.65 | 6.80 | 8.40 |
| Периодичн. выплаты       | S/A  | S/A  | S/A  | S/A  |
| Погашение                | 2009 | 2011 | 2012 | 2016 |
| Дюрация, лет*            | 0.67 | 1.90 | 2.59 | 2.47 |
| Торговая площадка        | LuxX | SWX  | SWX  | SWX  |
| Текущая цена*            | 81.5 | 44.1 | 40.1 | 22.1 |
| Доходн. к погаш., %*     | 36.0 | 44.8 | 37.4 | 46.4 |

### Performance

| млн грн.           | 2006   | 2007   | 2008   |
|--------------------|--------|--------|--------|
| Assets             | 18,650 | 28,610 | 34,713 |
| Капитал            | 1,840  | 2,563  | 3,396  |
| Кредитный портфель | 13,993 | 22,350 | 26,833 |

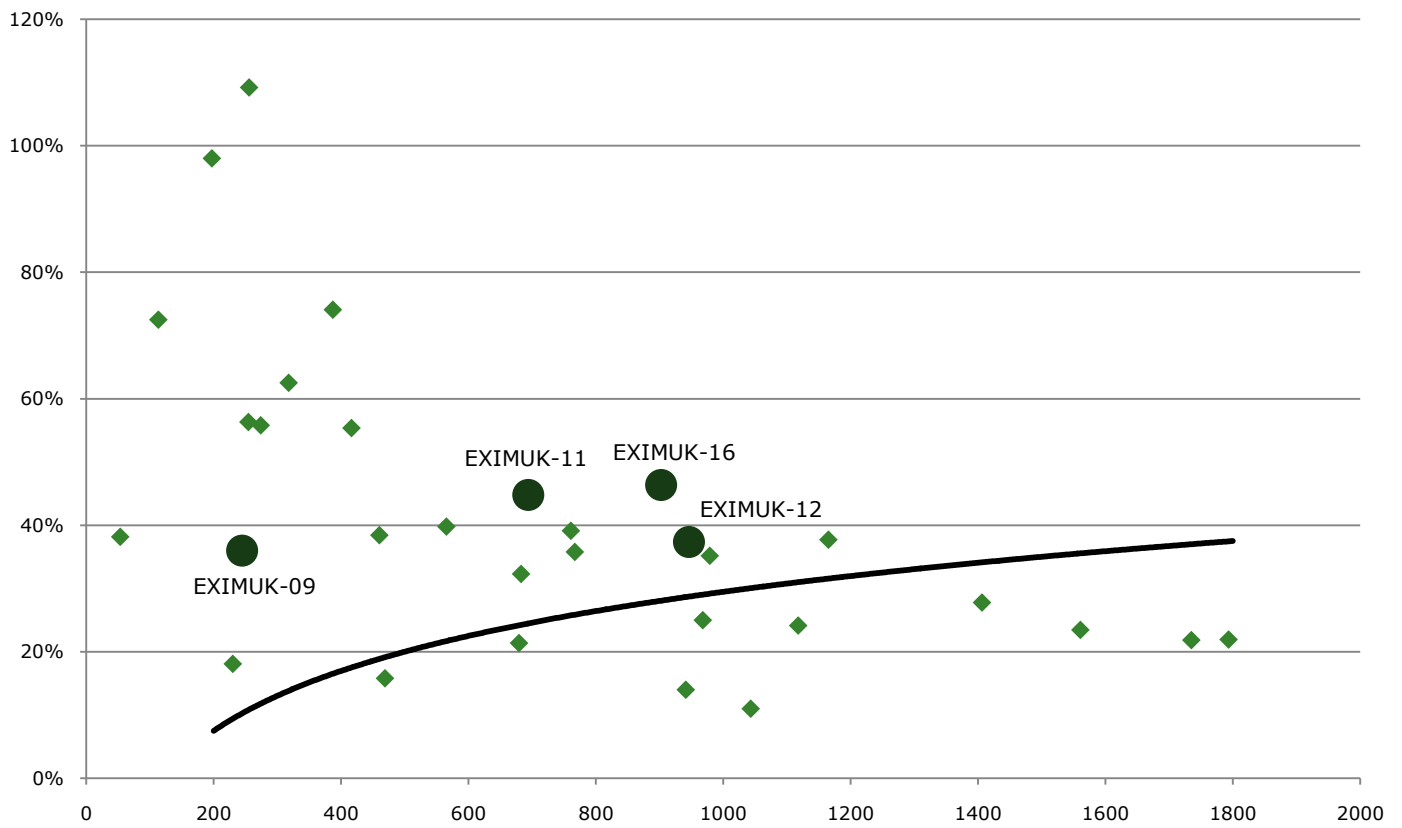
### Показатели

|                                    |       |
|------------------------------------|-------|
| ROA                                | 2.3%  |
| ROE                                | 22.2% |
| Loans/deposits                     | 224%  |
| Cost/income                        | 39%   |
| Net interest margin                | 4.7%  |
| Interest income/ interest expenses | 165%  |

\* на 27.11.2008

Источник: Bloomberg, Национальный Банк Украины, Ассоциация Украинских Банков, Оценка Сократа

Рисунок 10. Доходность еврооблигаций Укрэксимбанка в сравнении с другими Украинскими еврооблигациями



Источник: Bloomberg, Оценка Сократа

## АКБ «Форум» (FORUMZ)

### Информация о еврооблигациях

- На данный момент в обращении на бирже SWX находится один выпуск еврооблигаций банка Форум, выпущенный в 2006 году. Купонная ставка равняется 10%, дата погашения - 10.20.2009, доходность к погашению - 56.32%. Купон выплачивается 2 раза в год.

### Обзор компании

- По сравнению с другими Украинскими банками банк Форум является одним из самых безопасных с международными рейтингами -/B2/B+
- 5 марта 2008 года немецкий банк Commerzbank AG приобрел 60%+1 акцию банка Форум. При этом Коммерцбанк имеет опцион на приобретение дополнительных 25% в течении 36 месяцев с момента подписания соглашения.
- На 1 октября 2008 года активы банка составляли 16.5 млрд грн.(2.8 млрд долл. США) и выросли с начала года на 15%. Кредитный портфель банка достиг 12.3 млрд грн. (2.1 млрд. долл. США), увеличившись на 43% с начала года. Отношение кредитов к депозитам составило 130%. Банк Форум увеличил свой чистый доход на 88% год-к-году до 12 млн долл. США за девять месяцев 2008 года.
- В следующем году кроме выплаты основной суммы по еврооблигациям, в апреле 2009 года банк Форум ожидает выплата 115 млн долл. по синдицированному кредиту. Таким образом общая сумма выплат в 2009 году составит 215 млн долл. По внутренним облигациям номинированным в гривне Форум будет производить выплаты основных сумм в 100 и 300 млн грн. 11.12.2008 и 19.11.2012 соответственно.
- Банк Форум показывает хорошую динамику показателей, и даже не смотря на трехпроцентное снижение депозитов с начала года, мы считаем, что дешевые ресурсы, привлеченные от западных банковских структур, компенсируют это незначительное уменьшение. Это обстоятельство, а также возможность дальнейшего привлечения ресурсов от материнской компании ставят банк Форум в более привлекательное положение относительно банков с Украинским капиталом.
- Стоит отметить, что в случае возникновения серьезных проблем у Commerzbank, банк Форум не сможет рассчитывать на его поддержку. Несмотря на это мы считаем, что текущее положения банка Форум достаточно прочное, для конкуренции на Украинском рынке и при отсутствии такой поддержки.

## FORUMZ (-/B2/B+)

### Еврооблигации

|                          |              |
|--------------------------|--------------|
| Код ISIN                 | XS0272333096 |
| Объем эмиссии, млн долл. | 100          |
| Купонная ставка, %       | 10.00        |
| Периодичн. выплаты       | S/A          |
| Погашение                | 2009         |
| Дюрация, лет*            | 0.70         |
| Торговая площадка        | SWX          |
| Текущая цена*            | 70.0         |
| Доходн. к погаш, %*      | 56.3         |

### Performance

| млн грн.           | 2006  | 2007   | 2008   |
|--------------------|-------|--------|--------|
| Активы             | 7,378 | 14,419 | 16,537 |
| Капитал            | 767   | 1,347  | 1,918  |
| Кредитный портфель | 5,093 | 9,627  | 12,366 |

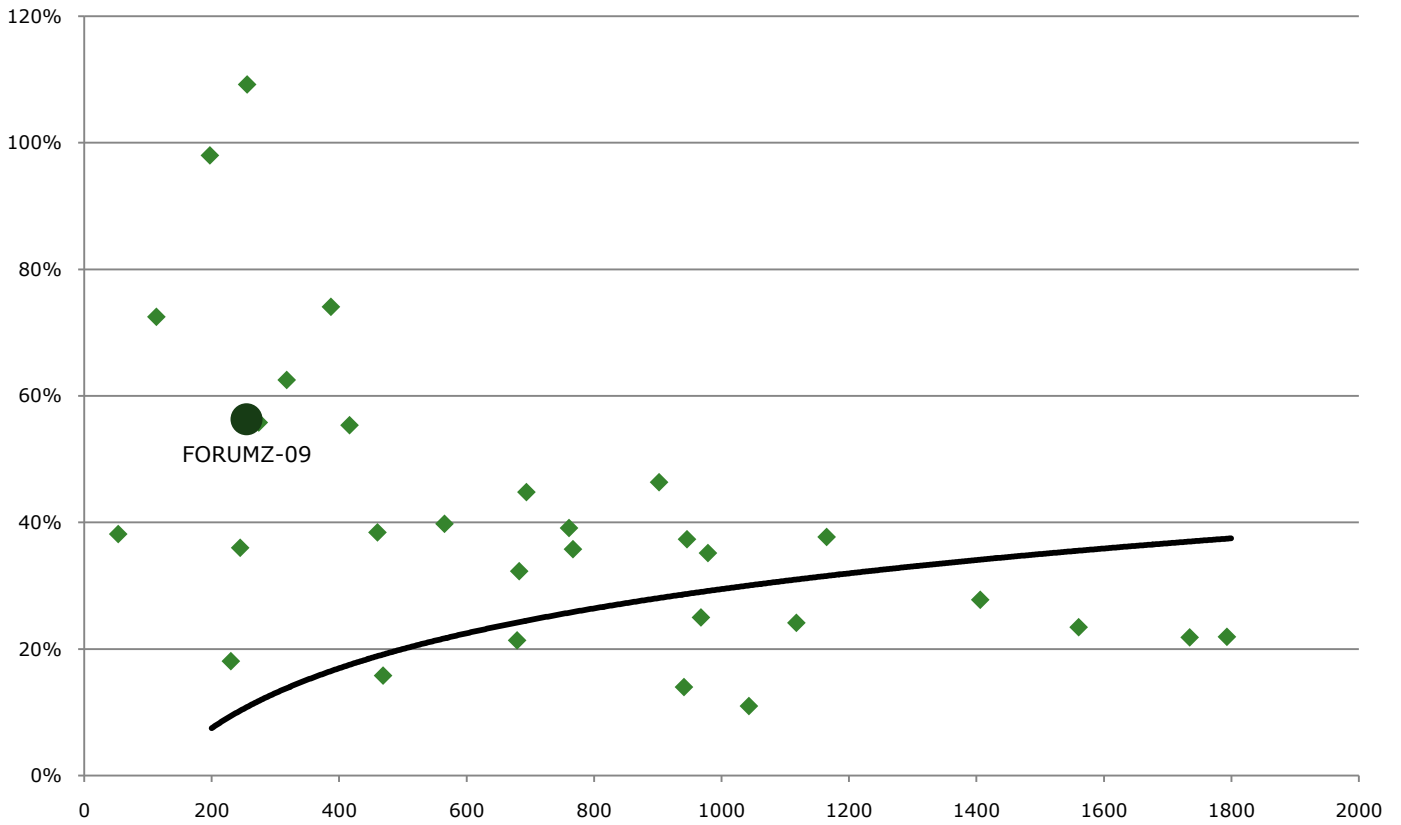
### Показатели

|                                    |      |
|------------------------------------|------|
| ROA                                | 0.6% |
| ROE                                | 5.6% |
| Loans/deposits                     | 130% |
| Cost/income                        | 63%  |
| Net interest margin                | 4.3% |
| Interest income/ interest expenses | 165% |

\* на 27.11.2008

Источник: Bloomberg, Национальный Банк Украины, Ассоциация Украинских Банков, Оценка Сократа

Рисунок 11. Доходность еврооблигаций банка Форум в сравнении с другими Украинскими еврооблигациями



Источник: Bloomberg, Оценка Сократа

## Укрсоцбанк (USCBUZ)

### Информация о еврооблигациях

- В обращении на бирже SWX находится один выпуск еврооблигаций Укрсоцбанка объемом 400 млн долл., датой погашения 22.02.2010. Купонная ставка равняется 8%, а текущий уровень доходности к погашению – 62.52%. Купон выплачивается 2 раза в год.

### Обзор компании

- По сравнению с другими Украинскими банками Укрсоцбанк является достаточно надежным заемщиком с международными рейтингами В/Ва3/В+.
- Укрсоцбанк, входящий в Unicredit Group, является четвертым по величине активов банком в Украине. На 1 октября 2008 года активы банка составляли 38.8 млрд грн.(6.7 млрд долл. США) и выросли с начала года на 25%. Кредитный портфель банка достиг 32.6 млрд грн. (5.6 млрд. долл. США), увеличившись на 34% с начала года. Отношение кредитов к депозитам составило 210%. Укрсоцбанк увеличил свой чистый доход на 105% год-к-году до 86 млн долл. США за девять месяцев 2008 года.
- Укрсоцбанк, так же как и другие крупные Украинские банки имел возможность привлекать дешевые среднесрочные синдицированные кредиты. Сегодня только банки с зарубежным капиталом имеют возможность привлекать дешевые средства в долларах США от своих материнских структур. В декабре 2008 года Укрсоцбанк должен выплатить 250 млн долл. Также следующая крупная выплата в 200 млн. долл. состоится в декабре 2009 года.
- 16 октября Укрсоцбанк получил последний 90-миллионный транш из 360-миллионного кредита от своей материнской структуры, Bank Austria, который дает ему возможность полностью рассчитаться с текущими долгами.
- Общая сумма обязательств по синдицированным кредитам и облигациям Укрсоцбанка равняется 1.75 млрд долл. США или 26% от активов банка.

## USCBUZ (B/Ba3/B+)

### Еврооблигации

|                          |              |
|--------------------------|--------------|
| Код ISIN                 | XS0286235774 |
| Объем эмиссии, млн долл. | 400          |
| Купонная ставка, %       | 8.00         |
| Периодичн. выплаты       | S/A          |
| Погашение                | 2010         |
| Дюрация, лет*            | 0.87         |
| Торговая площадка        | SWX          |
| Текущая цена*            | 57.5         |
| Доходн. к погаш, %*      | 62.5         |

### Performance

| млн грн.           | 2006   | 2007   | 2008   |
|--------------------|--------|--------|--------|
| Активы             | 17,531 | 31,227 | 38,753 |
| Капитал            | 1,927  | 3,194  | 3,699  |
| Кредитный портфель | 12,690 | 24,164 | 32,584 |

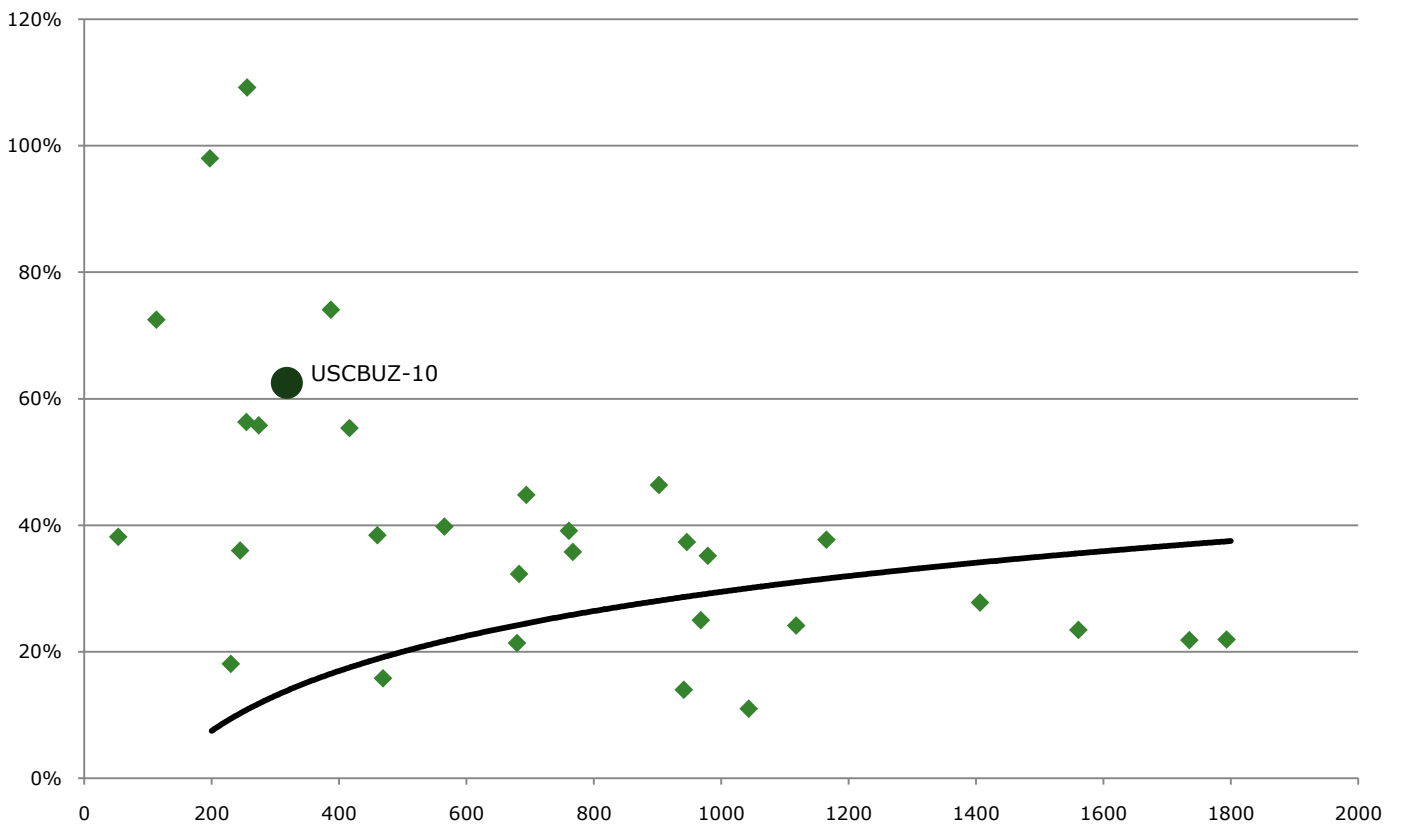
### Показатели

|                                    |       |
|------------------------------------|-------|
| ROA                                | 1.9%  |
| ROE                                | 19.4% |
| Loans/deposits                     | 210%  |
| Cost/income                        | 43%   |
| Net interest margin                | 5.6%  |
| Interest income/ interest expenses | 154%  |

\* на 27.11.2008

Источник: Bloomberg, Национальный Банк Украины, Ассоциация Украинских Банков, Оценка Сократа

Рисунок 12. Доходность еврооблигаций Укрсоцбанка в сравнении с другими Украинскими еврооблигациями



Источник: Bloomberg, Оценка Сократа

## Мироновский хлебопродукт (MHPSA)

### Информация о еврооблигациях

- В настоящее время на LSE торгуется один выпуск еврооблигаций Мироновского Хлебопродукта. Объем эмиссии- 250 млн долл., дата погашения – 30.11.2011, ставка купона – 10.25%, доходность к погашению – 39.1%. Купон выплачивается 2 раза в год.

### Обзор компании

- Мироновский Хлебопродукт, в сравнении с другими Украинскими компаниями этого сектора, является высоконадежным заемщиком с международными рейтингами -/B2/B.
- Вертикальная интеграция дает компании возможность экономить средства. Кроме того собственные поставщики продукции защищают компанию от увеличения цен и возможных сбоев поставок. К тому же компания имеет возможность контролировать качество выпускаемой продукции.
- Активы Мироновского Хлебопродукта полностью модернизированы и соответствуют европейским стандартам. Общие инвестиции в комплекс по переработке птицы составили 600 млн долл. Этот комплекс будет являться одним из самых больших в Европе, с мощностью производства в 200 тыс тонн.
- Мироновский Хлебопродукт приобрел корпоративные права на аренду 150 тыс гектаров земли, которые в случае принятия соответствующего закона Украинским парламентом, станут ценным активом, который также будет возможно заложить в банке для получения кредитов. Компания имеет преимущественные права на приобретение земли, которую она арендует. Кроме того, договора долгосрочной аренды в случае отмены моратория на продажу земли позволят компании равномерно осуществлять выкуп земли на протяжении долгого периода.
- Выручка Мироновского Хлебопродукта увеличилась на 35% CAGR на протяжении 2005-2007 гг. Маржа EBITDA компании в 2007 году составляла 34.3%, что существенно выше, чем средняя 12% маржа конкурентов.
- Среднее потребление мяса в Украине, 45 кг на душу населения в год, - существенно ниже, чем биологическая норма (75 кг), кроме того, потребление на душу населения в России на 20% выше (54 кг). Это позволяет нам говорить о перспективах роста Украинского рынка птицы.
- Мироновский Хлебопродукт занимает прочное положение на Украинском рынке птицы (13% рынка), что, в свою очередь, принесет компании прибыль от растущего рынка. Сверх того, мы ожидаем, что в связи с глобальной рецессией потребители изменят свои предпочтения в сторону более дешевого мяса – птицы.
- Рассмотрев текущее положение Мироновского Хлебопродукта, его долгосрочный и краткосрочный долг, учитывая предполагаемый увеличивающийся спрос на продукцию компании, мы считаем, что вероятность дефолта по бумагам этой компании крайне мала и еврооблигации этой компании являются существенно недооцененными.

## MHPSA (-/B2/B)

### Еврооблигации

|                          |              |
|--------------------------|--------------|
| Код ISIN                 | USL6366MAA10 |
| Объем эмиссии, млн долл. | 250          |
| Купонная ставка, %       | 10.25        |
| Периодичн. выплаты       | S/A          |
| Погашение                | 2011         |
| Дюрация, лет*            | 2.08         |
| Торговая площадка        | LSE          |
| Текущая цена*            | 51.5         |
| Доходн. к погаш, %*      | 39.1         |

### Performance

| млн грн.     | 2005  | 2006  | 2007  |
|--------------|-------|-------|-------|
| Revenues     | 262.7 | 314.6 | 477.7 |
| EBITDA       | 145   | 140.8 | 163.8 |
| EBIT         | 129.8 | 117.0 | 118.9 |
| Net income   | 125.9 | 100.5 | 46.79 |
| Total Assets | 377.5 | 830.1 | 952.5 |
| Book Value   | 228.7 | 366.9 | 419.4 |
| Net Debt     | 88.3  | 376.2 | 457.3 |

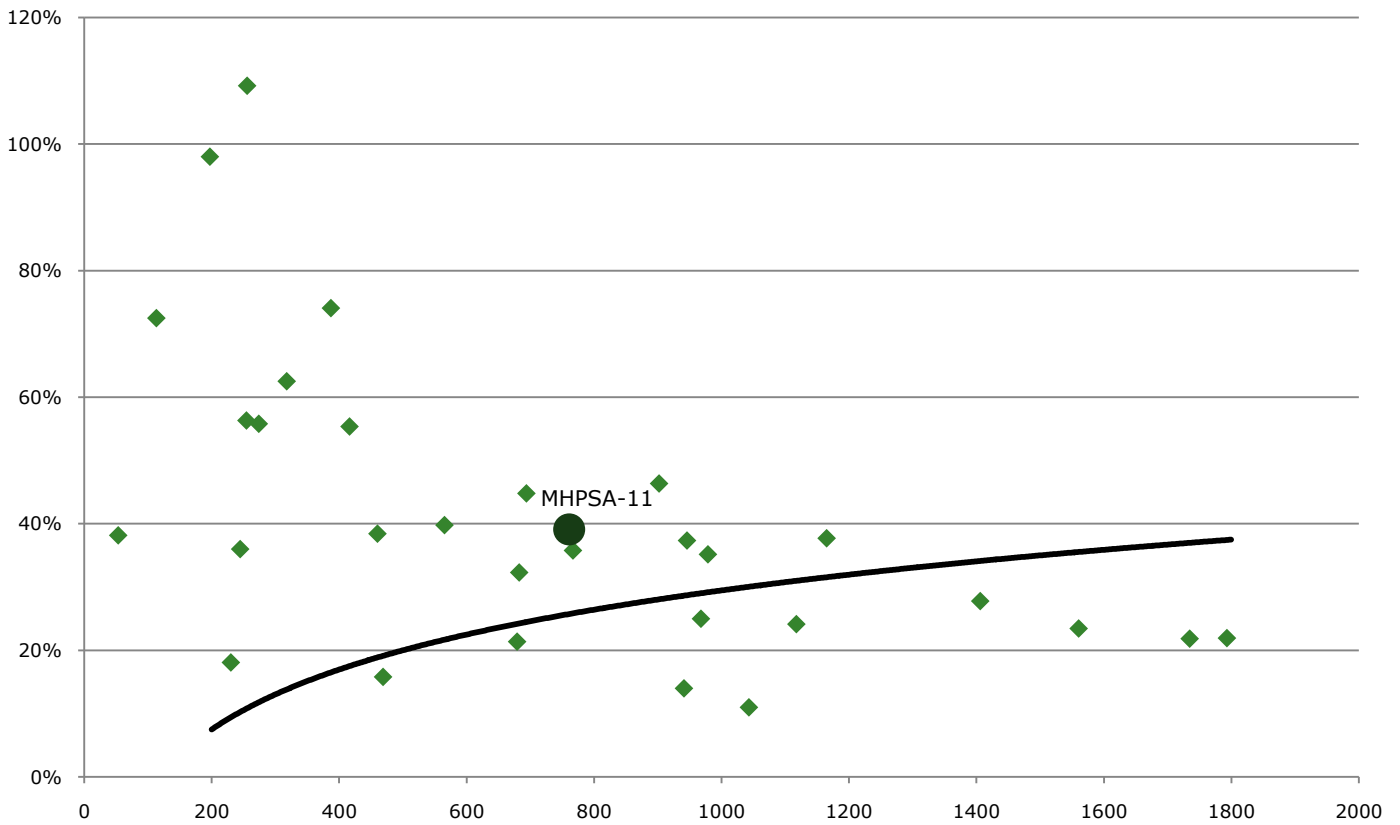
### Показатели

|                 |     |
|-----------------|-----|
| EBITDA margin   | 34% |
| Net margin      | 25% |
| ROE             | 18% |
| Net Debt/EBITDA | 2.8 |

\* на 27.11.2008

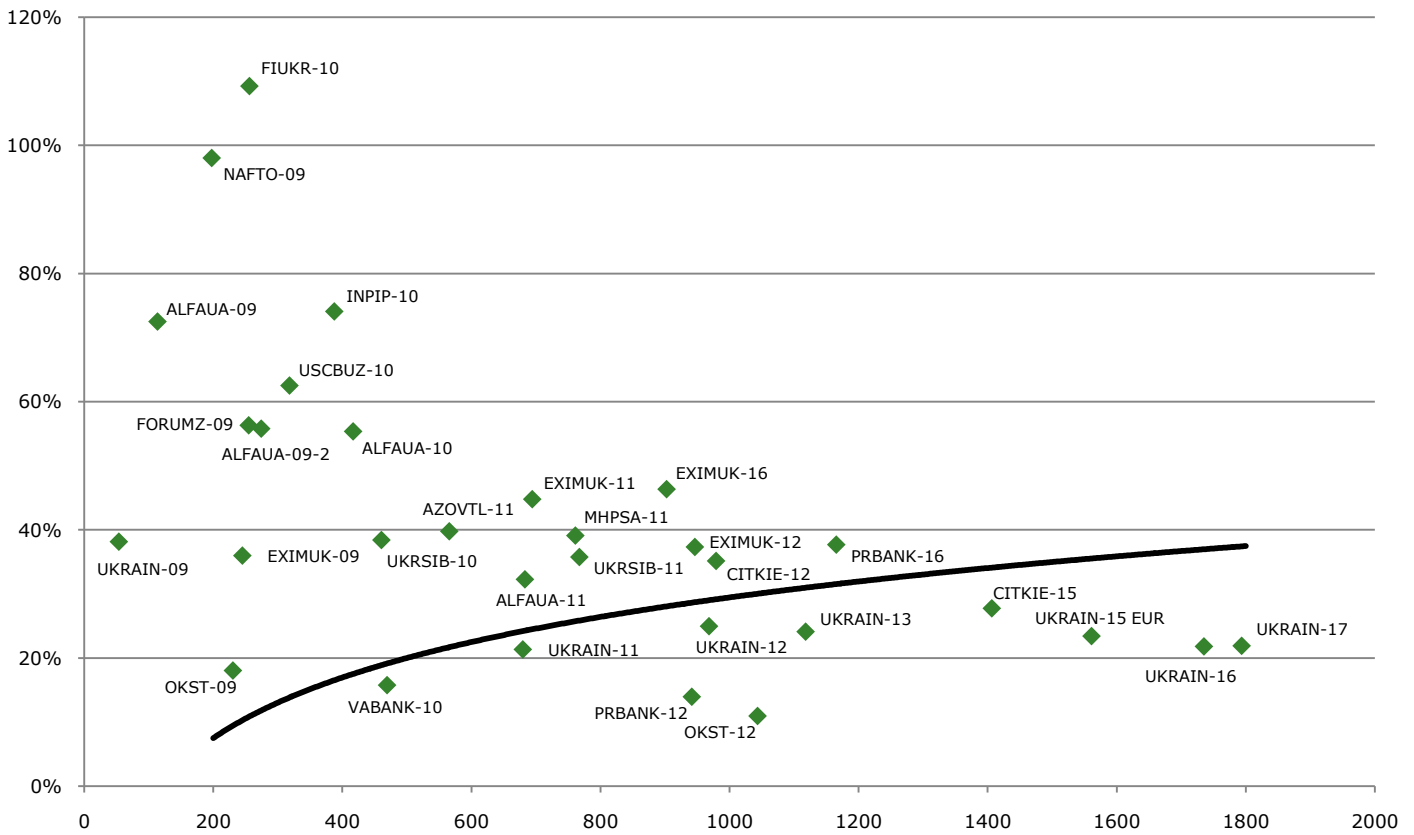
Источник: Bloomberg, Информация компании, Оценка Сократа

Рисунок 13. Доходность еврооблигаций Мироновского Хлебопродукта в сравнении с другими Украинскими еврооблигациями



Источник: Bloomberg, Оценка Сократа

Рисунок 14. Карта доходности Украинских еврооблигаций



Источник: Bloomberg, Оценка Сократа

Рисунок 15. Украинские еврооблигации

| Тиккер        | Эмитент            | ISIN         | Купон             | Период | Объем, млн долл | Дюрация, лет | Дата погаш. | Тип      | YTM     | Цена | Рейтинг эмитента |
|---------------|--------------------|--------------|-------------------|--------|-----------------|--------------|-------------|----------|---------|------|------------------|
| ALFAUA-09     | Альфа банк Украина | XS0360836380 | 9.75%             | S/A    | 100             | 0.31         | 04.05.2009  | Bullet   | 72.50%  | 80.0 | B/Ba3/-          |
| ALFAUA-09-2   | Альфа банк Украина | XS0279930449 | 9.75%             | S/A    | 345             | 0.75         | 22.12.2009  | Bullet   | 55.80%  | 66.5 | B/Ba3/-          |
| ALFAUA-10     | Альфа банк Украина | XS0311816234 | 9.25%             | S/A    | 450             | 1.14         | 26.07.2010  | Bullet   | 55.37%  | 53.8 | B/Ba3/-          |
| ALFAUA-11     | Альфа банк Украина | XS0379139529 | 12.00%            | S/A    | 250             | 1.87         | 11.08.2011  | Puttable | 32.30%  | 65.1 | B/Ba3/-          |
| AZOVTL-11     | Азовсталь          | XS0244470570 | 9.13%             | S/A    | 175             | 1.55         | 28.02.2011  | Callable | 39.79%  | 43.5 | B/B1/-           |
| CITKIE-12     | Киев               | XS0332748077 | 8.25%             | S/A    | 250             | 2.68         | 26.11.2012  | Bullet   | 35.17%  | 44.5 | B/B1/B+          |
| CITKIE-15     | Киев               | XS0233620235 | 8.00%             | S/A    | 250             | 3.85         | 06.11.2015  | Bullet   | 27.78%  | 40.5 | B/B1/B+          |
| EXIMUK-09     | Укрэксимбанк       | XS0201281192 | 7.75%             | S/A    | 250             | 0.67         | 23.09.2009  | Bullet   | 36.00%  | 81.5 | -/B2/B+          |
| EXIMUK-11     | Укрэксимбанк       | XS0267147881 | 7.65%             | S/A    | 500             | 1.90         | 07.09.2011  | Bullet   | 44.80%  | 44.1 | -/B2/B+          |
| EXIMUK-12     | Укрэксимбанк       | XS0230955642 | 6.80%             | S/A    | 250             | 2.59         | 04.10.2012  | Bullet   | 37.35%  | 40.1 | -/B2/B+          |
| EXIMUK-16     | Укрэксимбанк       | XS0243733127 | 8.40%             | S/A    | 125             | 2.47         | 09.02.2016  | Callable | 46.36%  | 22.1 | -/B2/B+          |
| FIUKR-10      | ПУМБ               | XS0287015787 | 9.75%             | S/A    | 275             | 0.70         | 16.02.2010  | Bullet   | 109.22% | 40.5 | -/B2/B           |
| FORUMZ-09     | АКБ "Форум"        | XS0272333096 | 10.00%            | S/A    | 100             | 0.70         | 30.10.2009  | Bullet   | 56.32%  | 70.0 | -/B2/B+          |
| INP IP-10     | Интертайп          | XS0310283709 | 8.75%             | S/A    | 200             | 1.06         | 02.08.2010  | Bullet   | 74.08%  | 42.5 | -/-/B            |
| MHPSA-11      | Миронвский хлеб.   | USL6366MAA10 | 10.25%            | S/A    | 250             | 2.08         | 30.11.2011  | Callable | 39.13%  | 51.5 | -/B2/B           |
| NAFTO-09      | Нафтогаз Украины   | XS0202078688 | 8.13%             | S/A    | 500             | 0.54         | 30.09.2009  | Bullet   | 98.01%  | 55.5 | -/B1/B           |
| OKST-09       | Киевстар GSM       | XS0198267329 | 10.38%            | S/A    | 266             | 0.63         | 17.08.2009  | Bullet   | 18.08%  | 95.0 | BB-/-/           |
| OKST-12       | Киевстар GSM       | XS0217919462 | 7.75%             | S/A    | 175             | 2.86         | 15.04.2012  | Bullet   | 10.99%  | 91.0 | BB-/-/           |
| PRBANK-12     | Приватбанк         | XS0285182266 | 8.00%             | S/A    | 500             | 2.58         | 06.02.2012  | Bullet   | 13.99%  | 85.0 | B-/B2/B          |
| PRBANK-16     | Приватбанк         | XS0242939394 | 8.75%             | S/A    | 150             | 3.19         | 09.02.2016  | Callable | 37.71%  | 35.1 | B-/B2/B          |
| UKRAIN-09     | Украина            | XS0198247305 | 6m LIBOR + 3,375% | S/A    | 500             | 0.15         | 05.08.2009  | Bullet   | 38.17%  | 84.0 | B/B1/B+          |
| UKRAIN-11     | Украина            | XS0187564801 | 6.88%             | S/A    | 600             | 1.86         | 04.03.2011  | Bullet   | 21.37%  | 75.0 | B/B1/B+          |
| UKRAIN-12     | Украина            | XS0305394941 | 6.39%             | S/A    | 500             | 2.65         | 26.06.2012  | Bullet   | 24.99%  | 57.7 | B/B1/B+          |
| UKRAIN-13     | Украина            | XS0170177306 | 7.65%             | S/A    | 1,000           | 3.06         | 11.06.2013  | Bullet   | 24.14%  | 56.0 | B/B1/B+          |
| UKRAIN-15 EUR | Украина            | XS0232329879 | 4.95%             | A      | 600             | 4.27         | 13.10.2015  | Bullet   | 23.45%  | 39.6 | B/B1/B+          |
| UKRAIN-16     | Украина            | XS0276053112 | 6.58%             | S/A    | 1,000           | 4.75         | 21.11.2016  | Bullet   | 21.84%  | 43.5 | B/B1/B+          |
| UKRAIN-17     | Украина            | XS0330776617 | 6.75%             | S/A    | 700             | 4.91         | 14.11.2017  | Bullet   | 21.93%  | 41.5 | B/B1/B+          |
| UKRSIB-10     | Укрсиббанк         | XS0312018020 | 7.38%             | S/A    | 200             | 1.26         | 23.07.2010  | Bullet   | 38.43%  | 64.5 | -/B2/B+          |
| UKRSIB-11     | Укрсиббанк         | XS0278743710 | 7.75%             | S/A    | 500             | 2.10         | 21.12.2011  | Bullet   | 35.78%  | 50.3 | -/B2/B+          |
| USCBUZ-10     | Укрсоцбанк         | XS0286235774 | 8.00%             | S/A    | 400             | 0.87         | 22.02.2010  | Bullet   | 62.52%  | 57.5 | B/Ba3/B+         |
| VABANK-10     | VAB банк           | XS0303241615 | 10.13%            | S/A    | 125             | 1.28         | 14.06.2010  | Bullet   | 15.80%  | 92.5 | -/-/B-           |

Источник: Bloomberg, Оценка Сократа

**ЗАО ФК «Сократ»**

Бизнес-центр «Парус»,  
ул. Мечникова, 2, 8 этаж.  
Киев, 01601, Ukraine  
Telephone/Fax: +380 44 498-49-10  
<http://www.sokrat.com.ua>  
[contact@sokrat.com.ua](mailto:contact@sokrat.com.ua)

## Sales & Trading:

**Constantine Lisnychy**

International and Domestic Clients  
[lisnychy@sokrat.com.ua](mailto:lisnychy@sokrat.com.ua)  
tel (+38-044) 207-0103

**Artem Razgovorov**

International Equity Sales  
[razgovorov@sokrat.com.ua](mailto:razgovorov@sokrat.com.ua)  
tel (+38-044) 207-0100

**Vladimir Ponomarenko**

Domestic Clients  
[ponomarenko@sokrat.com.ua](mailto:ponomarenko@sokrat.com.ua)  
tel (+38-044) 207-0102

## Research:

**Konstantin Stepanov**

Head of Research, Equity Strategy, Telecommunications  
[stepanov@sokrat.com.ua](mailto:stepanov@sokrat.com.ua)

**Aleksandr Topachevskiy**

Pharmaceuticals, Construction  
[topachevskiy@sokrat.com.ua](mailto:topachevskiy@sokrat.com.ua)

**Dmitry Khoroshun**

Metals & Mining, Chemicals, Oil & Gas  
[khoroshun@sokrat.com.ua](mailto:khoroshun@sokrat.com.ua)

**Marat Krinsky**

New Markets  
[krinsky@sokratasia.uz](mailto:krinsky@sokratasia.uz)

**Mykhaylo Salnykov**

Macroeconomics, Fixed Income  
[salnykov@sokrat.com.ua](mailto:salnykov@sokrat.com.ua)

**Roman Sirotyan**

Financial Services  
[sirotyan@sokrat.com.ua](mailto:sirotyan@sokrat.com.ua)

**Sergiy Nevmerzhytskyi**

Energy, New Markets, Macroeconomics  
[snev@sokrat.com.ua](mailto:snev@sokrat.com.ua)

**Shauna McLarnon**

Editor  
[mclarnon@sokrat.com.ua](mailto:mclarnon@sokrat.com.ua)

**Valeria Kotsur**

New Markets  
[kotsur@sokrat.com.ua](mailto:kotsur@sokrat.com.ua)

**Yulia Nosal**

Agriculture, Consumer Goods  
[nosal@sokrat.com.ua](mailto:nosal@sokrat.com.ua)

All facts and opinions expressed in this document are based on the information available as of the report date (see upper right corner of every page). The information contained herein is solely for information purposes only and should not be construed as an offer or solicitation of an offer to buy or sell any securities and should not be considered as a recommendation to any such actions. The facts and opinions presented in this document are based on the information obtained from sources believed to be reliable and in good faith. Considering all above-mentioned, the user of this report should not rely solely on the information contained herein and should conduct their own research and analysis before making any investment decisions. Investment Group "Sokrat", its subsidiaries and affiliates is under no liability for the use of all or any information contained in this document and any investment decisions related to it. Investment into the Ukrainian economy and Ukrainian securities is risky. Thus, it is highly recommended to conduct an independent analysis of financial and other relevant information prior to making any investment decisions. Unauthorized copying, distribution or publication of all or any part of this document is strictly prohibited.