# РОСТ вопреки всему

*Павел Мурга*

**ПРОШЛЫЙ ГОД ЗАПОМНИЛСЯ ВЫСОКОЙ ЛИКВИДНОСТЬЮ БАНКОВ НА ПРОТЯЖЕНИИ ВСЕГО ГОДА, ВЫСОКИМИ ТЕМПАМИ РОСТА КОРПОРАТИВНЫХ ВНЕШНИХ ЗАЙМОВ В ПЕРВОМ ПОЛУГОДИИ И ПОДОРОЖАНИЕМ ВНЕШНИХ РЕСУРСОВ ВО ВТОРОМ. ВСЕ ЭТО ЗАСТАВИЛО АКТИВНО РАЗВИВАТЬСЯ ВНУТРЕННИЙ РЫНОК КОРПОРАТИВНЫХ ОБЛИГАЦИЙ.**

На корпоративные бонды в 2007 году пришлось более половины объема торгов на бирже ПФТС — 17.8 из 32 млрд грн. Большие объемы торгов облигациями в большой степени обеспечивались операциями РЕПО. Основными положительными моментами при этом были следующие: рост количества и качества корпоративных эмитентов, увеличение объемов займов и увеличение интереса инвесторов-нерезидентов к внешним и внутренним украинским бондам. Хочется отметить, что в прошлом году рост наблюдался во всех сегментах облигационного рынка Украины — как внутренних, так и внешних заимствований. В этом году мы также будем наблюдать рост количества крупных корпоративных внутренних займов. Весьма вероятно, что мы станем свидетелями роста внутреннего государственного долга и развития муниципального сектора. В первом случае это станет возможным за счет отказа от дорогущих при нынешних «раскладах» внешних заимствований в пользу облигаций внутреннего государственного займа. Во втором случае все зависит от того, как быстро города начнут привлекать ресурсы под проекты для подготовки к Евро-2012.

Если вновь обратиться к цифрам, то объем внутреннего рынка облигаций в 2007 году вырос почти в 1.7 раза к 2006 году. К концу 2007 года общий объем внутреннего облигационного рынка вплотную подобрался к отметке в 50 млрд грн. (49.8 млрд грн.)! Однако если емкость рынков корпоративных, муниципальных бондов и еврооблигаций выросла, то по ОВГЗ мы наблюдаем снижение объемов. Также хотелось бы отметить, что наиболее важный для нас показатель — объем «рыночных» выпусков облигаций в

**Динамика развития различных сегментов украинского облигационного рынка**

| Показатель | на 31.12.03 | на 31.12.04 | на 31.12.05 | на 31.12.06 | на 31.12.07 |
|---|---|---|---|---|---|
| Объем рынка гособлигаций, млн грн. | 1 935 | 5 729 | 11 668 | 9 561 | 10 285 |
| объем рынка ОВГЗ | 1 835 | 3 653 | 9 978 | 8 256 | 9 365 |
| объем рынка НДС-облигаций (1 и 2 серии) | 0 | 1 926 | 1 690 | 1 305 | 920 |
| Объем рынка корпоративных облигаций (КО), млн грн. | 4 180 | 6 646 | 13 503 | 20 337 | 38 797 |
| Количество эмиссий КО, шт. | 174 | 285 | 515 | 704 | 961 |
| «рыночные» КО | 1 286 | 1 933 | 4 098 | 8 574 | 20 646 |
| Количество «рыночных» эмиссий КО, шт. | 90 | 117 | 163 | 248 | 320 |
| КО нефинансовых корпораций | 915 | 1 320 | 2 743 | 5 286 | 7 317 |
| КО банков | 371 | 613 | 1 355 | 3 288 | 13 329 |
| Объем рынка муниципальных облигаций, млн грн. | 150 | 195 | 520 | 579 | 682 |
| Объем внутреннего рынка облигаций, млн грн. | 6 265 | 12 570 | 25 691 | 30 037 | 49 764 |
| Объем рынка еврооблигаций украинских эмитентов, млн $ | 4 764 | 6 228 | 8 388 | 12 604 | 14 193 |
| суверенные еврооблигации | 4 354 | 4 495 | 5 280 | 7 426 | 6099 |
| корпоративные еврооблигации | 260 | 1 383 | 2 508 | 4 578 | 7 244 |
| муниципальные еврооблигации | 150 | 350 | 600 | 600 | 850 |
| Количество эмиссий еврооблигаций, шт. | 6 | 15 | 24 | 37 | 49 |

обращении — вырос в 2.4 раза и превысил по итогам 2007 года 20 млрд грн. А объемы выпусков целевых облигаций по результатам прошлого года снизились до 6.9 млрд грн. с 9.4 млрд грн. в 2006 году. Уменьшение объемов в 2007 году связано с ростом использования застройщиками фондов финансирования строительства и фондов операций с недвижимостью, дисконтных и процентных облигаций.

Снова, как и годом ранее, в 2007 году мы отмечаем прирост внешних заимствований. И хотя общий объем заимствований вырос к прошлому году немногим более чем на $130 млн до $4.38 млрд, но это новый исторический максимум! Старались как корпоративные заемщики (уже не только банки, но и крупные компании нефинансового сектора), так и государство, которое в 2007 году уже не экспериментировало с евробондами и занимало в долларах (в 2006 году были осуществлены займы в «экзотических» иенах и швейцарских франках).

Ноу-хау ушедшего года на облигационном рынке Украины стала сделка по секьюритизации долларовых жилищных ипотечных кредитов, а также сопутствующих прав по кредитам. Осуществленный в начале года выпуск еврооблигаций на сумму $180 млн, обеспеченных ипотечными кредитами ПриватБанка, стал первой (и пока единственной на сегодня) успешной сделкой секьюритизации в Украине. В портфель секьюритизированных ипотечных активов банка вошло около 10 тысяч кредитов украинских заемщиков из различных регионов Украины. Эксперты говорят, что в этом году возможно осуществление около 10 сделок по секьюритизации украинскими банками своих активов, общим объемом до $1 млрд.

**Размещение еврооблигаций украинских эмитентов в 2007 году**

| Эмитент | Сумма, млн $ | Период обращения, лет | Ставка доходности, % годовых |
|---|---|---|---|
| Украина, 2012 | 500 | 5 | 6.385 |
| Украина, 2017 | 700 | 10 | 6.75 |
| VAB Банк, 2010 (LPN) | 125 | 3 | 10.125 |
| XXI Век, 2010 (LPN) | 175 | 3 | 10 |
| АБ «Пивденный», 2010 (LPN) | 100 | 3 | 10.25 |
| Альфа-Банк Украина, 2009 (LPN) | 345 | 2 | 9.75 |
| Альфа-Банк Украина, 2010 (LPN) | 200 | 3 | 9.25 |
| НАДРА БАНК, 2010 (LPN) | 175 | 3 | 9.25 |
| Интерпайп Украина, 2010 (LPN) | 200 | 3 | 8.75 |
| Киев, 2012 (LPN) | 250 | 5 | 8.25 |
| Концерн «Галнафтогаз», 2012 (CLN, CNV) | 50 | 5 | 5 |
| ПриватБанк, 2012 (LPN) | 500 | 5 | 8 |
| ПриватБанк, 2031-A (RMBS) | 134 | 24 | 1m Libor + 210 bp |
| ПриватБанк, 2031-BC (RMBS) | 46 | 24 | 1m Libor + 375 bp |
| ПУМБ, 2010 (LPN) | 275 | 3 | 9.75 |
| УкрСиббанк, 2010 (LPN) | 200 | 3 | 7.375 |
| Укрсоцбанк, 2010 (LPN) | 400 | 3 | 8 |
| Всего | 4 375 | | |

**Структура корпоративных облигаций украинских эмитентов в обращении в 2007 году**

| Отрасль | Общее количество выпусков | Объем, тыс. грн. | Доля, % | Количество рыночных выпусков | Объем, тыс. грн. | Доля, % |
|---|---|---|---|---|---|---|
| Добывающая промышленность | 8 | 459 700 | 1.18% | 4 | 60 000 | 0.29% |
| Машиностроение | 11 | 325 500 | 0.84% | 9 | 300 500 | 1.46% |
| Металлургическая промышленность | 9 | 730 000 | 1.88% | 5 | 560 000 | 2.71% |
| Нефтегазовая отрасль | 4 | 95 000 | 0.24% | 4 | 95 000 | 0.46% |
| Пищевая промышленность | 47 | 1 571 200 | 4.05% | 45 | 1 551 200 | 7.51% |
| Строительство | 565 | 16 323 523 | 42.07% | 38 | 1 640 160 | 7.94% |
| Телекоммуникации | 2 | 12 000 | 0.03% | 0 | 0 | 0.00% |
| Торговля | 101 | 3 560 352 | 9.18% | 68 | 2 425 900 | 11.75% |
| Транспорт | 14 | 488 220 | 1.26% | 8 | 433 000 | 2.10% |
| Финансы | 177 | 14 920 367 | 38.46% | 119 | 13 328 811 | 64.56% |
| Химическая промышленность | 20 | 290 500 | 0.75% | 17 | 230 500 | 1.12% |
| Электроэнергетика | 3 | 21 000 | 0.05% | 3 | 21 000 | 0.10% |
| ВСЕГО | 961 | 38 797 362 | 100% | 320 | 20 646 071 | 100% |

Оптимальными же, с точки зрения доходности, размещениями 2007 года стали выпуски УкрСиббанка и Укрсоцбанка. Достаточно низкая доходность по пятилетним кредитным нотам концерна «Галнафтогаз» объясняется просто: условиями выпуска предусмотрена возможность их конвертации в акции предприятия. Поэтому эта доходность не являлась для корпоративных заемщиков ориентиром. Украина в ноябре, несмотря на тревожные

настроения рынка, удачно разместила евробонды на $700 млн по нижней границе ориентира доходности — под 6.75% годовых. Для сравнения, при более благоприятной коньюнктуре на внешних рынках в июне 2007 года Украина продала пятилетние еврооблигации на сумму $500 млн под 6.385% годовых. Примерно в это же «недоброе» время удачно разместился Киев, который продал свои пятилетние евробонды на $250 млн под 8.25% годовых. Часть средств, вырученных по данной эмиссии, пойдет на рефинансирование еврооблигаций Киева-2008 на $150 млн со ставкой 8.75%.

Более детально рассмотрим внутренний рынок и начнем с корпоративного сегмента, рост которого в 2007 году стал наибольшим среди всех сегментов внутреннего облигационного рынка Украины, а именно — 90.8%. Рынок внешних заимствований рос намного менее быстрыми темпами по сравнению с 2006 годом — 12.6% роста.

По итогам 2007 года хочется остановиться на нескольких основных моментах, касающихся корпоративного сегмента рынка облигаций Украины.

**Изменение структуры и среднего объема рыночных выпусков**

| | 2002 | 2003 | 2004 | 2005 | 2006 | 2007 |
|---|---|---|---|---|---|---|
| Всего рыночных выпусков, млн грн. | 169.7 | 686.5 | 682.2 | 3 065.8 | 5 160.0 | 11 743.3 |
| Всего рыночных выпусков, шт. | 15 | 55 | 51 | 79 | 105 | 95 |
| в том числе: | | | | | | |
| объемом 0–10 млн грн., шт. | 12 | 35 | 27 | 31 | 31 | 9 |
| объемом 10–25 млн грн., шт. | 2 | 14 | 18 | 20 | 21 | 18 |
| объемом 25–45 млн грн., шт. | 0 | 3 | 6 | 9 | 12 | 9 |
| объемом 45–75 млн грн., шт. | 1 | 2 | 0 | 11 | 22 | 13 |
| объемом 75 млн грн. и более, шт. | 0 | 1 | 0 | 8 | 19 | 46 |
| Средний объем выпуска, млн грн. | 10.61 | 12.48 | 13.38 | 38.81 | 49.14 | 67.81 |

**Средняя доходность облигационных выпусков среди облигаций**

| | 2003 | 2004 | 2005 | 2006 | 2007 |
|---|---|---|---|---|---|
| объемом 0–10 млн грн., шт. | 16.54% | 17.09% | 16.70% | 15.65% | 15.28% |
| объемом 10–25 млн грн., шт. | 15.10% | 18.02% | 15.70% | 15.29% | 15.08% |
| объемом 25–45 млн грн., шт. | 15.83% | 15.66% | 14.38% | 14.77% | 14.72% |
| объемом 45–75 млн грн., шт. | 12.00% | – | 13.86% | 14.25% | 14.50% |
| объемом 75 млн грн. и более, шт. | 12.00% | – | 11.87% | 11.93% | 12.86% |

## Комментарии

**Эрик Найман,**
начальник управления инвестиционно-банковских услуг АКБ «Укрсоцбанк»

**Что вы считаете наиболее важными итогами 2007 года для рынка облигаций Украины?**

Рынок не умер — это уже хорошо. А если серьезно, то каких-то знаковых отличий 2007 года от 2006 года я не заметил. Все было чинно и почти абсолютно так же, как и в предыдущем году. Исключением стала активизация украинских банков, подталкиваемых как нехваткой депозитных ресурсов на внутреннем рынке, так и нормативными документами НБУ к выпуску облигаций с попыткой их продажи инвесторам-нерезидентам либо крупнейшим украинским банкам.

**Что разочаровало вас в 2007 году, какие ожидания не оправдались?**

Высокие процентные ставки по облигациям хотя в среднем и оказались ниже инфляции, но по-прежнему отпугивают гигантов отечественной промышленности — предприятия металлургии, энергетики, химической промышленности. Ну не может рынок дать им гривневый ресурс под запрашиваемые ими 8–10% в гривне при отсутствии ревальвации гривны. Вот и идут они в банки и за рубеж за валютными кредитами, а рынок облигаций остается без сладкого.

**Каковы ваши прогнозы относительно развития рынка облигаций в 2008 году?**

Ничего нового — высокая инфляция и рецессия в США не дадут возможности снизить на Украине процентные ставки, а без этого революционных изменений на рынке облигаций не будет.

- На 31 декабря 2007 года, по данным ИА «Сбондс», в обращении находился 961 выпуск КО на сумму 38.8 млрд грн. ($7.68 млрд).
- В 2007 году было начато размещение 484 серий облигаций на общую сумму 27.75 млрд грн. (то есть больше половины от всех находящихся в обращении бумаг).
- В 2007 году из 484 серий облигаций, начавших размещаться, «рыночными» были 95 серий на сумму 11.74 млрд грн.
- Доля «рыночных» выпусков в 2007 году составила 53.22% от общего объема обращающихся облигаций (на 11% больше, чем годом ранее).
- Меньше половины всех обращающихся бумаг приходится на «строительные» облигации — 42.07% (52.73% в 2006 году).
- Количество выпусков КО, находящихся в обращении, составляет 961 шт. (из них «рыночных» — 320 шт.).
- В структуре рыночных выпусков больше всего облигаций финансового сектора, компаний пищевой промышленности и торговли.
- Наибольший рост объемов был отмечен среди облигаций финансового сектора экономики (преимущественно банковских).

**Результаты торгов облигациями в ПФТС в 2003–2007 годах**

| Облигации | Объем торгов, млн грн. | | | | |
|---|---|---|---|---|---|
| | 2003 | 2004 | 2005 | 2006 | 2007 |
| Корпоративные | 1 203.1 | 4 383.5 | 6 578.4 | 12 476.2 | 17 795.3 |
| Муниципальные | 13.2 | 886.7 | 667.8 | 993.0 | 740.9 |
| Государственные | 520.9 | 651.4 | 3 951.6 | 8 571.0 | 3 035.6 |
| Всего | 1 737.2 | 5 921.6 | 11 197.8 | 22 040.2 | 21 571.8 |

• Средний объем займов увеличился до 57.3 млн грн.
• Средний объем рыночных займов вырос в 2007 году до 67.81 млн грн. с 49.14 млн грн. в 2006 году.
• Увеличение в 2007 году более чем в два раза по отношению к прошлому году объема рыночных выпусков в целом и эмиссий объемами от 75 млн грн.
• В начале этого года в связи с кризисом ликвидности на международном рынке можно ожидать повышения ставок в корпоративном секторе на 1–2%.
• В 2008 году мы ожидаем дальнейшего увеличения объемов рыночных займов при уменьшении объемов схемных выпусков.
• Сейчас для небольшого займа (5–10 млн грн.) простого эмитента можно ожидать доходность 16–17%, для крупного эмитента объемом 50–75 млн грн. — 13–15%, для банков с объемом 100–300 млн грн. — 10–12%.

В течение 2007 года в сегменте муниципальных облигаций состоялось размещение восьми эмиссий пяти городов на общую сумму 156.3 млн грн. Из них 92 млн грн. приходится на две серии города Львова. Остальные выпуски — это небольшие (5–20 млн грн.) выпуски муниципальных облигаций городами Винницей, Луганском (по две серии каждый), Бердянском и Луцком (по одной серии). С другой стороны, на протяжении прошлого года состоялось погашение облигаций сразу четырех городов: Винница (серия А), Донецк (А), Запорожье (В) и Одесса (А) — на общую сумму 103 млн грн. В результате объем облигаций муниципалитетов на конец года вырос до 682 млн грн. Доходность в муниципальном сегменте незначительно снизилась по сравнению с 2006 годом и варьировалась на уровне 10–11% годовых.

В 2008 году возможен выход на рынок уже Харьковского горсовета с крупнейшим на сегодняшний день гривневым займом на сумму 0.5 млрд грн. Учитывая большие планы Киевского метрополитена по строительству линий метро и потребность в их финансировании, вполне реальным выглядит и целевой облигационный заем города Киева на сумму примерно $3–3.5 млрд на срок 15–20 лет.

# Комментарии

**Руслан Кильмухаметов,**
начальник управления корпоративных финансов АКИБ «УкрСиббанк»

**Что вы считаете наиболее важными итогами 2007 года для рынка облигаций Украины?**

Украинский рынок испытал резкие перепады ликвидности. Это изменило подход инвесторов к управлению портфелем облигаций: основной акцент при приобретении стал делаться на облигации, которые впоследствии можно будет продать или заложить, при отборе эмитента и размещении его облигаций — на потенциальной ликвидности облигаций и аллокации бумаг. В части управления портфелем облигаций активно использовались возможности по фондированию позиций в облигациях путем операций РЕПО.

Рынок показал довольно высокую устойчивость к политическим событиям, сформировался класс инвесторов-нерезидентов, которые работают с гривневым долгом на постоянной основе, адекватно воспринимают страновые риски. Мы ожидаем, что в текущем году спектр таких инвесторов расширится — емкость рынка за последний год резко возросла.

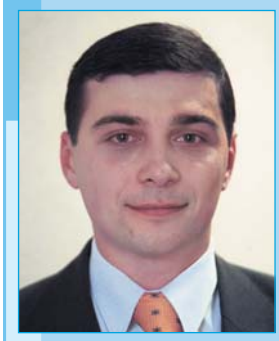
**Что разочаровало вас в 2007 году, какие ожидания не оправдались?**

Пожалуй, главное разочарование заключается в том, что высокие объемы первичных размещений не привели к пропорциональному повышению активности на вторичном рынке. В первую очередь это касается банковских выпусков, многие из которых почти не обращаются в Украине. На фоне охлаждения интереса инвесторов к финансовому сектору указанные облигации могут быть предъявлены по оферте или погашены.

**Каковы ваши прогнозы относительно развития рынка облигаций в 2008 году?**

Объемы эмиссий, скорее всего, снизятся за счет сокращения предложения от банков. В то же время мы ожидаем появления на рынке большего количества эмитентов из базовых отраслей. В 2008 году рынку придется работать в условиях недостаточной ликвидности, а соответственно, ожидать снижения ставок не стоит. Скорее их уровень будет выше на 1–3 п.п., чем в 2007 году.

# Комментарии



**Александр Печерицын,**
начальник управления по работе с долговыми инструментами Альфа-Банка Украина

**Что вы считаете наиболее важными итогами 2007 года для рынка облигаций Украины?**

Украинский облигационный рынок в прошлом году был достаточно богат на события, поскольку в течение года два раза полностью менялась его конъюнктура. Так, в 2007 году был отмечен очередной рост привлекательности рынка как для эмитентов, так и для инвесторов, в результате чего объемы рынка продолжили рост. Одним из наиболее ярких моментов изменения структуры выпусков стала активизация банков в качестве эмитентов облигаций. В результате продолжилась дальнейшая сегментация рынка (корпоративные рыночные займы, целевые облигации, банковские облигации, муниципальные облигации). Со стороны инвесторов также проходили изменения в структуре за счет повышения интереса к рынку со стороны институциональных инвесторов. Рост объемов облигационного рынка привел к окончательному выделению на нем отдельной категории участников — профессиональных андеррайтеров. В частности, увеличилась концентрация услуг по андеррайтингу среди профессиональных участников рынка и снижение доли «одиночных» андеррайтеров. Изменения в прошлом году произошли и со стороны эмитентов, которые начали публиковать аудированную отчетность, раскрывать управленческую и консолидированную отчетность.

**Назовите наиболее удачные и знаковые сделки 2007 года.**

Наибольшее количество удачных и знаковых сделок пришлось на второй-третий кварталы 2007 года. В частности, таковыми стали размещения одного из крупнейших автотрейдеров «Атлант-М», одного из крупнейших ритейлеров в сегменте мобильных телефонов компании «Евросеть», лидера рынка водочной продукции «Имидж-Холдинга» (торговая марка «Хортица»). Превышение спроса на облигации над их предложением привело к снижению аукционной ставки по сравнению с номинальной по облигациям компаний «Подолье» (под поручительство корпорации «Рошен»), «Ситиком», «Юнигран» и «Агромат». Следует также отметить достаточно большой (по сравнению с другими выпусками из данного сегмента в 2007 года) выпуск облигаций Львова, причем часть ресурсов от выпуска была направлена на подготовку города к Евро-2012. Прошлый год также подарил украинскому рынку первую сделку в Украине по выпуску облигаций под покупку другого бизнеса (облигации ООО «Фора» (Fozzy Group)) — аналог LBO.

**Что разочаровало вас в 2007 году, какие ожидания не оправдались?**

С точки зрения отраслевой структуры рынок в прошлом году развивался со значительными перекосами. Это и низкий рост сегмента муниципальных облигаций, и резкий рост доли банковских облигаций в структуре выпусков, что снижает возможность секторальной диверсификации вложения для потенциальных инвесторов. Перекочевал из 2006 года и такой негативный фактор, как сохранение обязательного рейтингования облигационных займов. Данный фактор породил в прошлом году и другие «перекосы», а именно рост количества и доли закрытых выпусков.

**Каковы ваши прогнозы относительно развития рынка облигаций в 2008 году?**

Развитие рынка и процентные ставки на нем значительным образом будут зависеть от ситуации на мировом долговом рынке, от макроэкономических параметров в Украине, а также от стабильности политической ситуации. Помимо этого, мы ожидаем снижение доли выпусков банковских облигаций как за счет падения спроса на них, так и за счет активизации выпусков корпоративного сегмента. А в корпоративном и муниципальном сегментах вырастут количество и объем выпусков, средства от которых будут направляться на финансирование проектов по подготовке к Евро-2012. По структуре облигационных займов мы ожидаем дальнейшего удлинения сроков до оферты с текущих 12 месяцев до 15–18 месяцев.

Впрочем, данное предприятие может так и остаться на уровне слухов. Особого снижения доходности в муниципальном секторе не прогнозируется. Взрывного роста не прогнозируется, если только Киев не решится диверсифицировать структуру своих займов и наравне с внешними заимствованиями не выпустит второй внутренний заем.

За весь 2007 год (с 25 июня до конца года) Минфин на первичных аукционах разместил ОВГЗ на общую сумму 3.973 млрд грн. при плане 3.8 млрд грн. привлечений на год в целом. По сути, Минфин не испытывает острой потребности в деньгах. Весь год он применял традиционную схему экономии денег — перевыполнение доходной части бюджета и недовыполнение расходной. В 2007 году общий фонд госбюджета был выполнен по доходам на 100.5%, по расходам — на 99.8%. На протяжении прошедшего года Минфину удавалось размещать только трех- и четырехлетние бумаги. А длинные бумаги (ОВГЗ со сроком погашения 7–10 лет) уже традиционно не пользовались спросом среди инвесторов.

В 2008 году данная ситуация вряд ли изменится, так как инвесторам неинтересна доходность по длинным бумагам на уровне 5.1–6% годовых в гривне. В следующем году можно ожидать, что правительство сделает основной упор на внутренние займы, предпочитая их дорогим нынче внешним. Это предположение мы делаем еще и потому, что всем финансистам хорошо известна любовь господина Пинзенныка к заимствованиям на внутреннем рынке, с одной стороны, и нелюбовь ко внешним — с другой.

Основными инвесторами на облигационном рынке Украины остаются банки и иностранные инвесторы. Однако уже в прошлом году местные инвестиционные фонды (некоторые являются полностью облигационными), вкладывающие часть своих активов в облигации, значительно подогрели интерес населения к фондовому рынку в целом и облигационному в частности. Это стало возможно благодаря высокому уровню доходности инвестфондов, который они показали по результатам прошлого года, так что вполне возможно, что в нынешнем году в Украине появится еще один серьезный класс инвесторов.