

Стратегия для украинского рынка облигаций

Артем Кость, kost@ufc-capital.com

16 июня 2009 г.

Ликвидность

Одной из основных новостей прошедшей недели стало снижение Национальным банком Украины учетной ставки с 12% до 11%. Хотя данная мера и носит скорее номинальный характер, так как ключевую роль в регулировании денежной массы в стране этот инструмент не играет, тем не менее, данный факт необходимо рассматривать в первую очередь как определенный сигнал. Кроме того, НБУ понизил ставки по активным операциям на 2 процентных пункта: по кредитам «овернайт» под обеспечение государственными ценными бумагами – до 16% годовых, без обеспечения – до 18% годовых.

Отметим, что в данном случае НБУ скорее следует за рыночными тенденциями, а не пытается на них повлиять. Снижение учетной ставки – это в первую очередь реакция регулятора на существенное снижение стоимости краткосрочных кредитов на межбанке, а не реальный механизм дальнейшего удешевления денежного ресурса. Именно поэтому изменение учетной ставки в Украине в отличие от стран с развитой экономикой менее важное событие и имеет совсем иной смысл.

Межбанковский рынок на это снижение ставки практически никак не отреагировал, так как основные тенденции остались без изменений. Остатки коммерческих банков на корреспондентских счетах уже больше недели стабильно держатся выше 20 млрд. грн. Ставка «овернайт» вновь немного снизилась, достигнув уровня 2.01%. Более длинные ресурсы со сроком в 7 и 14 дней подорожали до 4.6% и 10% соответственно.

Кроме того, на прошлой неделе стали известны подробности плана рекапитализации частных проблемных банков за счет государства. В список попали «Укргазбанк», «Родовид Банк» и банк «Киев», которые в результате допэмисии получают 3.2 млрд. грн., 2.8 млрд. грн. и 3.6 млрд. грн. соответственно. Мы уже писали о том, что этот механизм позволит рассчитаться с вкладчиками вышеперечисленных банков и снизит степень обеспокоенности клиентов других финансовых учреждений, что станет позитивным фактором для нормализации условий работы всей системы.

Прогноз: по нашему мнению, НБУ должен был начать снижение учетной ставки гораздо раньше, когда рынку был необходим сигнал о том, что регулятор готов предоставить дешевый денежный ресурс для поддержания ликвидности банковской системы. На данный момент основной угрозой является как раз то, что дополнительная денежная масса, эмитированная НБУ, может очень быстрыми темпами перераспределиться в сферу потребления, что существенно повысит риски высокой инфляции. В таком случае НБУ будет вынужден отработать эффективный механизм оперативного сужения денежной массы.

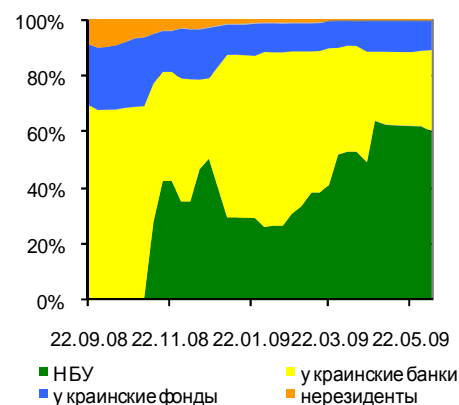
Межбанковский рынок: ставки и остатки на корреспондентских счетах банков



Основные индикаторы			
	15.06	09.06	Изм.
Овернайт	2.01%	2.14%	-0.13 п.п.
1 неделя	4.63%	2.00%	+2.63 п.п.
2 недели	10.00%	3.00%	+7.00 п.п.
UAH/USD	7.61140	7.61190	-0.01%
UAH/EUR	10.65901	10.79139	-1.23%
UAH/RUR	0.24622	0.24801	-0.72%

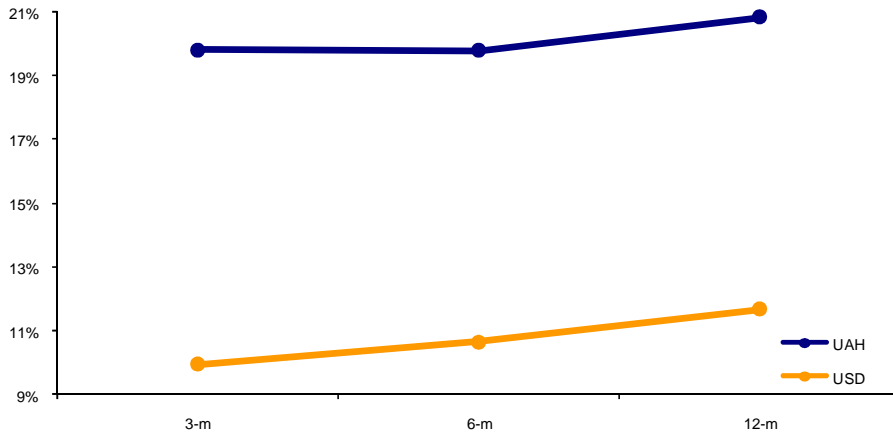
Ставки-ориентиры UFC по облигациям			
	15.06	09.06	Изм.
Корпоративные	88.3%	88.4%	-0.1 п.п.
Банковские	103.5%	103.5%	0.0 п.п.
Муниципальные	48.5%	48.4%	+0.1 п.п.
UFC депозит в UAH	20.2%	20.2%	0.0 п.п.
UFC депозит в USD	10.9%	10.9%	0.0 п.п.

Держатели ОВГЗ



Депозитные ставки

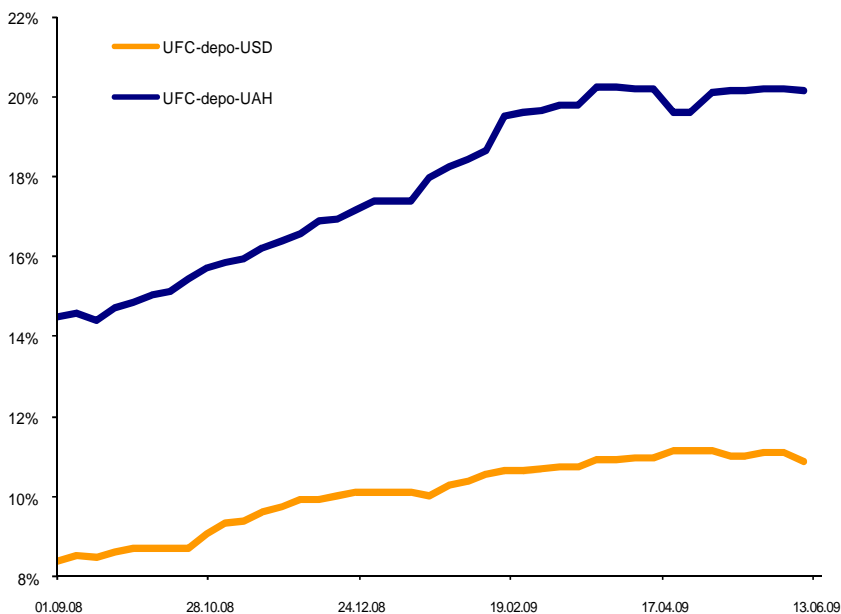
Кривая доходности по депозитам в грн. и долл. США



Коммерческие банки не спешат снижать депозитные ставки по своим программам, как для юридических, так и физических лиц, однако, скорее всего, могут начать этот процесс в скором будущем. По крайней мере ситуация на межбанковском рынке этому полностью способствует. Отметим, что несколько крупных банков уже успели заявить, что могут пересмотреть свои депозитные ставки в гривне и в долларах США в сторону понижения в ближайшем времени в связи с изменениями учетной ставки НБУ и улучшением ситуации с ликвидностью в системе.

На прошлой неделе индексы UFC-depo-USD и UFC-depo-UAH оставались без изменений.

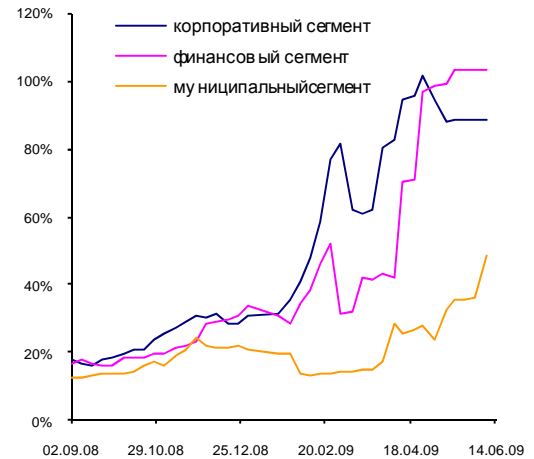
Динамика депозитных ставок в грн. и долл. США



Государственные ценные бумаги

На рынке украинских суверенных облигаций номинированных в иностранной валюте на прошлой неделе особых изменений не произошло. Как и прежде ставкой-ориентиром для бумаг с погашением в августе можно считать эффективную доходность в 33%-34%. По нашему мнению, своевременное погашение этого выпуска в полном объеме изменит отношение инвесторов к размеру премии за риск по украинским государственным еврооблигациям.

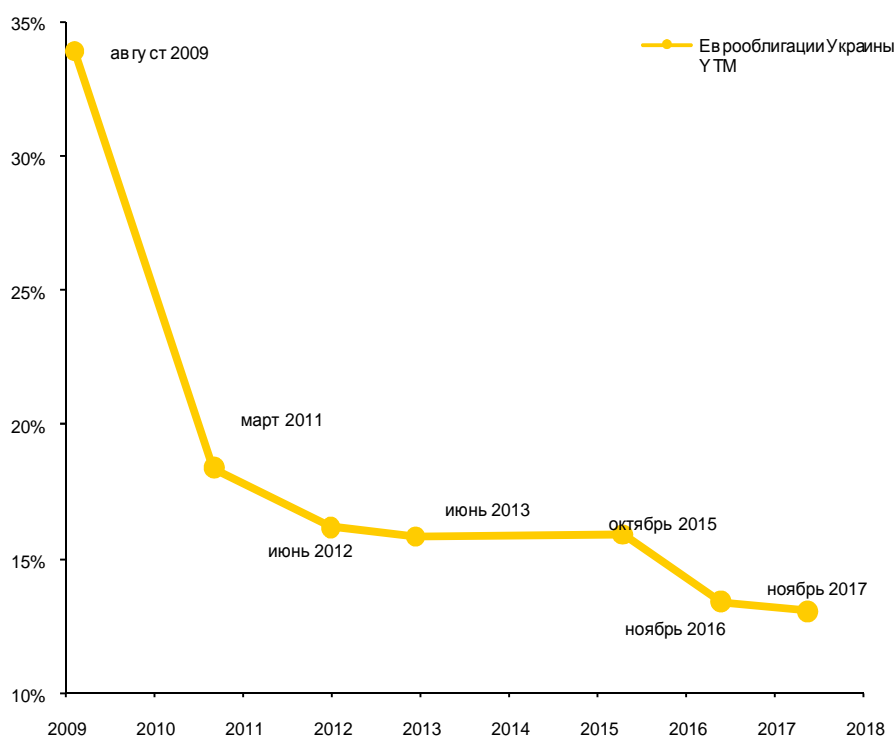
Ставки-ориентиры доходности к погашению украинских облигаций



Календарь облигаций: 17.06.2009-24.06.2009

Купонные платежи		
18.06.09	ODGBC2	Донгорбанк, 3-С
18.06.09	OALFH	Альфа-Банк, 1-Н
18.06.09	OUTSTA	ЮТиСТ, 1-А
19.06.09	ODONCD	Донецк, 1-Д
19.06.09	OLUGC	Луганск, 1-С
20.06.09	OLTSKA	Луцк, 1-А
21.06.09	OPRXBB	Правэкс-Банк, 1-В
22.06.09	-	Сведбанк, 1-С
22.06.09	ONRBD	Сбербанк России (Украина), 1-Д
22.06.09	COPUMB	Первый Украинский Международный Банк, 1-А
23.06.09	ORODBA	Родовид Банк, 1-А
23.06.09	OUGZBD	Укргазбанк, 1-Д
23.06.09	OUGZBE	Укргазбанк, 1-Е
23.06.09	OALFD	Альфа-Банк, 1-Д
23.06.09	OSBMB	Спецстроймонтаж, 1-В
24.06.09	OLVIVB	Львов, 1-В
24.06.09	COPLIC	Оптимиз-лизинг, 1-С
24.06.09	OZAPRG	Запорожье, 1-Г
24.06.09	22004	ОВГЗ, 05.05.2010
24.06.09	-	Запорожье, 1-Н
24.06.09	14377	ОВГЗ, 23.06.2010
Погашение/ досрочный выкуп		
18.06.09	ODGBC2	Донгорбанк, 3-С
21.06.09	ODONCB	Донецк, 1-В
22.06.09	COPUMB	Первый Украинский Международный Банк, 1-А
22.06.09	ONRBD	Сбербанк России (Украина), 1-Д
23.06.09	OSBMB	Спецстроймонтаж, 1-В
24.06.09	-	Цукровик Полтавщины, 1-В

Кривая доходности еврооблигаций Украины



Министерство финансов Украины провело новый первичный аукцион по продаже ОВГЗ, на котором были размещены бумаги на общую сумму почти в 474 млн. грн. Большая часть этого объема пришлась на трехмесячные облигации, доходность при первичном размещении которых составила 18,3%. Отметим, что на прошлой неделе правительство утвердило механизм сделок «репо» с ОВГЗ, согласно которому государство будет выкупать госбумаги за счет средств единого казначейского счета по результатам специального аукциона.

Прогноз: в случае, если правительству удастся запустить полноценную работу рынка «репо»-сделок с ОВГЗ, это будет способствовать повышению ликвидности гособлигаций и расширит возможности их держателей в привлечении краткосрочного финансирования.

Корпоративные облигации

Украинский рынок корпоративных облигаций не подает признаков восстановления активности. Инструменты, котирующиеся на этом рынке, проигрывают ОВГЗ как в надежности, так и в ликвидности. Не добавляют оптимизма инвесторам и объявления о технических дефолтах эмитентов из разных отраслей, поэтому интерес вызывают лишь бумаги компаний, которые предлагают выгодные условия реструктуризации обязательств.

Общий объем торгов корпоративными бумагами за пять дней составил 16,6 млн. грн., которые были обеспечены сделками по восьми позициям. Отраслевые ставки-ориентиры за неделю существенно не изменились, а расчет этих показателей в условиях очень невысокой ликвидности рынка делает их менее релевантными.

Практика неисполнения своих обязательств по оферте с последующей реструктуризацией все чаще используется украинскими банками,

Рейтинг украинских облигаций (внутренняя методология*)		
Корпоративные		
Агромат, 1-A	OAGMTA	ufcBB
Амстор, 1-D	OAMSD	ufcBB
Аэропорт Борисполь, 3-A	OMABA3	ufcA
Богдан, 1-A	OLUAZA	пересмотр
Галичина, 1-C	OGLCHC	ufcB
Галнафтогаз, 1-E	ONGGE	ufcBB+
Имидж Холдинг, 1-B	OIMHLB	ufcBB
Караван, 1-A	OKRVNA	ufcSD
Кировоградоблэнерго, 1-A	OKIONA	ufcBB
Кonti, 1-B	OKKOA	ufcB
МАУП, 1-A	OMAUPA	ufcBB
Подилля, 1-A	OPDILA	пересмотр
Севастопольэнерго, 2-A	OSENA2	ufcBB
Сумыхимпром, 1-A	OSUMHA	ufcB
Фаворит, 1-A	OTNFA	ufcBB
ХАРП Трейдинг, 1-B	OHRTVB	ufcBB
Хлебпром, 1-D	OHLPD	ufcBB
ЮТиСТ, 1-A	OUTSTA	ufcSD
Финансовые		
Альфа Банк, 1-F	OALFF	ufcBB
Банк Хрещатик, 1-E	OBXRE	ufcBBB
Донгорбанк, 3-B	ODGBB3	ufcBB
Имэксбанк, 1-A	OIMEXA	ufcBB
Кредитпромбанк, 1-F	COKPBF	пересмотр
Правэкс-Банк, 1-A	OPRXBA	ufcB
ПУМБ, 1-A	COPUMB	ufcBB
Райффайзен Банк Аваль, 1-B	OBVLB	ufcA
Родовид Банк, 1-D	CORODD	ufcBB
Сбербанк России (Украина), 1-D	ONRBD	ufcB
Укргазбанк, 1-C	COUGZC	ufcBB
Укрсоцбанк, 1-E	COUSCE	ufcA
Форум, 1-C	OFORB	ufcBBB

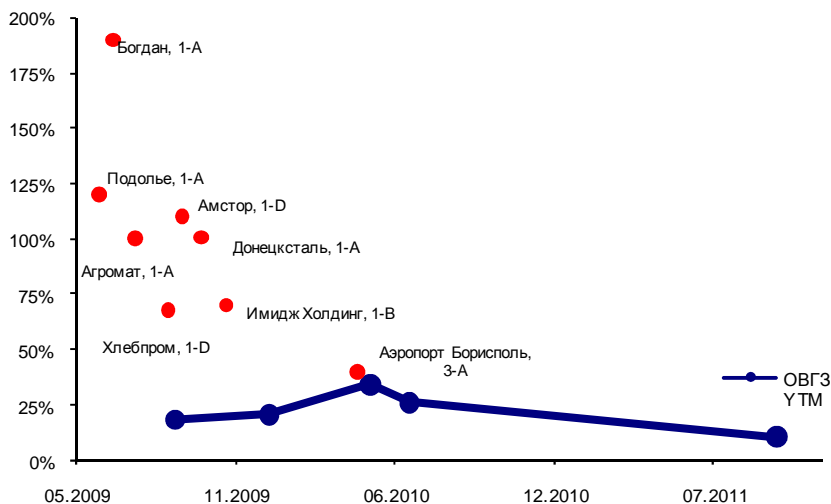
* - Для получения более подробной информации о внутренней методологии UFC Capital, используемой для определения рейтинга корпоративных облигаций, воспользуйтесь ссылкой ниже:

http://www.ufc-capital.com/ru/analysis/bonds_rate.htm

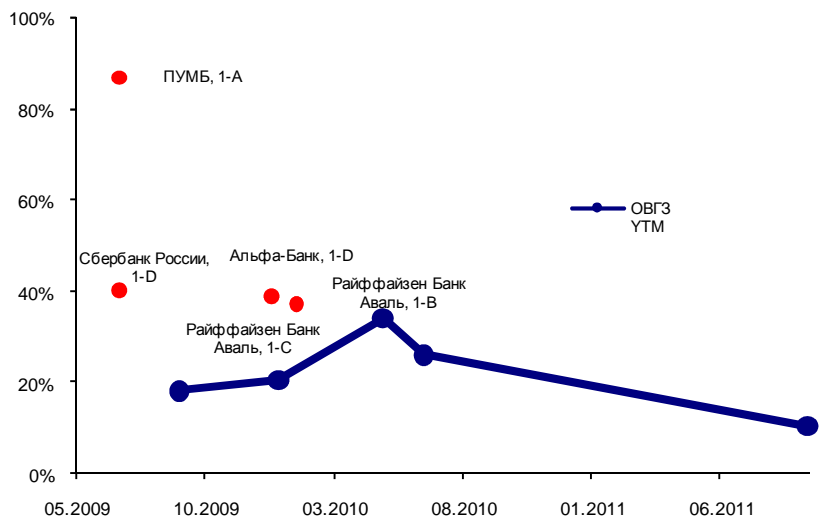
которые испытывают трудности с погашением своих облигационных займов. На прошлой неделе стало известно о дефолте «Кредитпромбанка», который оказался не в состоянии исполнить оферту по своим облигациям серии 1-F. Отметим, что предлагаемые банком условия реструктуризации выглядят непривлекательно для держателей, так как основная часть долга переносится на отдаленные периоды.

Кривая доходности ОВГЗ и эффективная доходность к погашению корпоративных облигаций

Украинский рынок облигаций (08.06.2009-12.06.2009)				
ПФТС	Компания	Купон	Объем, млн. грн.	Эфф. ставка к погашению
OPDILA	ПК Подолье, 1-A	20.00%	6.00	49.79%
OLUAZA	Богдан, 1-A	14.00%	3.30	-
OBVLC	Райффайзен Банк Аваль, 1-C	13.50%	2.97	-
OSCHDB	Ощадбанк, 1-B	10.50%	1.75	-
OVTBB	ВТБ Банк, 1-B	16.50%	1.66	-
OMAUPA	МАУП, 1-A	20.00%	0.79	-
OROMA	Рома, 1-A	15.00%	0.10	17.00%
OGLCHC	Галичина, 1-C	23.00%	0.01	-



Кривая доходности ОВГЗ и эффективная доходность к погашению банковских облигаций



Прогноз: Намечившаяся тенденция к увеличению случаев реструктуризации облигационных обязательств пока не имеет оснований прекратиться в ближайшем времени. Отметим, что наряду с эмитентами, действительно не имеющими финансового ресурса для исполнения оферт и погашения номинала облигаций, к реструктуризации прибегают и относительно устойчивые в финансовом плане компании. Мотивация таких эмитентов объясняется тем, что обычные источники финансирования текущей деятельности для них сейчас закрыты, а продление срока обращения облигаций дает им возможность восполнить соответствующую потребность.

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
Старший аналитик
gorovoy@ufc-capital.com

Артём Кость
Старший аналитик
kost@ufc-capital.com

Александр Лышень
Переводчик
lyshen@ufc-capital.com

© 2009 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.