Еврооблигации Украины: от кредитных нот до секьюритизации

Константин Васильев

Рынок еврооблигаций Украины показал значительное развитие за последние три года. Из узкого сегмента еврооблигаций суверенного заемщика рынок вырос до полного спектра сделок от кредитных нот до секьюритизации для эмитентов из самых различных отраслей.

ИСТОРИЯ РЫНКА

Емкость рынка украинских еврооблигаций по состоянию на середину марта 2007 года составляла около 11.5 млрд долларов. На рынке в обращении находится 41 эмиссия 22 украинских эмитентов.

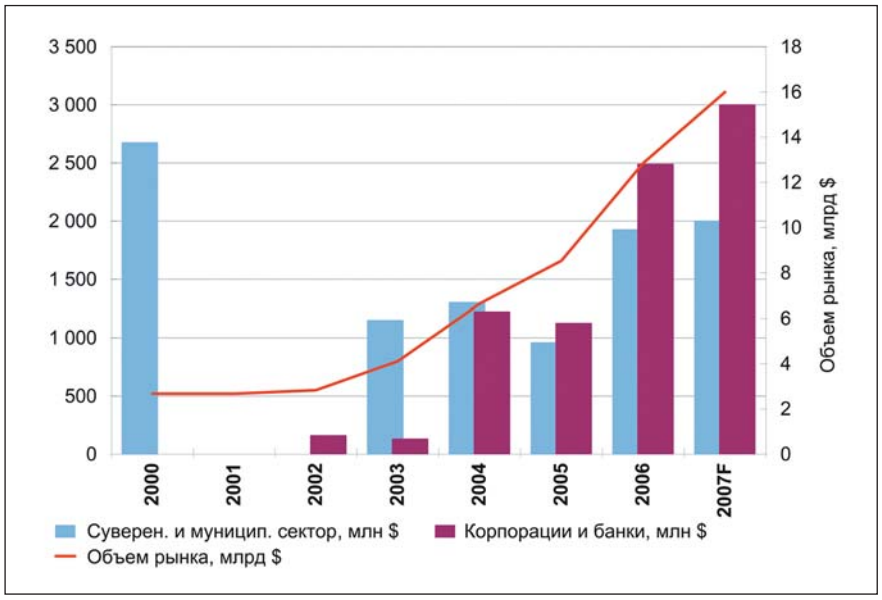
Рынок украинских евробондов существует с 1997 года, но до 2000 года он был представлен только небольшими краткосрочными суверенными еврооблигациями. В 2000 году в ходе реструктуризации внешнего долга Украина выпустила индикативные амортизируемые семилетние еврооблигации, объем которых с учетом более позднего довыпуска составил 1.133 млрд евро и 1.3 млрд долларов, а доходность — 10% и 11% соответственно. Таким образом, на рынке появился первый бенчмарк. Но реально о появлении украинского рынка еврооблигаций можно говорить с 2003 года, когда на рынок вышло два корпоративных заемщика, а также город Киев. В этом же году Украина вышла на рынок с новым индикативным десятилетним выпуском.

До 2005 года украинский рынок был представлен преимущественно суверенным и квазисуверенным долгом. С 2005 года основной тенденцией на рынке стал рост корпоративного долга: объем новых корпоративных эмиссий начал превышать объем суверенных и муниципальных эмиссий, и мы ожидаем усиление данной тенденции в дальнейшем. В марте 2007 года объем корпоративных бумаг в обращении превысил объем суверенных и достиг 6 млрд долларов.

Тем не менее, суверен по-прежнему остается законодателем моды на рынке. Это единственный украинский эмитент, занимающий в евро и протестировавший в 2006 году швейцарские франки и японские иены (хотя относительно последних двух сделок в «экзотических» валютах у участников рынка нет четкого мнения, зачем нужны были данные выпуски и будут ли они иметь положительный экономический эффект). Общий объем заимствований Украины в валютах, отличных от доллара США, составляет около 1.7 млрд долларов.

Наибольший рост, как и в других странах СНГ, в последнее время показывает банковский сегмент, увеличившийся с конца 2005 года почти в 3 раза до 4 млрд долларов или трети всего украинского рынка евробондов. Корпоративный сегмент также активно развивается и по количеству эмитентов на рынке не уступает банковскому — на рынке присутствуют компании практически из всех ведущих отраслей страны.

Рис. 1 Динамика размещения еврооблигаций различными секторами экономики и объем рынка



Обращающиеся выпуски еврооблигаций украинских эмитентов, март 2007

Бумага	Объем эмиссии (млн.) / Валюта	Дата погашения
АЗОВСТАЛЬ, 2011 (LPN)	175 /USD	28.02.2011
АКБ Форум, 2009 (LPN)	100 /USD	30.10.2009
Альфа-Банк Украина, 2009 (LPN)	345 /USD	22.12.2009
Банк «Финансы и Кредит», 2010 (LPN)	100 /USD	25.01.2010
Банк «Надра», 2008 (LPN)	100 /USD	04.11.2008
ЗАЗ, 2009 (CLN)	125 /USD	21.12.2009
ИСД, 2010 (LPN)	150 /USD	23.09.2010
Киев, 2008 (LPN)	150 /USD	08.08.2008
Киев, 2011 (LPN)	200 /USD	15.07.2011
Киев, 2015 (LPN)	250 /USD	06.11.2015
Киевстар Дж.Ес.Ем., 2009 (LPN)	266.42/USD	17.08.2009
Киевстар Дж.Ес.Ем., 2012 (LPN)	175 /USD	15.04.2012
Мироновский хлебопродукт, 2011 (LPN)	250 /USD	30.11.2011
Нафтогаз Украины, 2009 (LPN)	500 /USD	30.09.2009
ПриватБанк, 2012 (LPN)	500 /USD	06.02.2012
ПриватБанк, 2016 (LPN)	150 /USD	09.02.2016
ПриватБанк, 2031-A (RMBS)	134.1/USD	15.12.2031
ПриватБанк, 2031-BC (RMBS)	45.9/USD	15.12.2031
ПУМБ, 2010 (LPN)	150 /USD	16.02.2010
Райффайзен Банк Аваль, 2007 (CLN)	100 /USD	23.05.2007
Союз-Виктан, 2008 (CLN)	70 /USD	26.03.2008
Стирол, 2008 (LPN)	125 /USD	19.08.2008
Украина, 2010, JPY	35100 /JPY	19.12.2010
Украина, 2016	1000/USD	21.11.2016
Украина, 2018, CHF	384 /CHF	15.09.2018
Украина, 2018-2, CHF	384 /CHF	15.09.2018
Украина, Ukr USD '09 (FRN)	500 /USD	05.08.2009
Украина, Ukr USD '11	600 /USD	04.03.2011
Украина, Ukr USD '13	1000/USD	11.06.2013
Украина, Ukr Euro '15	600 /EURO	13.10.2015
УкрСиббанк, 2007 (LPN)	100 /USD	05.04.2007
УкрСиббанк, 2008 (LPN)	125 /USD	14.07.2008
УкрСиббанк, 2011 (LPN)	500 /USD	21.12.2011
Укрсоцбанк, 2008 (LPN)	100 /USD	06.06.2008
Укрсоцбанк, 2010 (LPN)	400 /USD	22.02.2010
Укрэксимбанк, 2009 (LPN)	250 /USD	23.09.2009
Укрэксимбанк, 2011 (LPN)	500 /USD	07.09.2011
Укрэксимбанк, 2012	250 /USD	04.10.2012
Укрэксимбанк, 2016 (LPN)	125 /USD	09.02.2016
Фуршет, 2009 (LPN)	75 /USD	07.11.2009
Южмаш, 2009	107.5/USD	21.01.2009

Представлен на рынке и муниципальный сегмент: город Киев начиная с 2003 года три раза успешно выходил на рынок, увеличивая при этом объем и срок заимствований и снижая их стоимость. Эмитент построил свою долларовую кривую доходности, а в 2007 году хочет выпустить еврооблигации на 250 млн евро для финансирования строительства моста через Днепр и некоторых других городских объектов.

ПЛАНИРУЕМЫЕ ЭМИССИИ

Единственным сегментом, показавшим снижение объема с конца 2005 года по март 2007 года, стал рынок суверенного долга за счет погашения 15 марта 2007 года сразу двух крупных эмиссий в долларах и евро. Но в 2007 году объем этого сегмента восстановится до прежнего уровня, так как суверен планирует в очередной раз выйти на рынок с крупным индикативным выпуском более 1 млрд долларов.

Остальные планы по выпуску еврооблигаций в основном касаются банковских выпусков, общий объем заявленных планов составляет около 1.8 млрд долларов и приходится на 11 банков. Среди наиболее интересных ожидаемых сделок на рынке выделим следующие: Банк «Крещатик» намерен выпустить еврооблигации на сумму от 100 млн долларов, а также осуществить секьюритизацию портфеля ипотечных, авто- или потребительских кредитов на сумму около 50 млн долларов. «VAB Банк» намерен до конца 2007 года привлечь на международном рынке около 270 млн долларов. Также ожидаются дебютные выпуски бондов от Укргазбанка, «БРОКБИЗНЕСБАНКа», Ощадбанка, «ПРАВЭКСБАНКа», «ТАС-Комерцбанка» и Укрпромбанка.

Корпорации также заявили планы по выходу на рынок, но чуть менее определенно, чем банки. При этом по сравнению с небольшими планируемыми дебютными банковскими эмиссиями, от корпораций ожидаются более крупные и долгосрочные выпуски. Среди корпораций, объявивших о своих планах — Индустриальный Союз Донбасса (ИСД), Донбас-

Объемы сегментов рынка еврооблигаций Украины, март 2007

Сегменты рынка еврооблигаций	Объем рынка, март 07, млн $	Доля в общей емкости	Объем рынка, дек. 05, млн $	Изменение объема за период	Кол-во эмиссий, март 07	Кол-во эмиссий, дек. 05	Кол-во эмитентов, март 07	Кол-во эмитентов, дек. 05
Суверенные еврооблигации	4 817	41.9%	5 280	-9%	8	6	1	1
Муницип. еврооблигации	600	5.2%	600	0%	3	3	1	1
Все корпоративные еврооблигации	6 069	52.8%	2 724	123%	30	16	20	12
В том числе корпорации	2 019	17.6%	1 324	52%	11	6	10	5
В том числе банки	4 050	35.3%	1 400	189%	19	10	10	7
Объем рынка CLN	520	4.5%	250	108%	5	2	5	2
Объем рынка еврообл., номин. в USD	9 769	85.1%	6 553	49%	37	23	21	13
Объем рынка еврообл., номин. в др. валютах	1 717	14.9%	2 051	-16%	4	2	1	1
Общий объем рынка	11 486		8 604	34%	41	25	22	14

Рейтинг инвестиционных банков — букраннеров еврооблигаций за 2006 год

№ '06	№ '05	Инвестиционный Банк	Объем, млн USD	Кол-во эмитентов	Кол-во эмиссий	Эмиссии
1	1	UBS	1089	6	7	Альфа-Банк Украина, 2009 (LPN); Банк «Финансы и Кредит», 2010 (LPN); ПриватБанк, 2016 (LPN); Украина, 2016; УкрСиббанк, 2011 (LPN); Укрэксимбанк, 2016 (LPN); Укрэксимбанк, 2011 (LPN)
2		Morgan Stanley	751	2	3	Мироновский хлебопродукт, 2011 (LPN); Украина, 2018, CHF; Украина, 2018-2, CHF
3	4	Credit Suisse	562	2	3	Украина, 2016; Укрэксимбанк, 2016 (LPN); Укрэксимбанк, 2011 (LPN)
4	3	Deutsche Bank	550	3	3	Банк «Финансы и Кредит», 2010 (LPN); Украина, 2016; Укрэксимбанк, 2011 (LPN)
5	9–10	ING	245	2	2	АЗОВСТАЛЬ, 2011 (LPN); Союз-Виктан, 2008 (CLN)
6–7		HSBC	167	1	1	УкрСиббанк, 2011 (LPN)
6–7		BNP Paribas	167	1	1	УкрСиббанк, 2011 (LPN)
8–9	7–8	ABN AMRO	125	1	1	Мироновский хлебопродукт, 2011 (LPN)
8–9		МДМ-Банк	125	1	1	ЗАЗ, 2009 (CLN)
10	6	Ренессанс Капитал	75	1	1	Фуршет, 2009 (LPN)
11–12	2	Citigroup	50	1	1	АКБ «Форум», 2009 (LPN)
11–12		Standard Bank	50	1	1	АКБ «Форум», 2009 (LPN)
		Итого	3956	12	16	

ская топливно-энергетическая компания, Укратомпром. Группа компаний «Союз-Виктан» рассматривает возможность выпуска евробондов на сумму 150 млн долларов. Всего эмитентами из корпоративного и банковского сектора заявлено планов на 3 млрд долларов, с учетом очередных выпусков Киева и Украины, мы ожидаем рост рынка еврооблигаций Украины до 16 млрд долларов на конец 2007 года.

КРЕДИТНЫЕ НОТЫ И СЕКЬЮРИТИЗАЦИЯ

Начало 2007 года ознаменовалось важными качественными изменениями на рынке еврооблигаций украинских эмитентов – появились сразу две сделки по секьюритизации: внутренняя и внешняя. «ПриватБанк» 13 февраля разместил еврооблигации на 171 млн долларов, выпущенные под залог портфеля ипотечных кредитов. А Укргазбанк продал ипотечные облигации на 50 млн гривен на украинском рынке.

В связи с бурным ростом ипотечного кредитования в стране интерес к секьюритизации проявляют и другие активные игроки ипотечного рынка: «Райффайзен Банк Аваль», Международный Ипотечный Банк, УкрСиббанк, Укрсоцбанк и другие. Мы ожидаем увидеть в 2007 году еще несколько сделок по секьюритизации, причем, возможно, и на основании других типов активов, таких как автокредиты или потребительские кредиты.

Украина стала второй после России страной в СНГ, заемщики которой постепенно осваивают рынок кредитных нот. На данный момент в обращении находится 5 эмиссий кредитных нот на общую сумму около 500 млн долларов, с конца 2005 года сегмент вырос более чем в два раза. На рынок CLN вышли «Банк Аваль», ИСД, ЗАЗ, «Союз-Виктан» и «Фуршет». Пока о планах размещения кредитных нот объявил только Луцкий автомобильный завод, но мы ожидаем дальнейшее развитие данного сегмента за счет того, что уровень странового потолка Украины достаточно низкий: рейтинг страны — B1/BB-/BB-, что фактически сближает ставки заимствований по кредитным нотам и евробондам. Так, например, CLN компании «ЗАЗ» были размещены со ставкой купона ниже, чем по сравнимым по

Рис. 2 Карта рынка еврооблигаций, февраль 2007 год

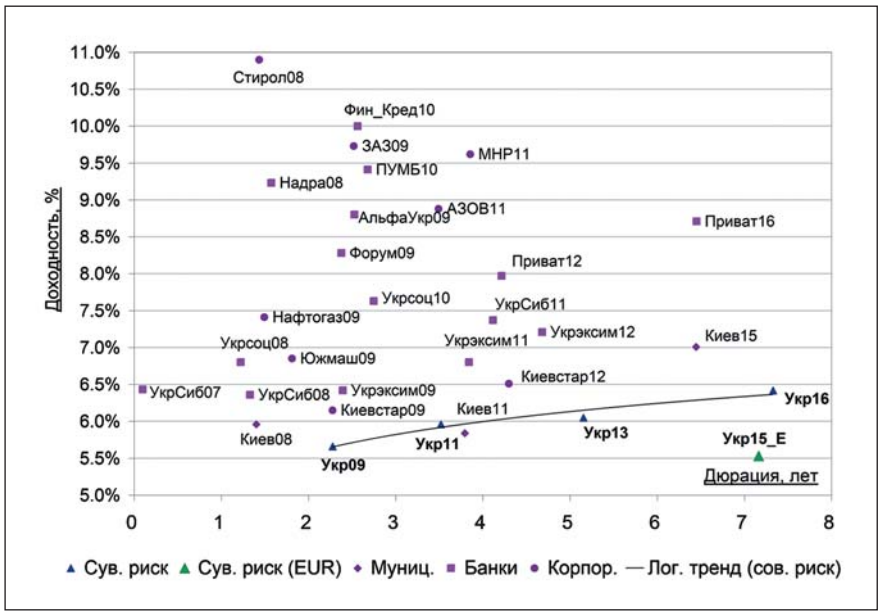
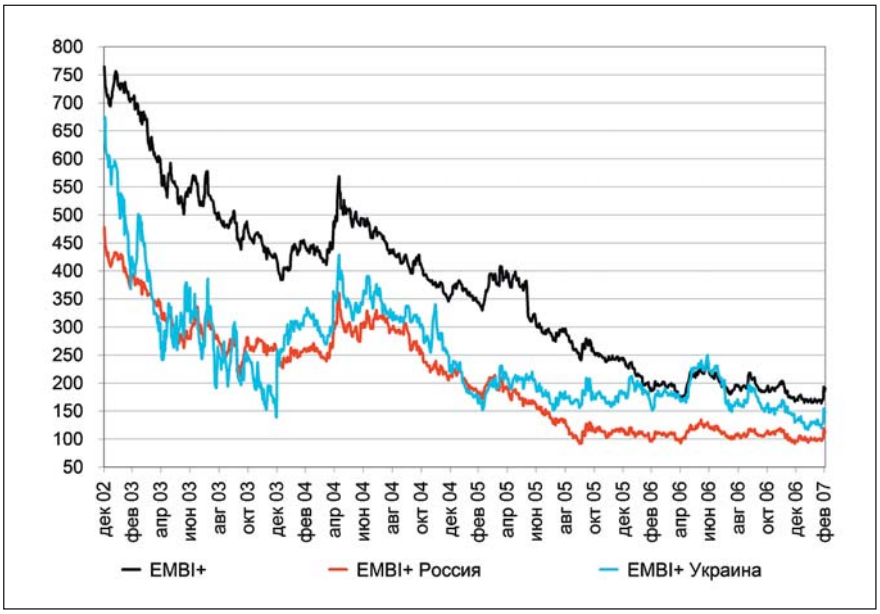


Рис. 3 Динамика спреда Украины, России и индекса EMBI+, 2003–2007 гг.



сроку и объему, но при этом имеющим два рейтинга еврооблигациям Банка «Форум»: 9.75% против 10%. В Украине мало компаний имеет кредитный рейтинг, а кредитные ноты не предполагают наличие рейтинга и подразумевают низкий уровень раскрытия информации об эмитенте, что может повысить привлекательность именно этого инструмента заимствований. Объем новых эмиссий кредитных нот в 2007 году, по нашим оценкам, составит 700–800 млн долларов.

Одной из отличительных характеристик украинского рынка является большой процент бумаг, имеющих частное размещение. Причем к данному способу заимствований начал активно прибегать и сам суверен, разместивший в 2006 году два транша евробондов в швейцарских франках и один выпуск еврооблигаций в японских иенах. Отметим, что это непубличные сделки, и информация по этим облигациям достаточно бедная. При этом если суверенные сделки хотя бы как-то освещаются, то о кредитных нотах с частным размещением нередко знает только крайне ограниченный круг инвесторов: зачастую это

«переупаковка» внутренних корпоративных облигаций. Мы оцениваем объем данного «непубличного» сегмента рынка кредитных нот с частным размещением в 300–400 млн долларов.

РЕЙТИНГ ОРГАНИЗАТОРОВ

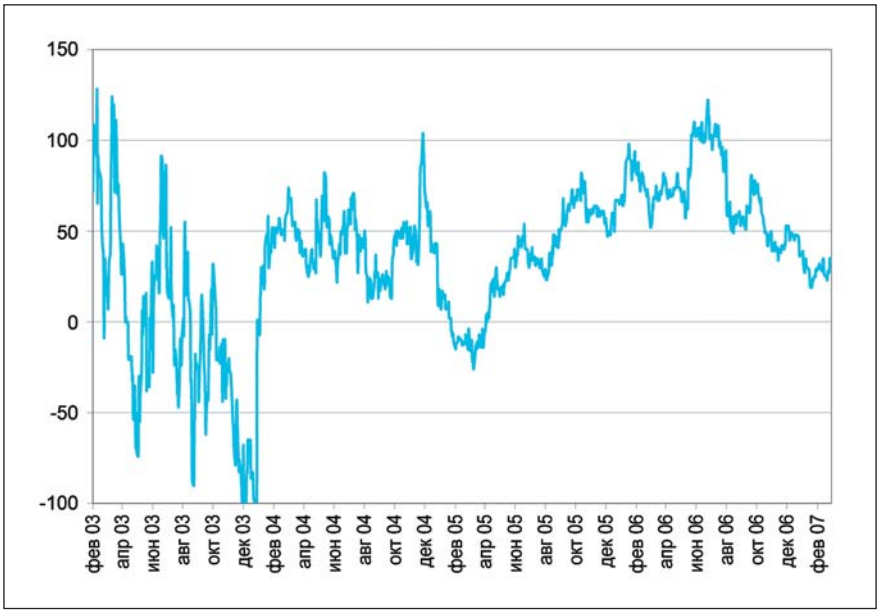
В рейтинге инвестиционных банков — букраннеров еврооблигаций украинских эмитентов за 2006 год учтено 16 эмиссий 12 компаний на общую сумму около 4 млрд долларов. Безусловным лидером по объему и количеству эмиссий на первичном рынке еврооблигаций Украины уже несколько лет является UBS. Банк участвовал практически в половине всех сделок на рынке и на него приходится четверть от общего объема новых эмиссий за 2006 год. Заметим, что UBS в основном специализируется на банковских бондах и имеет в своем «активе» облигации частных и государственных банков, субординированные ноты, сделки секьюритизации.

В сегменте корпораций активно специализируется банк ING, который в 2006 году переместился с девятого места на пятое. Также банк активно занимается переупаковкой местных корпоративных облигаций в кредитные ноты.

В 2006 году в рейтинг не попал Dresdner Kleinwort, тогда как в 2005 году он занимал пятое место, а Citigroup переместился со второго на 11-12 место, что, возможно, связано с усилением работы данных банков на российском рынке в ущерб рынками других стран СНГ. Отчасти крупные мировые банки отпугивает сохраняющаяся политическая нестабильность в стране, что может объяснять и небольшое количество банков, работающих на данном рынке — в сделках 2006 года участвовало только 12 банков, причем только пять банков участвовало более чем в одной сделке.

Российские банки данная конъюнктура рынка скорее, наоборот, привлекает — в рейтинг 2006 года уже попали два российских инвестиционных банка: «Ренессанс Капитал» и «МДМ-Банк», которые осуществляли выпуски CLN для украинских заемщиков. Присматриваются к данному рынку «ТРАСТ», ВТБ и «Тройка Диалог», которые уже являются активными участниками вторичного рынка.

Рис. 4 Динамика спреда Украины к России по индексу EMBI+, 2003–2007 гг.



ИНВЕСТИЦИОННАЯ ПРИВЛЕКАТЕЛЬНОСТЬ

Украинский еврооблигационный рынок традиционно привлекает различные группы инвесторов. Но данный интерес очень избирательный и касается в большей части только суверенного и квазисуверенного долга: большой популярностью на рынке пользуются бумаги государственного Укрэксимбанка, муниципальные бонды города Киева, государственных Нафтогаза и Южного Машиностроительного Завода (Южмаш).

Второй группой, вызывающей доверие и интерес инвесторов, являются бумаги корпораций и банков, чьи контрольные пакеты принадлежат зарубежным компаниям: УкрСиббанк, Укрсоцбанк, «Киевстар». Пожалуй, единственное исключение из этих правил — крупнейший и один из наиболее динамично развивающихся банков Украины, «ПриватБанк». Бумаги «ПриватБанка» торгуются с минимальной премией к облигациям государственных банков, хороший спрос на первичном рынке вызвала секьюритизация ипотечных кредитов банка.

Еврооблигации остальных эмитентов торгуются с огромной премией в 3–4% к суверенной кривой в диапазоне 9–10%; они гораздо менее ликвидны. Это объясняется высокими кредитными рисками компаний и зависимостью от внешних факторов. Так, рост цен на газ подорвал финансовую стабильность крупнейшего украинского производителя химических удобрений — концерна «Стирол», что привело к снижению кредитного рейтинга до Caa1 и росту доходности по бумагам выше 11%.

В целом мы не ожидаем быстрого улучшения сложившейся ситуации без повышения странового кредитного рейтинга и улучшения макроэкономической обстановки в стране.

Украина является единственной страной из стран СНГ, за исключением России, по которой JP Morgan рассчитывает спред EMBI+. Спред EMBI+ по Украине с начала 2007 года колеблется около уровня в 130 пунктов, со средней премией к России в 30 пунктов. Отметим, что евробонды Украины характеризуются более высокой волатильностью и более высоким уровнем бета-коэффициента по отношению к базовому спреду EMBI+, чем евробонды России. Причем данная волатильность значительно увеличивалась на фоне очередных политических конфликтов в стране и усложнения взаимоотношений с Россией в области газового соглашения; в данных случаях спред к России возрастал до 100 пунктов — как, например, в июне 2006 года. Затем наблюдалось снижение премии к России, возможно, даже более значительное, чем следовало бы: на наш взгляд, более оправданным видится спред к России в 40–50 пунктов против текущих 30 пунктов.

ПРОБЛЕМЫ И ПЕРСПЕКТИВЫ РЫНКА

Среди существующих проблем, препятствующих более значительному развитию рынка, можно выделить следующие наиболее важные:

- высокая зависимость от политических рисков;
- негативное влияние роста цен на газ;
- неблагоприятное для развития рынка законодательство;
- низкий уровень странового рейтинга;
- достаточно небольшая история рынка;
- рост непубличных сделок с частным размещением.

В качестве перспектив и ожидаемых положительных тенденций в развитии рынка необходимо отметить:

- развитие рынка кредитных нот и секьюритизации;
- рост заимствований в валютах, отличных от доллара США;
- выстраивание крупными заемщиками собственной кривой доходности;
- дальнейшее развитие рынка банковского долга, и в частности — сегмента субординированных нот, позволяющих увеличить капитал банка.

Несмотря на позитивные шаги в количественном и качественном развитии рынка еврооблигаций Украины, бурного развития мы не ожидаем из-за достаточно высоких кредитных рисков, характерных для Украины, на которые пока, видимо, не готов идти широкий круг инвестиционных банков и инвесторов. В целом мы ожидаем постепенное развитие рынка на фоне снижения политической нестабильности и повышения кредитного рейтинга.

Мнение

Байрам Валиев,
Director of Financial Markets, ING

Прокомментируйте, пожалуйста, общую ситуацию на рынке еврооблигаций Украины: наблюдаются ли качественные сдвиги рынка наряду с его существенным количественным ростом?

Несомненно, с ростом объема и числа транзакций наблюдаются и качественные сдвиги. В первую очередь это выражается в улучшении параметров заимствований: удлинение сроков и относительное снижение доходности. Кроме того, это выражается в повышении качества и уровня раскрытия информации о заемщиках и их структуре собственности. С конца прошлого года происходит оптимизация структуры эмиссий — намечается тенденция отхода от неуклюжей структуры LPN с банком — номинальным эмитентом.

В чем заключается специфика украинского рынка? С какими сложностями сталкиваются эмитенты при выходе на международный рынок?

Специфика украинского рынка в сравнении с остальными странами СНГ и даже странами Восточной Европы заключается в том, что предприятия характеризуются относительно высокой производительностью, а также выигрывают за счет близости к европейским рынкам, но при этом страдают от непоследовательности законодательной системы (налоги, требования об отчетности, определение и защита прав собственности и т.д.) и внешнеэкономической политики. Объяснение вышеизложенного инвесторам и есть основная фундаментальная трудность при выходе на международный рынок. В качестве трудностей рабочего порядка я бы упомянул, во-первых, подготовку аудированной отчетности, во-вторых, получение разумного рейтинга, в-третьих, относительную неясность касательно прямых заимствований.

Чем, на ваш взгляд, объясняется небольшое количество банков, работающих на данном рынке? Какие риски более существенны для данного рынка — общие политические или частные кредитные риски конкретного эмитента?

Это достаточно трудоемкий процесс (рейтинг, подготовка проспекта эмиссии, маркетинг и т. д.) с относительно неопределенным и незначительным вознаграждением в качестве комиссионных в конце сделки. Если в банке данная работа не налажена и нет годами наработанных доверительных отношений с инвесторами, то трудно на этом делать деньги. На данный момент более существенной является первая категория упомянутых вами рисков.

Что вас больше всего привлекает на данном рынке? Позитивный прогноз макроэкономических показателей страны и/или текущий высокий уровень доходности?

Больше первое. Инвесторы не будут с нами общаться только из-за одной доходности. Текущая относительно высокая доходность украинских бумаг в значительной мере как раз и привлекательна из-за потенциального улучшения фундаментальных макроэкономических показателей, а также кредитного состояния заемщиков.

Расскажите, есть ли специфика оформления сделок по размещению кредитных нот (CLN) по Украине в отличие, например, от России?

CLN — это достаточно простой продукт, «оформляемый» в случае ING в рамках специальной многомиллиардной программы банка. Не могу назвать каких-либо разительных отличий. Разве что в случае с Украиной инвесторам интересны и относительно малые нестандартные суммы, что было бы неприемлемо в России. Да и типичное число инвесторов в украинских CLN обычно меньше, чем в российских, которые мы, в отличие от большинства наших конкурентов, размещаем в формате, максимально приближенном к еврооблигациям. Еще можно сказать, что инвесторы придают больше значения обеспечению (если таковое имеется) украинских CLN, особенно если в качестве обеспечения выступают акции.