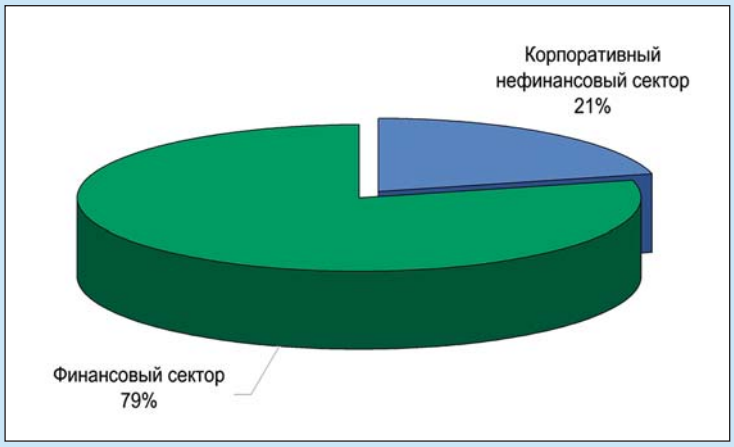
Сергей Ягнич,
начальник отдела анализа долгового рынка, Укрсиббанк

УДВОЕНИЕ предложения

ОБЪЕМ ЗАРЕГИСТРИРОВАННЫХ ВЫПУСКОВ ОБЛИГАЦИЙ КОРПОРАТИВНОГО СЕКТОРА В 2007 ГОДУ ВЫРОС В ДВА РАЗА ПО СРАВНЕНИЮ С ПРЕДЫДУЩИМ ГОДОМ — ДО 45.45 МЛРД ГРН. (В 2006 Г. — 22.07 МЛРД ГРН.). ПРИ ЭТОМ ОБЪЕМ РЫНОЧНЫХ ВЫПУСКОВ, ПО НАШИМ ОЦЕНКАМ, ВЫРОС ДО 17.4 МЛРД ГРН. В ЭТУ ЦИФРУ ВХОДЯТ ВЫПУСКИ УКРАИНСКИХ КОМПАНИЙ ОБЪЕМОМ БОЛЕЕ 10 МЛН ГРН., ОРИЕНТИРОВАННЫЕ НА ШИРОКИЙ КРУГ ИНВЕСТОРОВ.

Доля схемных, «технических» выпусков, которые изначально предназначены не для рынка, а для заранее определенного круга покупателей, снизилась до 62% по сравнению с 74% в 2006 году. Такие выпуски облигаций в основном используются для оформления кредитования одной компанией другой и заведомо имеют неинтересные для рынка условия (очень низкая доходность, длинный срок обращения). Кроме того, для финансирования строительства очень активно используются целевые облигации (порядка 260 выпусков, более 70 компаний, объем 6.3 млрд грн.). Резкое снижение доли «технических» облигаций связано с бумом выпусков в финансовом сегменте.

Структура предложения на первичном рынке корпоративных облигаций в 2007 г.



РЫНОК КОРПОРАТИВНЫХ ОБЛИГАЦИЙ

Среди ключевых тенденций на рынке корпоративных облигаций Украины в 2007 г. можно выделить следующие.

- Прошедший год ознаменовался взрывообразным ростом финансовых выпусков. В связи с ростом предложения в этом сегменте объем первичного рынка вырос практически в три раза.
- Украинская финансовая система относительно легко пережила начало мирового финансового кризиса, однако охлаждение интереса иностранных инвесторов к украинскому долгу (прежде всего финансовых организаций) начинает отражаться на ликвидности.
- В условиях высокой ликвидности банковской системы на протяжении десяти месяцев года значительно выросли объемы сделок РЕПО и спрос на корпоративные облигации как инструмент carry trade.
- Широкую популярность приобрели закрытые выпуски облигаций.

В текущем году ситуация с ликвидностью радикально ухудшилась, вследствие чего произошли следующие события.

- Снизилась привлекательность операций РЕПО и приостанавливается рост портфелей организаций, специализирующихся на таких операциях.
- Растут ставки по корпоративным облигациям.
- Растет отраслевая диверсификация портфелей (в то же время список эмитентов ограничен наиболее привлекательными компаниями).
- Акцент постепенно смещается в сторону открытых (т.е. потенциально более ликвидных) выпусков.

Банковские выпуски доминируют на рынке облигаций Украины: финансовый сектор характеризуется высокой степенью прозрачности и понятности для инвесторов, а также испытывает значительные потребности в гривневом финансировании. В 2007 году около 79% первичного рынка корпоративных облигаций составляли обязательства финансовых организаций.

В 2007 году крупнейшие выпуски облигаций объемом 500–750 млн грн. были осуществлены банками. В течение года ГКЦБФР были зарегистрированы банковские выпуски на общую сумму 19.647 млрд грн. В целом, среди эмиссий объемом от 200 млн грн. есть только два выпуска нефинансового сектора — ритейлеры «Фора» и «Квиза-Трейд». Самым крупным выпуском 2007 года стал пятилетний бонд Укрсоцбанка на 750 млн грн. под 12% (доходность размещения — 10.375%). Кроме того, Укрсоцбанк осуществил еще две эмиссии по 500 млн грн. под такую же ставку.

Крупнейшие рыночные выпуски внутренних корпоративных облигаций в 2007 г.

Рейтинг эмитента	Бумага	Объем эмиссии, млн грн.	Ставка, %	Дата погашения
– /Ba3/BB-	Укрсоцбанк, 1-F	750 000 000	12.0	15.10.2012
	Банк Дельта, 1-O	500 000 000	14.0	19.09.2009
– /B2/ –	Кредитпромбанк, 1-G	500 000 000	11.95	02.07.2012
– /B2/ –	Райффайзен Банк Аваль, 1-D	500 000 000	13.0	07.08.2008
– /Ba3/BB-	Укрсоцбанк, 1-E	500 000 000	12.0	27.04.2010
– /Ba3/BB-	Укрсоцбанк, 1-D	500 000 000	12.0	13.02.2012
– /B2/ –	Кредитпромбанк, 1-F	350 000 000	11.5	07.06.2011
	Надра-Финанс, 1-A	320 000 000	11.75	26.06.2011
– /Ba2/ –	Альфа-Банк Украина, 1-G	310 000 000	11.0	10.09.2012
– /Ba2/ –	Альфа-Банк Украина, 1-E	300 000 000	11.735	24.04.2009
	Банк Дельта, 1-L	300 000 000	14.5	02.04.2009
– /B2/B	ПУМБ, 1-A	300 000 000	12	21.06.2010
– /B2/B-	Укргазбанк, 1-C	300 000 000	12	30.07.2012
– /B2/BB-	АКБ Форум, 1-C	300 000 000	10.75	19.11.2012
	НАДРА-АЛЬЯНС, 1-A	300 000 000	12.5	12.12.2011
– /B2/BB-	УкрСиббанк, 1-G	300 000 000	11	17.01.2011
– /Ba2/ –	Альфа-Банк Украина, 1-F	290 000 000	10	10.09.2012
B-/B2/B-	Банк НАДРА, 3-B	250 000 000	12.5	01.02.2008
	Квиза-Трейд, 1-C	250 000 000	12.75	05.04.2012
– /B2/ –	Кредитпромбанк, 1-H	250 000 000	11.25	21.10.2009
– /B2/ –	Кредитпромбанк, 1-I	250 000 000	11.5	20.10.2010
– /B2/ –	Райффайзенбанк Аваль, 1-B	250 000 000	13	21.01.2012
	КБ Финансовая Инициатива, 1-B	250 000 000	14	03.12.2012
– /B3/B-	Родовид Банк, 1-D	250 000 000	13.5	08.12.2009
– /B3/B-	Родовид Банк, 1-E	250 000 000	13.5	08.12.2009
– /B3/B-	Родовид Банк, 1-F	250 000 000	13.5	15.12.2009
– /B2/B-	Правэкс-банк, 1-C	220 000 000	13.5	08.11.2010
– /Ba2/ –	Альфа-Банк Украина, 1-I	200 000 000	14	13.06.2013
– /Ba2/ –	Альфа-Банк Украина, 1-J	200 000 000	15	13.06.2013
– / – /B-	Банк Хрещатик, 1-H	200 000 000	11.5	25.05.2013
	Ипобанк, 1-A	200 000 000	15	21.11.2012
– /B2/ –	Кредитпромбанк, 1-E	200 000 000	12.9	23.03.2009
	Фора, 1-B	200 000 000	14	11.08.2011

Источник: Cbonds

В первой половине года банкам удавалось достаточно удачно размещать большие выпуски, которые активно скупались нерезидентами. Последних привлекала неплохая доходность по бумагам крупнейших и наиболее надежных банков (10–12%) и возможность получить дополнительную курсовую прибыль за счет укрепления национальной валюты. Однако к концу года интерес нерезидентов к финансовым выпускам резко снизился, в результате чего большой объем банковских облигаций, появившихся на первичном рынке осенью-зимой, так и не был размещен в полном объеме. Снижение спроса на банковские облигации было вызвано как мировым финансовым кризисом, так и достижением ключевыми иностранными инвесторами, инвестирующими в украинский рынок, лимитов по наполнению портфеля облигациями финансового сектора.

Отметим, что на волне высокой ликвидности украинских коммерческих банков, которая достигла пика летом-осенью 2007 года, на рынок начали выходить небольшие банки, не имеющие поддержки со стороны акционеров (таких как финансово-промышленные группы или крупные западные банки). Доходность облигаций таких эмитентов составляла 12–15% и в некоторых случаях оказывалась на уровне, а то и ниже котировок еврооблигаций на внешних рынках (например, размещение внутренних бондов VAB Банка серии F).

Предложение облигаций со стороны банков остается высоким и в 2008 году, однако объемы реальных размещений незначительны ввиду практически полного отсутствия спроса. Более того, на фоне глобальной переоценки рисков финансового сектора инвесторы активно используют оферты для выхода из позиций. Таким образом, к объему первичного предложения добавляются облигации, сданные по офертам в январе-марте. На данный момент перспективы восстановления спроса на банковские облигации выглядят не лучшим образом. В апреле-мае рынок протестируют крупнейшие банки: Райффайзенбанк Аваль, УкрСиббанк, Укрсоцбанк — от результатов этих размещений будет зависеть как ориентир ставок на внутреннем рынке для наиболее надежных банков, так и возможность в принципе привлечь капитал на внутреннем долговом рынке для небольших банков.

В сегменте корпоративных облигаций, не относящихся к финансовому сектору, лидирующие позиции по-прежнему занимают облигации ритейлеров — около 40% первичного рынка в прошлом году. Наибольшими выпусками отметились «Квиза-Трейд» (250 млн грн.), «Фора» (200 млн грн.) и «Фуршет» (150 млн грн.). Потенциал первичного предложения со стороны ритейлеров на фоне агрессивного роста торговых сетей и растущего внутреннего спроса по-прежнему остается высоким. Однако прошедший год показал, что основные игроки внутреннего рынка облигаций не готовы наращивать портфели в этом сегменте. С другой стороны, отдельные эмитенты отрасли интересны нерезидентам. В первую очередь это бумаги «Фуршета» и «Квизы-Трейд», также есть перспективы перехода в этот сегмент у бумаг «Амстора», «Каравана», Fozzy Group. Наиболее интересными эмитентами в сфере ритейла будут компании, обладающие следующими характеристиками: прозрачность, доступ к капиталу акционеров, наличие запаса земельных участков для девелопмента и ограниченность долга.

Структура предложения на первичном рынке корпоративных облигаций в 2007 г. (небанковский сектор)

Ключевые отрасли экономики Украины представлены на рынке эмитентами металлургической и трубной промышленности. Отметим два выпуска «Донецкстали» (по 150 млн грн.), выпуск ЮТиСТа на 50 млн грн., а также облигации, выпущенные в текущем году — крупнейший на данный момент выпуск промышленного сектора «Донецксталь-С» на сумму 600 млн грн. и планируемый в апреле выпуск производителя бесшовных труб компании «Сентравис» на 150 млн грн.

Большинство первичных размещений проводилось на внебиржевом рынке, хотя две торговые площадки, ПФТС и «Перспектива», периодически заявляют о намерении все более активно проводить у себя первичные размещения выпусков облигаций. ТИС «Перспектива» уже начала такую деятельность, однако объем заключенных сделок на данный момент невелик: он составляет 433.69 млн грн., а это меньше, чем объем отдельных крупнейших выпусков.

Отметим, что в связи с высокими темпами роста рынка в прошлом году вырос и объем оферт, в частности, в финансовом секторе. Чаще всего предъявлялись к оферте облигации ритейлеров (в конце 2007 г.) и банковские облигации (в 2008 г.), в связи с тем что рынок пресыщен выпусками эмитентов, относящихся к данным сегментам. Присутствует еще и другой фактор, влияющий на предъявление бумаг по оферте. Это лимиты, которые устанавливаются самими инвесторами для доли облигаций в портфеле и не связаны с эмитентами.

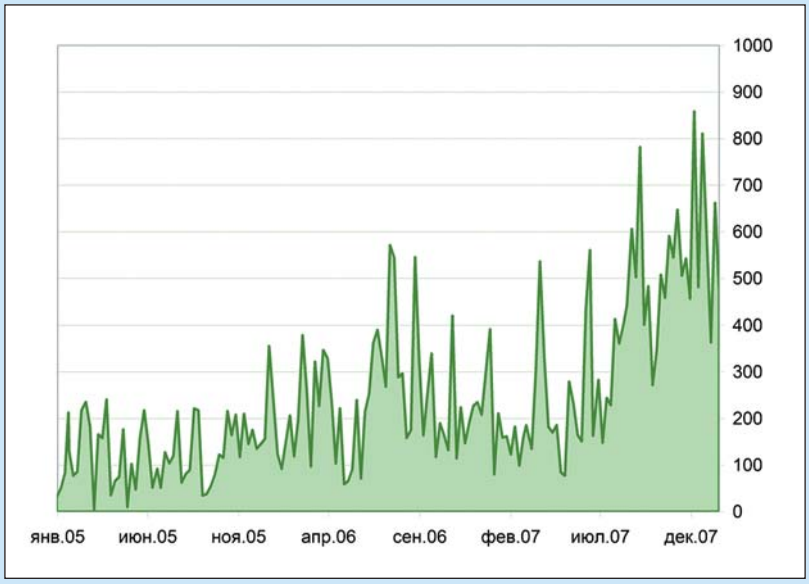
Объем торгов корпоративными облигациями на ПФТС в 2007 году составил 18 млрд грн., что на 6.6 млрд грн. больше, чем в прошлом году. При этом динамика торгов корпоративными облигациями была высокой — объемы торгов в этом сегменте выросли на 58%. Отметим, что динамика

торгов намного отстает от первичного предложения (практически 200%), что может быть обусловлено как низкими ставками денежного рынка в течение года, так и высокой долей финансового сектора в первичном предложении. Спрос на облигации крупнейших украинских банков, имеющих в составе акционеров международные финансовые группы, и бонды государственных банков формируется со стороны международных инвестиционных банков, и лишь часть из бумаг затем торгуется на ПФТС, основная же доля — за пределами Украины.

На вторичном рынке по-прежнему значителен объем сделок РЕПО (около 80%), так как непосредственно торговля облигациями происходит относительно редко. Как правило, участник рынка формирует портфель, а затем рефинансируется на денежном рынке под залог облигаций.

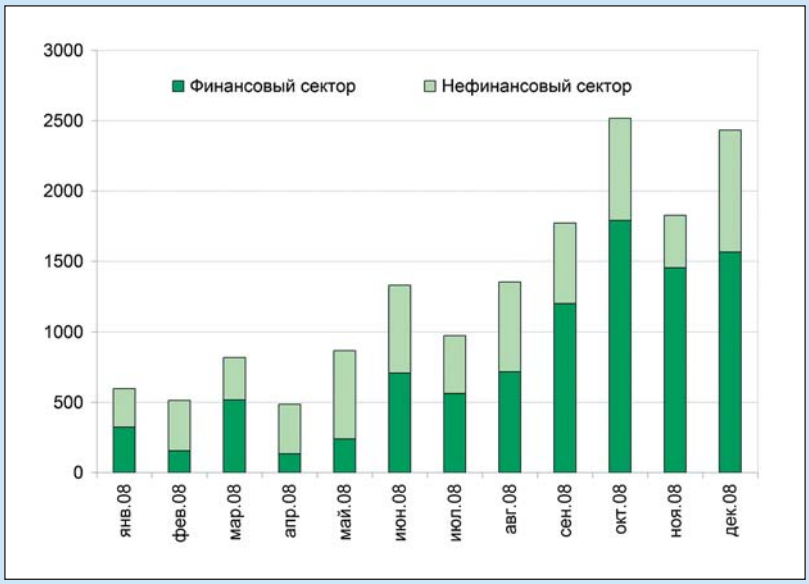
Все большая часть облигаций выпускается в закрытой форме. Украинское законодательство предусматривает возможность выпуска облигаций по упрощенной процедуре, без необходимости получения кредитного рейтинга для каждого выпуска облигаций. В таком случае вторичный рынок может быть организован среди инвесторов, указанных в решении о размещении. Число инвесторов при закрытом выпуске не может превышать 100 компаний. Как правило, организатор размещения выбирает закрытое размещение в случае, когда эмитент уже достаточно хорошо известен на рынке и круг потенциальных инвесторов может быть определен с высокой точностью. Закрытая форма размещения позволяет не только сэкономить на стоимости услуг уполномоченного ГКЦБФР рейтингового агентства, но и сократить время, необходимое для организации выпуска, приблизительно на два месяца. С другой стороны, новые инвесторы, только формирующие портфели на украинском рынке, не могут приобрести данные бумаги. Кроме того, некоторым институциональным инвесторам (таким как страховые компании) законодательно запрещено инвестировать в долговые обязательства, не имеющие рейтинга. Таким образом, рост количества закрытых выпусков снижает потенциал развития рынка корпоративных облигаций.

Торги корпоративными облигациями на вторичном рынке (млн грн. в неделю)



Источник: ПФТС

Объемы оферт в 2008 г. (млн грн.)



Источник: Cbonds

Стержневым покупателем корпоративных облигаций по-прежнему выступают украинские банки. Кроме того, фондирование организаций, специализирующихся на сделках РЕПО, напрямую зависит от ресурсной базы банков. В связи с этим уровень ставок на рынке и объем спроса определяются уровнем ликвидности банковской системы.

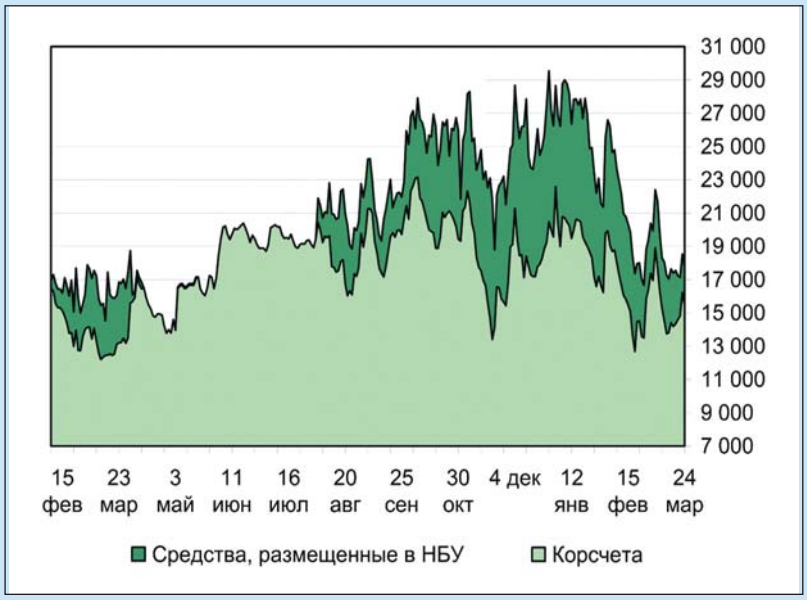
Спрос со стороны украинских институциональных инвесторов продолжит стабильно расти, однако вряд ли еще сможет как-то влиять на рынок в связи со скромными объемами спроса в абсолютном выражении. Продолжат наращивать спрос и компании, специализирующиеся на сделках РЕПО. Однако год обещает быть тяжелым для этого сегмента участников рынка, и мы не ожидаем взрывообразного роста их портфелей.

На протяжении большей части прошлого года ликвидность банковской системы находилась на очень высоком уровне. Национальный банк, поддерживавший на то время де-факто фиксированный курс гривны по отношению к доллару США, в течение года нарастил денежные агрегаты на 45–50%, в результате чего банки сформировали значительный запас ликвидности, а ставки по корпоративным облигациям снизились на 1–2%. Примечательно, что мировой финансовый кризис практически не отразился на ликвидности украинских банков летом-осенью 2007 года, что в основном связано со все еще малой глубиной украинских финансовых рынков. Однако сегодня банковская система начинает остро ощущать последствия снижения интереса международных инвесторов к украинскому финансовому долгу.

Ликвидность украинских банков резко ухудшилась в ноябре прошлого года, когда вступило в действие постановление НБУ, вводящее нормативы резервирования под займы, полученные от нерезидентов. Более того, новые нормативы резервирования были введены во время активной стерилизации денежной массы (ранее НБУ начал активно привлекать деньги коммерческих банков путем размещения депозитных сертификатов). В результате исчез запас ликвидности, обеспечивающий комфортные ставки денежного рынка, а спрос на корпоративные облигации резко упал. Начиная с ноября Национальный банк и правительство проводят антиинфляционную кампанию (темпы потребительской инфляции в Украине на данный момент превышают 20% в год), связывая свободную ликвидность банковской системы и вводя новые ограничения, направленные на ужесточение денежно-кредитной политики.

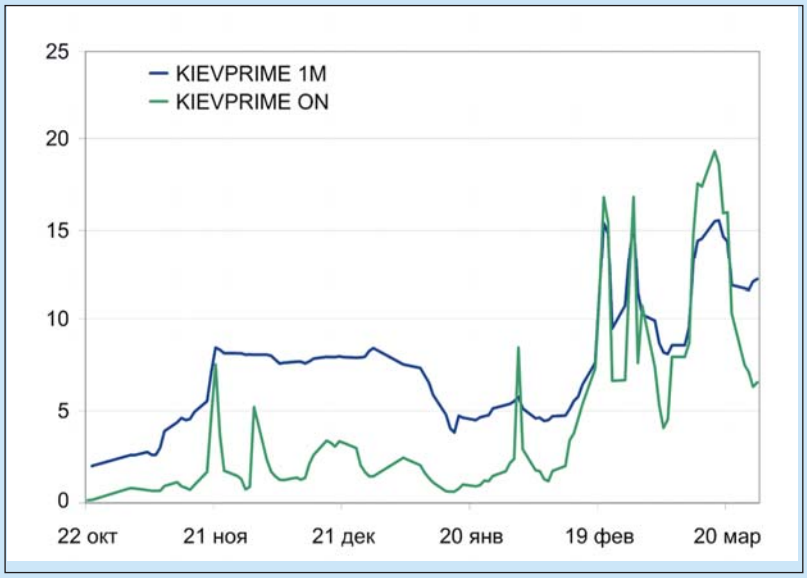
В текущем году ликвидность продолжила изменяться резко и неравномерно, а ставки денежного рынка достигали 10–15% для наиболее надежных заемщиков и 20–25% для большей части участников рынка.

Динамика ликвидности банковской системы в 2007–2008 гг.



Источник: НБУ. Расчеты: УкрСиббанк
Средства, размещенные в НБУ — оценка объемов депозитных сертификатов Национального банка, приобретенных коммерческими банками.

Динамика ставки KievPrime



Источник: Reuters

В результате внутренний спрос на облигации со ставками ниже 15% практически исчез, а рынок вошел в стадию масштабной переоценки доходностей.

На момент написания статьи понимание, на каких уровнях торговать, на рынке еще не сформировалось. С большой долей вероятности после стабилизации ситуации на денежном рынке ставки по финансовым бондам будут находиться в диапазоне 11–17%, причем наиболее сильно пострадают доходности облигаций небольших банков, не имеющих стратегических партнеров. Доходность небанковского корпоратива в сегменте, неинтересном нерезидентам, может колебаться от 14% до 19%.

Есть все основания предполагать, что Нацбанк продолжит регулярно «связывать» избыточную денежную массу, а значит, в течение года ситуация со ставками может меняться часто и радикально — у рынка не будет комфортного запаса ликвидности для «сглаживания» колебаний. В то же время, ставки рефинансирования НБУ вряд ли опустятся ниже 14–15%, по крайней мере, в первом полугодии.

Ставки будут реагировать на ситуацию на мировых рынках и аппетит к украинскому риску, на то, как будут изменены параметры валютного коридора и какие еще средства ужесточения монетарной политики будут задействованы НБУ, кроме размещения депозитных сертификатов. В связи с этим наиболее привлекательными будут ликвидные и высокодоходные выпуски, на которые установлены лимиты у крупных участников рынка и доходность которых позволяет привлекать дорогие ресурсы.

Отметим, что волатильность ставок негативно отразится на организациях, специализирующихся на сделках РЕПО. В 2007 году небольшие компании активно наращивали портфели, используя благоприятную конъюнктуру денежного рынка. В текущем году рост спроса на облигации со стороны данного сегмента будет ограничен. Во-первых, небольшие организации столкнутся с проблемой необходимости коррекции «плеча» вниз, так как масштаб их деятельности все меньше соответствует капитализации. Во-вторых, в связи с высокой волатильностью ставок такие организации все чаще будут оказываться в зоне негативного carry.

Мы ожидаем, что темпы роста выпусков облигаций финансового сектора в текущем году резко снизятся, а инвесторы будут склонны диверсифицировать свои портфели. В то же время, лишь несколько наиболее привлекательных эмитентов (выпуски которых потенциально наиболее ликвидны) из каждой отрасли найдут спрос на рынке.