Андрей ГЕРУС,
директор аналитического департамента, «Конкорд Капитал»

Украина — европейская страна с населением 47 млн человек, номинальным ВВП $132 млрд, ростом экономики около 5%, где все живут в ожидании Евро-2012, который принесет стране популярность, новые инвестиции и послужит мощным толчком к развитию и экономическому росту. В то же время Украина — это страна, которая всего два с половиной года назад пережила более чем 70-процентную девальвацию национальной валюты, которая весь 2009 год балансировала на грани дефолта, где недавно произошла кардинальная смена власти и политического курса. Могут ли в этой стране существовать возможности, привлекающие инвестора? В таких условиях их не может не быть!

В ожидании чуда

Рынок акций Украины вырос со своего минимума в марте 2009 года почти на 250% и подбирается к докризисному уровню. Доходности на рынке ОВГЗ снизились с пиковых 29.5% до 10% годовых, это уже близко к уровням 2007 года и ниже, чем ожидаемая в 2011 году инфляция. Но есть на рынке и такой сегмент, который по многим параметрам напоминает кризисные времена — это сектор банковских и корпоративных облигаций.

Робкие разговоры о возрождении внутреннего рынка корпоративных бумаг появились в Украине год назад, когда ставки по ОВГЗ после победы на выборах президента Виктора Януковича и «стабилизации страны уже сегодня» резко пошли вниз: за два месяца они опустились с 22–23% до 11–12%. Но разговоры закончились размещением облигаций всего двух эмитентов: государственного международного аэропорта «Борисполь» на 150 млн грн. (этот выпуск представлял собой скорее реструктуризацию старого займа, чем размещение нового) и одного из крупнейших производителей хлебобулочных изделий концерна «Хлебпром» на 50 млн грн. 200 млн грн. ($25 млн) явно маловато, чтобы считать это полноценным возрождением рынка корпоративных облигаций. Иначе и быть не могло: государство в лице Минфина, воодушевленное массовыми реструктуризациями долгов эмитентов всех мастей — от госбанков и крупных корпоратов до муниципалитетов с выпусками объемом $2 млн, — принимает решение в мае прошлого провести собственную мегареструктуризацию. Вместо своих возмещений по НДС экспортеры получили пятилетние ОВГЗ (полугодичная амортизация — 10%, эффективный срок обращения — 2.2 года, купон — 5.5%) на сумму около 16 млрд грн. ($2 млрд). В течение августа-сентября облигации нашли своих счастливых (несчастных?) владельцев и хлынули на рынок с доходностью 15–16%.

> «Если в банковском секторе размещения уже идут полным ходом, то основной потенциал сегмента корпоративных бумаг еще не раскрыт»

Это было предложение, от которого невозможно отказаться. Обычные ОВГЗ торговались с доходностью 12.5% годовых, а сравнимые по срокам погашения ОВГЗ-НДС, которые к тому же характеризовались отличной ливидностью (ими торговали все: от мелкого одесского торговца до мегабюрократичных и зарегулированных дочек западных банков), предлагались по доходности 15.5%. Ради такого на украинский рынок даже вернулся изрядно подзабытый всеми инвестор-нерезидент — обьем ОВГЗ в портфелях иностранных инвесторов в третьем-четвертом квартале 2010 года вырос на 8 млрд грн. ($1 млрд) до 10 млрд грн. С их помощью, а также благодаря переликвидности большинства банков из топ-20, для которых ОВГЗ были в то время единственными разрешенными риск-менеджментом инструментами, до конца 2010 года ОВГЗ-НДС полностью абсорбировались, а их доходно-

сти встретились со ставками по обычным ОВГЗ на уровне 12%, продолжив плавное снижение до 10%. Это окончательно дало зеленый свет сегменту корпоративных и банковских облигаций, премия к уровню ОВГЗ уже имела для этих заемщиков смысл.

Первыми на рынок начали выходить те компании, которые соответствовали ряду важных для инвестора критериев:

– **Корпоративное управление и репутация акционеров.** В период кризиса многие эмитенты не исполняли свои обязательства по обслуживанию долга скорее по причине нежелания, чем финансовой невозможности. У других заемщиков, напротив, было стремление сохранить репутацию, насмотря на наличие финансовых проблем. Зачастую это удавалось благодаря поддержке акционеров. Теперь репутация является одним из важнейших факторов принятия инвестиционных решений.

– **Уровень долга.** Для эмитента, у которого соотношение долг/EBITDA больше 4, привлечение капитала через облигации практически невозможно.

– **Прибыльность и генерирование денежного потока.** В настоящее время инвесторы не только не готовы покупать будущее, но и хотят видеть качественный устойчивый бизнес уже сегодня.

– **Качество менеджмента.** Умение управлять в непростых условиях и находить ответы на сложные вопросы стало важным в кризисные времена и сохраняет актуальность до сих пор.

– **Сектор.** В фаворе у инвесторов аграрный, потребительский, банковский секторы, машиностроение, а также ресурсные компании.

Первыми, кто начал использовать рынок облигаций для привлечения капитала, ожидаемо стали банки. Валютное кредитование в стране де-факто возможно только для экспортеров, поэтому банки нуждаются в гривневом ресурсе. Кроме того, облигации — это эффективный способ диверсифицировать ресурсы фондирования и удешевить привлечение ресурсов через депозиты. Ощадбанк, Сбербанк, «Креди Агриколь Украина», «ВТБ Украина», Проминвестбанк (дочка ВЕБа) — банки из топ-20, которые уже выпустили гривневые облигации совокупным объемом 4.25 млрд грн ($500 млн). Доходность таких бумаг составляет около 12% годовых, премия к сопоставимым госбумагам — 300 б.п. Пока рынку менее интересны бумаги мелких и средних банков. Но если данные финансовые институты отвечают перечисленным выше критериям, возможности для выхода на внутренний долговой рынок сохраняются и для них. Такие заемщики, как Мегабанк (акционер — IFC), Платинум Банк (акционеры — IFC и Horizon Capital), банк «Русский Стандарт» (поручительство российской материнской структуры), уже это доказали. Каждый из них выпустил облигации объемом 100 млн грн., рыночные доходности по бумагам сейчас составляют около 14% годовых, то есть + 500 б.п. к ОВГЗ.

Важным фактором является то, что практически по всем вышеуказанным выпускам доходности на вторичном рынке сразу же снижаются на 100–200 б.п. по сравнению с ценой размещения. Если в банковском секторе размещения уже идут полным ходом, то основной потенциал сектора корпоративных бумаг еще не раскрыт. Успешные размещения концерна «Хлебпром», молочной компании «Рудь», «Укртелекома», предприятий «Укрзализныци», аэропорта «Борисполь» подтверждают, что интерес инвесторов к корпоративному сегменту возобновляется. За последние несколько недель сразу два крупных иностранных хедж-фонда (американский и британский) инициировали встречи с представителями нашей компании в связи с интересом к украинскому рынку облигаций, в частности, к сегменту первичных размещений. Именно первичный рынок в текущих условиях предоставляет наиболее интересные инвестиционные возможности. Куш срывают первые.

«ИМЕННО ПЕРВИЧНЫЙ РЫНОК В ТЕКУЩИХ УСЛОВИЯХ ПРЕДОСТАВЛЯЕТ НАИБОЛЕЕ ИНТЕРЕСНЫЕ ИНВЕСТИЦИОННЫЕ ВОЗМОЖНОСТИ»
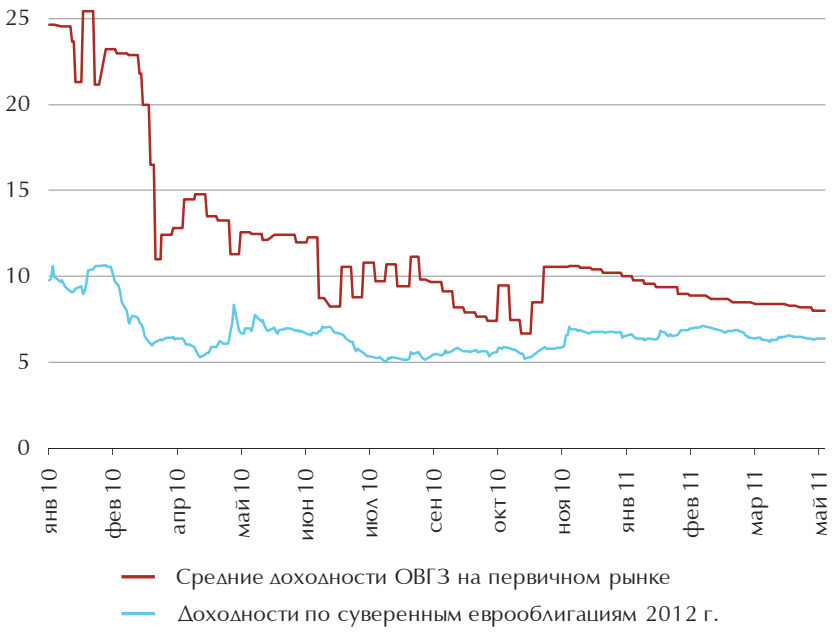
Рисунок 1
Доходности по украинским госбумагам