В июне Министерство финансов обновило свой рекорд трехмесячной давности по размещению ОВГЗ, продав бумаги на общую сумму 13.4 млрд грн. И хотя очередное достижение не обошлось без применения «допинга», активность в сегменте ОВГЗ по-прежнему остается достаточно высокой. Есть положительные сдвиги и в корпоративном сегменте, где об успешном размещении бумаг отрапортовали Одесская и Приднепровская железные дороги. Зато международные рынки капитала пока не дают четких сигналов о готовности принять украинский риск, несмотря на урегулирование вопроса о конвертации долга Украины перед ВТБ на $1 млрд и успешное погашение суверенных евробондов на $500 млн.

Рекорд, еще рекорд

Сергей ЛЯШЕНКО

ГОСУДАРСТВЕННЫЕ ОБЛИГАЦИИ: ОБЫКНОВЕННОЕ ЧУДО

Напряженная ситуация на денежном рынке в июне вроде бы не способствовала высокой активности на первичном рынке гособлигаций. Спрос на гривневые ресурсы был настолько велик, что даже увеличение ликвидности (объем остатков на счетах достиг 20.8 млрд грн.) не смогло остановить стремительного удорожания овернайтов. Их котировки почти весь месяц оставались двухзначными, достигнув к последнему рабочему дню уровня 30% годовых. Доходности ОВГЗ на вторичном рынке выросли до 18–20% по трехлетним НДС-облигациям. Однако негативный фон не помешал Минфину обновить рекорд по размещению ОВГЗ и продать в июне бумаги на общую сумму 13.4 млрд грн. (по курсу Нацбанка Украины). Эти цифры выглядят особенно впечатляюще

Таблица 1

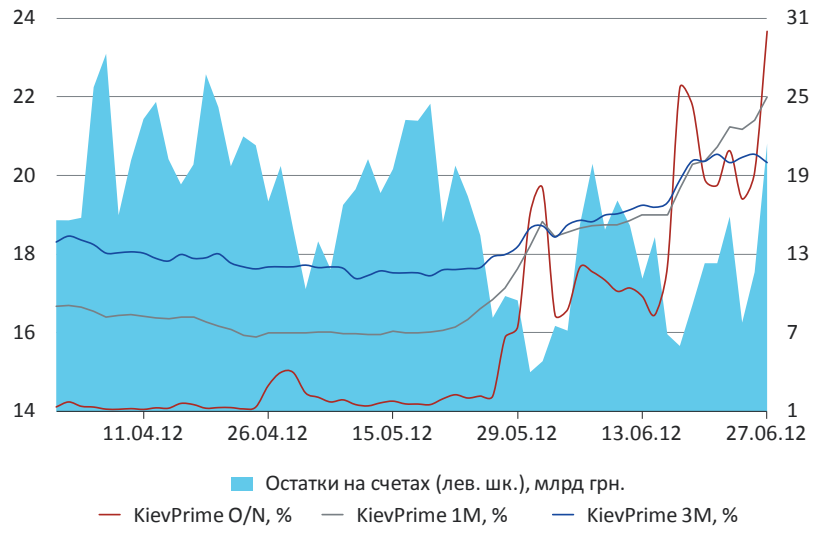
Результаты состоявшихся аукционов по размещению ОВГЗ в июне 2012 г.

Эмиссия	Вид	Дата проведения	Дата погашения	Подано заявок, тыс. ден. ед.*	Удовл. заявок, тыс. ден. ед.*	Объем выпуска, тыс. ден. ед.*	Доходность, %		
							Макс.	Мин.	Средн.
UA4000138861	Гривн.	07.06.2012	17.04.2019	250 000	250 000	1 160 000	14.13	14.13	14.13
UA4000141600	Индекс.	07.06.2012	03.06.2015	100 000	100 000	100 000	9.30	9.30	9.30
UA4000141592	Гривн.	07.06.2012	20.05.2015	250 000	250 000	250 000	14.30	14.30	14.30
UA4000138861	Гривн.	12.06.2012	17.04.2019	1 000 000	1 000 000	2 160 000	14.13	14.00	14.07
UA4000140362	Долл.	12.06.2012	21.05.2014	2 500	2 500	156 109	9.30	9.30	9.30
UA4000142137	Гривн.	14.06.2012	22.05.2019	500 000	500 000	500 000	14.13	14.13	14.13
UA4000142384	Долл.	19.06.2012	24.07.2013	94 600	94 600	94 600	9.30	9.30	9.30
UA4000141071	Долл.	19.06.2012	27.05.2015	1 590	1 590	151 552	9.35	9.35	9.35
UA4000142137	Гривн.	19.06.2012	22.05.2019	1 000 000	1 000 000	1 500 000	14.13	14.13	14.13
UA4000138853	Гривн.	19.06.2012	05.04.2017	1 000 000	1 000 000	1 928 720	14.30	14.30	14.30
UA4000142699	Долл.	21.06.2012	22.04.2015	311 770	311 770	311 770	9.45	9.45	9.45
UA4000142681	Номинированные в евро	21.06.2012	06.05.2015	40 000	40 000	40 000	4.80	4.80	4.80
UA4000142673	Долл.	21.06.2012	17.06.2015	175 000	175 000	175 000	4.50	4.50	4.50
UA4000142384	Долл.	21.06.2012	24.07.2013	96 400	96 400	191 000	9.30	9.30	9.30
UA4000142665	Гривн.	21.06.2012	24.05.2017	1 500 000	1 500 000	1 500 000	14.30	14.30	14.30
UA4000140362	Долл.	26.06.2012	21.05.2014	14 717	14 717	170 826	9.30	9.30	9.30
UA4000142384	Долл.	26.06.2012	24.07.2013	222 010	222 010	413 010	9.30	9.30	9.30

Источник: Cbonds.info

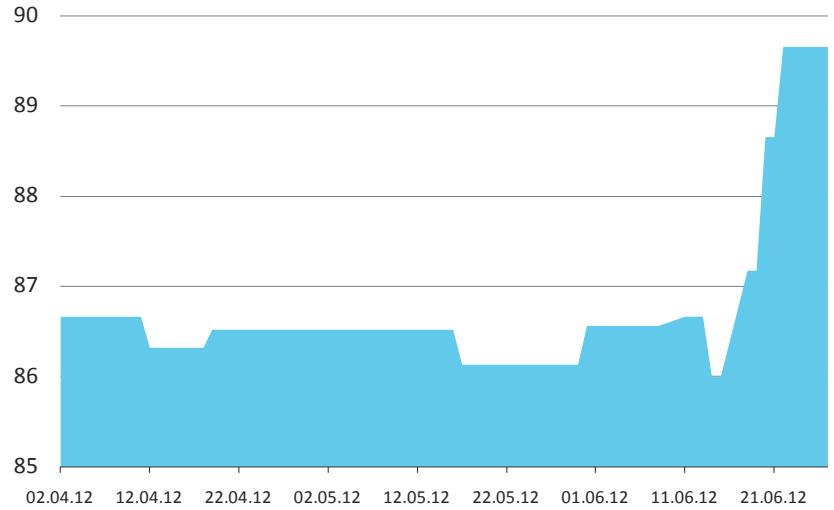
* Грн. — для гривневых и индексируемых ОВГЗ. Долл. США — для долларовых ОВГЗ. Евро — для ОВГЗ в евро.

Рисунок 1. **Динамика остатков на счетах и ставок KievPrime**



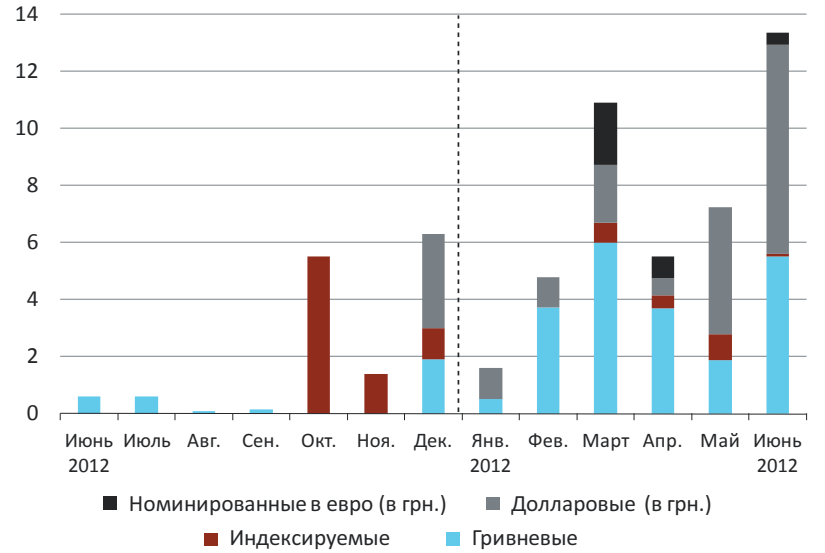
Источник: Cbonds

Рисунок 2. **Объем ОВГЗ в собственности НБУ, млрд грн.**



Источник: Cbonds

Рисунок 3. **Динамика объемов первичного размещения ОВГЗ в 2011–2012 гг.**



Источник: Cbonds

по сравнению с показателем июня прошлого года, когда на денежном рынке также наблюдалась турбулентность, а объем размещения гривневых ОВГЗ (единственный инструмент Минфина на тот момент) едва превысил 0.5 млрд грн.

В то же время чуть более глубокий анализ ситуации на рынке госбумаг позволяет отчасти объяснить феноменальный интерес к инструменту. Из гривневых ОВГЗ были размещены только 3-, 5-, 7-летние бумаги с доходностью 14.07—14.3%, что позволяет предположить о существовании предварительной договоренности между Минфином и покупателями. Косвенно это подтверждается следующими фактами: а) количество покупателей в сделках редко было больше одного; б) объем ОВГЗ в собственности НБУ резко вырос. Это может свидетельствовать о том, что Нацбанк на вторичном рынке выкупил у банков в свой портфель бумаги на сумму около 3.5 млрд грн. (см. рисунок 2).

Между тем спрос на долларовые ОВГЗ в основном имел рыночный характер и был обусловлен увеличением нормы резервирования по валютным депозитам банков на 1–1.5%, а также возможностью учитывать 10% валютных ОВГЗ в качестве резервов на покрытие кредитных рисков. Таким образом, регулятор в лице НБУ достаточно эффективно применил метод кнута и пряника. Кнутом в данном случае выступает требование об увеличении нормы резервирования, побуждающее банки активнее искать применение своим валютным ресурсам, что в условиях фактического моратория на кредитование в валюте физлиц и корпоративных заемщиков делает валютные ОВГЗ практически единственным достойным внимания инструментом. Пряником же для банков является возможность, соблюдая нормы резервирования, разморозить и пустить в оборот до 10% от суммы вложенных в валютные ОВГЗ средств.

Таким образом, можно ожидать сохранения интереса к валютным госбумагам и фактического отсутствия рыночного спроса на гривневые ОВГЗ до тех пор, пока не стабилизируется ситуация на рынке гривневых ресурсов.

КОРПОРАТИВНЫЕ ОБЛИГАЦИИ: С ХЕДЖЕМ ПО ЖИЗНИ

Похоже, что в условиях снижения курса гривны по отношению к доллару США и неопределенности с дальнейшим движением нацвалюты пред-

ложение инвесторам валютного хеджа становится для представителей корпоративного сектора своего рода правилом хорошего тона и важным условием успешного размещения.

Лучше всего это подтверждается успешным и оперативным размещением бумаг Одесской и Приднепровской железных дорог, разместивших годовые облигации на 100 и 160 млн грн. соответственно. Доходность по обоим выпускам установлена на уровне 18% в гривне. При этом в проспектах эмиссий предусмотрена выплата дополнительного купона hedge, гарантирующего доходность по облигациям на уровне не менее 10% в долларах США. Таким образом, доход инвестора составит от 10% в долларах (нижняя граница доходности, предусмотренная в проспекте эмиссии) до 18% (если курс нацвалюты останется стабильным). Высокая надежность заемщиков из числа компаний, на 100% принадлежащих государству, и премия к валютным ОВГЗ в совокупности с коротким сроком обращения позволили продать бумаги в течение одного дня с начала фактического размещения. Интересно, что в начале июня Одесская ЖД объявила об отказе от планов разместить выпуск еврооблигаций на $125 млн. По всей видимости, иностранные инвесторы не выразили готовности покупать даже бумаги госкомпании без существенной платы за риск, в то время как внутренних инвесторов долларовая доходность на уровне краткосрочных суверенных еврооблигаций (9.5–10.5%) вполне устроила.

Новичок рынка публичного долга ООО «Бурат-Агро» (входит в группу «Индустриальная молочная компания») объявил о намерении привлечь 200 млн грн путем выпуска двухлетних облигаций, обеспеченных поручительством холдинговой компании группы, акции которой торгуются на Варшавской фондовой бирже. Доходность по бумагам установлена на уровне 14% годовых. Выплата купона будет производиться ежеквартально. Условиями выпуска предусмотрено хеджирование валютных рисков как купонных платежей, так и тела облигации в случае снижения курса гривны.

Таблица 2

Новые рыночные выпуски облигаций в июне 2012 г.

Бумага	Начало размещения	Дата погашения	Объем эмиссии, млн грн	Ставка купона	Окончание размещения
Одесская железная дорога. 3-С	01.06.2012	31.05.2013	100	18%	15.06.2012
Приднепровская ЖД. 3-С	28.05.2012	27.05.2013	160	18%	14.06.2012

КОММЕНТАРИЙ

Дмитрий СКОРНЯКОВ,
первый заместитель генерального директора, HarvEast Holding

«Наша сделка — один из немногих украинских примеров привлечения синдиката андеррайтеров»

В мае компания «Ильич-Агро Донбасс», входящая в агрохолдинг HarvEast, начала размещение первой серии облигаций анонсированного ранее выпуска на сумму 100 млн грн. Доходность по 1.5-летним бумагам была установлена на уровне 18%. Всего в ходе эмиссии эмитент рассчитывает привлечь на локальном рынке 300 млн гривен. В интервью Cbonds Review первый заместитель генерального директора HarvEast Holding Дмитрий Скорняков рассказал об особенностях структурирования сделки.

– Почему компания решила занять на публичном рынке именно 300 млн грн.?

– Объем выпуска был определен исходя из текущих потребностей в заемных средствах, утвержденных инвестиционных программ и стратегического видения компании HarvEast. При структурировании выпуска также учитывалась практика украинского рынка облигаций, в том числе разделение выпуска на серии, достаточный объем для обеспечения ликвидности и др.

– Срок обращения бумаг серии А — 1.5 года, а серии В — 2.5 года с офертой через 18 месяцев. Такая срочность продиктована производственным циклом или текущей рыночной конъюнктурой?

– Эти сроки определены производственным циклом эмитента и соответствуют текущей ситуации на рынке.

— Первый украинский международный банк выступает организатором выпусков, но в размещении ему помогают Dragon Capital и «Альтана Капитал». Решили подстраховаться за счет расширения круга андеррайтеров?

– Данная сделка — один из немногих украинских примеров привлечения синдиката андеррайтеров, как это принято в международных транзакциях. При структурировании выпуска, оформлении документов и маркетинге каждый андеррайтер в синдикате выполнял определенную функцию, что дополнительно повысило эффективность проекта. Наличие синдиката андеррайтеров также дает преимущества при размещении, поскольку каждый андеррайтер может привлечь свою базу инвесторов.

– Процентная ставка по облигациям предполагает премию в 300–350 б.п. к ОВГЗ. Вы считаете это справедливой компенсацией за риск заемщика?

– Учитывая, что HarvEast является крупным агрохолдингом с высококачественными активами, занимает сильные позиции на рынке и входит в состав крупнейшей финансово-промышленной группы Украины SCM, мы считаем, что предложенная инвесторам процентная ставка вполне справедлива и соответствует текущей ситуации на рынке, а также адекватно отражает кредитное качество данного эмитента.

– На каких инвесторов ориентирован выпуск?

– Мы ориентировались преимущественно на локальных инвесторов, а именно банки, страховые компании, пенсионные фонды и управляющие компании. При этом, несмотря на то что база инвесторов состоит в основном из локальных игроков, при структурировании выпуска впервые на украинском рынке облигаций был применен международный инструмент защиты прав инвесторов — ковенанты.