



CONCORDE CAPITAL

Украина / Локальные облигации

Недельный обзор рынка

Август 11, 2009

Недельный обзор

Недельный обзор

Недельный обзор

Андрей Герус
ga@concorde.com.ua
+380 44 391 5577

Украинские суверенные рейтинги

	Рейтинг	Прогноз
S&P	CCC+	Позитив.
Moody's	B2	Негатив.
Fitch	B	Негатив.

Ключевые эконом. индикаторы

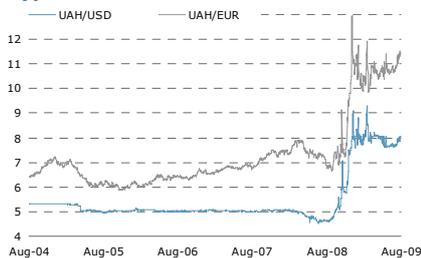
	2008	2009E
Макропоказатели		
Реальный ВВП, % г/г	2.1	-12.0
Номинальный ВВП, млрд. грн.	949.9	961.3
Промышленное производство, % г/г	-3.1	-19.1
Индекс потреб. цен, % г/г	21.0	15.0
Индекс промышленных цен, % г/г	31.0	18.0
Внеш-экон. показатели		
Резервы НБУ (кон. пер.), млрд. грн.	31.5	23.5
Текущий счет плат. баланса, % ВВП	-6.7	-0.2
Финансовый счет плат. баланса, % ВВП	7.7	-6.9
Внешний долг, % ВВП	57.3	89.2
Обменный курс		
Межбанк грн/дол (ср.)	5.27	8.50
	1 мес.	6 мес.
грн./дол. NDF ставки*	8.38	9.65

Украинские 5-летние CDS, б.п.**



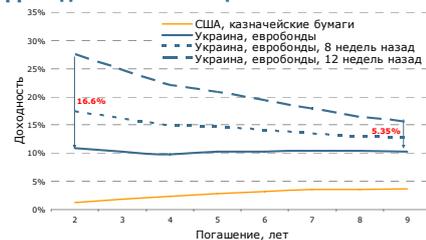
Source: Bloomberg

Курсы валют



Source: Bloomberg

Доходности облигаций



* беспоставочные форвардные контракты на покупку доллара
** стоимость страховки на инвестиции в украинские суверенные евробонды, 100 б.п. = 1%

- ⊗ **Укргазбанк не исполнил оферту по серии С**
- ☹ **Родовид Банк допустил дефолт по облигациям серии В и С**
- ⊗ **НБУ запретил убыточным банкам исполнять оферту**
- ☹ **Минфин продал ОВГЗ на сумму 117 млн. грн. под 23%-28%**
- ☹ **Укрзалізниця выпускает облигации на сумму 1 млрд. грн.**

Укргазбанк не исполнил оферту по облигациям серии С

Укргазбанк допустил дефолт по облигациям серии С, оферта по которым наступила 03 августа. В качестве объяснения эмитент разослал инвесторам письмо, в котором указал, что выкуп невозможен в связи с Постановлением НБУ № 421, которое запрещает убыточным банкам осуществлять досрочное погашение своих облигаций. Мы считаем, что вышеуказанное постановление не вступило в силу, поэтому не может быть юридическим основанием неисполнения оферты (подробнее см. ниже). По нашим оценкам, неисполнение оферты в связи с Постановлением НБУ №421 может быть легко оспорено инвесторами в суде.

Родовид Банк допустил дефолт по облигациям серии В и С

Родовид Банк допустил дефолт по облигациям серии В и С, объемы выпуска по 125 млн. грн. каждая серия, оферта 03 августа. Банк также ссылается на Постановление НБУ № 421 и предлагает держателям отказаться от оферты. Погашение облигаций серии В и С предусмотрено 06.08.2010 и 06.11.2010 соответственно, новая ставка купона 15,75%.

Хотя суммарный объем серий В и С составляет 250 млн. грн., на рынке их осталось на сумму не более 90 млн. грн. Остальная часть была выкуплена банком со вторичного рынка. Учитывая то, что в процессе рекапитализации банк получает 2,8 млрд. грн. за 99,93% своих акций, мы считаем что выкуп своих облигаций на сумму 90 млн. грн. не является для банка затруднительным. Мы считаем, что в случае недостижения компромисса с банком у инвесторов есть все шансы взыскать задолженность в судебном порядке.

НБУ запретил убыточным банкам выкупать облигации по оферте

22 июня Национальный Банк Украины принял Постановление № 421 «Об отдельных вопросах касательно деятельности банков в период финансово-экономического кризиса». Согласно пункта 3 этого постановления, банкам, у которых есть убытки, запрещается осуществлять досрочное погашение долговых ценных бумаг за исключением случаев, когда досрочное погашение таких бумаг происходит по цене не выше чем 50% от номинала, и не приводит к существенному ухудшению ликвидности банка. Но по состоянию на 10 августа вышеуказанное постановление не было зарегистрировано Министерством юстиции Украины.

В пункте 2.7 Инструкции по бухгалтерскому учету операций с ценными бумагами в банках Украины (постановление НБУ от 03.10.2005 №358) указывается, что выкуп банком долговых ценных бумаг собственной эмиссии является досрочным погашением, даже если такую ценную бумагу можно продать в краткосрочном периоде.

Поскольку оферта – это досрочный выкуп, предусмотренный условиями выпуска облигаций, то НБУ своими нормативными актами приписывает банкам считать это досрочным погашением, а Постановлением №421 НБУ запрещает делать досрочный выкуп облигаций (исполнять оферту). Некоторые банки уже сейчас на основании Постановления НБУ №421 не исполняют оферту по своим облигациям.

По нашему мнению, на сегодняшний день Постановление НБУ № 421 не имеет юридической силы. Согласно Указу Президента №493/92 от 03.10.1992 «О государственной регистрации нормативно-правовых актов министерств и других органов исполнительной власти» нормативно-правовые акты НБУ подлежат регистрации в Минюсте и вступают в силу через 10 дней после их регистрации. Кроме этого, такая обязательная регистрация нормативно-правовых актов НБУ требуется согласно ст. 56 ЗУ «Про НБУ». Постановлением Кабинета Министров Украины №731 от 28.12.1992 уточняется какие именно нормативно-правовые акты в Украине подлежат обязательной регистрации: на государственную регистрацию подаются нормативно-правовые акты, которые содержат нормы права, имеют неперсонифицированный характер и рассчитаны на неоднократное применение, независимо от срока их действия и характера ведомостей.

Поскольку Постановление НБУ №421 не зарегистрировано надлежащим образом в Минюсте, то оно не имеет юридической силы и не может быть основанием неисполнения банками оферты по облигациям. Кроме того, на наш взгляд, вышеуказанное постановление не соответствует действующему нормативно-правовому полю, которое регулирует обращение облигаций, изменяет ранее утвержденные условия выпуска и обращения облигаций, поэтому может быть успешно оспорено в суде, если это будет причиной неисполнения банками своих оферт.

Мы считаем, что вышеуказанное постановление не будет иметь позитивного эффекта на банковскую систему и негативно повлияет на облигационный рынок так, как:

- 1) основные выкупы облигаций со вторичного рынка происходили зимой-весной 2009г., когда у банков была возможность выкупить облигации с максимальным дисконтом. К настоящему времени дисконты существенно сократились, что делает такие операции малопривлекательными для банков, к тому же многие выпуски уже выкуплены с рынка. По нашим оценкам с 01 октября 2008г. до 01 июня 2009г. суммарная величина облигаций банковского сектора, которые реально находятся у держателей, снизилась с 14 млрд. грн. до 7 млрд. грн.
- 2) в большинстве случаев держателями облигаций являются сами же банки. Мы полагаем, что на фоне таких новостей компании реального сектора тоже будут стараться не исполнять оферту, что сильнее всего отразится опять же на коммерческих банках, которые являются основными держателями облигаций.

Минфин разместил ОВГЗ на сумму 117 млн. грн. под 23%-28%

В понедельник Министерство финансов продало облигации внутреннего государственного займа на сумму 117,3 млн. грн.

сумма, млн. грн.	срок, мес.	средневзвешенная ставка
8,9	6	23%
8,3	9	28%
100,0	21	23%

Как сообщает Минфин, суммарный спрос на все облигации превышал 1 млрд. грн., но при этом желаемая процентная ставка по 6-месячным и 21-месячным облигациям составляла 29% годовых, по 9-месячным 30% годовых.

Укрзалізниця випускає облигації на суму 1 млрд. грн.

В понедельник, 10 августа, Укрзалізниця начала размещение двухлетних облигаций на общую сумму 1 млрд грн. Согласно проспекту эмиссии облигаций, объем выпуска облигаций серии А Донецкой железной дороги составил 150 млн грн, Юго-Западной железной дороги (серия В) - 200 млн грн, Приднепровской ж/д (серия А) - 220 млн грн, Южной ж/д (серия А) - 100 млн грн, Одесской ж/д (серия А) - 250 млн грн, Львовской ж/д (серия А) - 80 млн грн. Андеррайтером всех выпусков облигаций выступил Экспресс-банк (Киев).

Номинал всех облигаций 1 тыс. грн., ставка доходности 24% годовых, установлена ежемесячная купонная выплата. Согласно проспекту эмиссии, основной целью размещения облигаций является привлечение ресурсов для погашения задолженности предприятий по внешним займам. На эти цели планируется направить 70% привлеченных в результате эмиссии средств. При этом еще 30% от привлеченной суммы железные дороги

направят на усовершенствование системы скоростной перевозки транзитных грузов.

Мы полагаем, что несмотря на ежемесячную выплату купонного дохода и достаточно высокую ставку купона, данный выпуск будет трудно разместить на рынке. Скорее всего, часть этих облигаций выкупят госбанки.

Украинские локальные облигации: индикативные цены

Облигации	Цена, грн		Доходность к оферте эффективная, %		Объем эмиссии, млн. грн	Ку- пон, %	Разме- щение	Ближайшая оферта или погашение
	Bid	Ask	Bid	Ask				
Суверенные								
Украина, UA3B00020909	951		30		1805	11,9	Публичное	30.12.2009
Украина, UA3B00022400	1003		25		761	9,4	Публичное	02.09.2009
Муниципальные								
Донецк, 1-В	1026		7		45	11,8	Публичное	21.12.2009
Одесса, 1-С		1000		16	30	14,0	Публичное	31.12.2010
Банки								
Райффайзен Банк Аваль, 1-С	1009	1030	29	23	150	13,5	Публичное	21.01.2010
Райффайзен Банк Аваль, 1-Е	879		127		400	10,0	Частное	11.11.2009
Райффайзен Банк Аваль, 1-F		671		33	100	11,0	Частное	10.11.2012
Ощадбанк, 1-А	987	1010	305	75	300	10,3	Публичное	13.08.2009
Ощадбанк, 1-В	987	1010	15	12	200	10,5	Публичное	12.08.2010
Укрсоцбанк, 1-D	500		143		500	12,5	Публичное	16.08.2010
ПУМБ, 1-В		1053		24	300	21,0	Публичное	09.04.2010
Укргазбанк, 1-А	1000		отр		100	16,0	Публичное	15.07.2010
Укргазбанк, 1-В	300		999		50	10,5	Публичное	25.02.2010
Укргазбанк, 1-С	1000		17		300	16,0	Частное	30.07.2012
Укргазбанк, 1-D	300		8729		100	16,0	Публичное	22.09.2009
Укргазбанк, 1-Е	300		3025		100	16,0	Публичное	22.12.2009
Кредитпромбанк, 1-С		1009		22	50	15,5	Публичное	15.07.2010
Кредитпромбанк, 1-D		1033		17	50	16,0	Публичное	15.02.2010
Кредитпромбанк, 1-F		624		63	350	17,0	Частное	07.06.2011
Кредитпромбанк, 1-G	1009		13		500	12,0	Частное	05.07.2010
Кредитпромбанк, 1-Н	1025	553	1	1435	250	11,3	Частное	21.10.2009
Кредитпромбанк, 1-I	1000		12		250	11,5	Частное	20.10.2010
Родовид Банк, 1-А	1033		5		100	15,8	Публичное	22.09.2009
Родовид Банк, 1-С	980		19		125	15,8	Публичное	06.11.2010
Родовид Банк, 1-D	1036		9		250	13,5	Частное	08.12.2009
Родовид Банк, 1-Е	1038		9		250	13,5	Частное	08.12.2009
Мегабанк, 1-F	200	1012	3358	19	100	20,0	Публичное	01.02.2010
Другие корпоративные								
Кировоградоблэнерго, 1-В	600	1050	255	23	120	23,0	Публичное	01.03.2010
Севастопольэнерго, 2-В	600	1050	255	23	100	23,0	Публичное	01.03.2010
Караван, 1-С	842	900	отр	41	130	20,0	Публичное	28.06.2010
Луцкий автомобильный завод, 1-В	400	1028	436	28	200	22,0	Публичное	11.05.2010
ПК Подолье, 1-А	834		62		100	20,0	Публичное	28.05.2010
Аэропорт Борисполь, 3-А	846		41		300	10,0	Публичное	19.04.2010

Конкорд Капитал, Центральный Офис

ул. Мечникова 2, 16 этаж
 Бизнес Центр Парус
 Киев 01601, Украина
 Тел.: +380 44 391 5577
 Факс: +380 44 391 5571

www.concorde.ua

Генеральный Директор

Игор Мазепа im@concorde.com.ua

Управляющий Директор

Роман Насиров rn@concorde.com.ua

Управляющий Директор

Константин Фисун, CFA kf@concorde.com.ua

Директор Д-та Продаж

Александр Шнир ash@concorde.com.ua

Международные Продажи

Анастасия Назаренко an@concorde.com.ua
 Марина Мартиросян mm@concorde.com.ua
 Андрей Супранонок sap@concorde.com.ua

Внутренняя Торговля

Юрий Пилипенко up@concorde.com.ua
 Алиса Тихомирова at@concorde.com.ua

Директор
Аналитического Отдела

Андрей Гостик, CFA ag@concorde.com.ua

Конкорд Капитал

Лесной проулок 4, 5 этаж
 Капитал Плаза
 Москва 125047, Россия
 Тел.: +7 495 642 87 15
 Факс: +7 495 225 85 00

office@concorde.com.ua

Аналитический Отдел
Стратегия

Константин Фисун kf@concorde.com.ua
 Андрей Гостик, CFA ag@concorde.com.ua

**Металл и Горная
 Промышленность**

Андрей Герус ga@concorde.com.ua

**Коммунальные
 Услуги/Энергетика**

Егор Самусенко syg@concorde.com.ua

Нефть и Газ

Андрей Герус ga@concorde.com.ua

Недвижимость/Строительство

Андрей Гостик, CFA ag@concorde.com.ua

Машиностроение

Егор Самусенко syg@concorde.com.ua

Банки

Андрей Пархоменко pav@concorde.com.ua

Экономист

Андрей Пархоменко pav@concorde.com.ua

Долговой Рынок

Андрей Герус ga@concorde.com.ua

Редактор

Бред Вэллс bw@concorde.com.ua

Подтверждение аналитиков и отказ от ответственности

Настоящий отчет подготовлен аналитиком (ами), чье имя (чьи имена) указано (ы) на титульном листе настоящего отчета с целью предоставления справочной информации о компании или компаниях (собираетельно «Компания») и ценных бумаг, являющихся предметами настоящего отчета. Каждый аналитик подтверждает, что все позиции, изложенные в настоящем отчете в отношении какой-либо ценной бумаги или эмитента, точно отражают личные взгляды этого аналитика касательно любого анализируемого эмитента/ценной бумаги.

Любые рекомендации или мнения, представленные в настоящем отчете, являются суждением на момент публикации настоящего отчета. Настоящий отчет был подготовлен независимо от Компании, и любые рекомендации и мнения, представленные в настоящем отчете, отражают исключительно точку зрения аналитика. При всей осторожности, соблюдаемой для обеспечения точности изложенных фактов, справедливости и корректности представленных рекомендаций и мнений, ни один из аналитиков, Компания, ее директор и сотрудники не устанавливали подлинность содержания настоящего отчета и, соответственно, ни один из аналитиков, Компания, ее директор и сотрудники не несут какой-либо ответственности за содержание настоящего отчета, в связи с чем информация, представленная в настоящем отчете, не может считаться точной, справедливой и полной.

Ни одно лицо не несет какой-либо ответственности за какие-либо потери, возникшие в результате какого-либо использования настоящего отчета или его содержания, либо возникшие в какой-либо связи с настоящим отчетом. Каждый аналитик и/или связанные с ними лица мог предпринять действия в соответствии либо использовать информацию, содержащуюся в настоящем отчете, а также результаты аналитической работы, на основании которых составлен настоящий отчет, до его публикации. Информация, представленная в настоящем документе, не может служить основанием для принятия инвестиционных решений любым его получателем или иным лицом в отношении ценных бумаг Компании. Настоящий отчет не является оценкой стоимости бизнеса Компании, ее активов либо ценных бумаг для целей, предусмотренных законодательством Украины и иных стран СНГ в сфере деятельности по оценке стоимости.

Каждый аналитик подтверждает, что никакая часть полученного вознаграждения не была, не является и не будет связана прямо или косвенно с определенной рекомендацией (ями) или мнением (ями), представленными в данном отчете. Вознаграждение аналитикам определяется в зависимости от деятельности и услуг, направленных на обеспечение выгоды инвесторам, являющимся клиентами Concorde Capital, а также дочерних компаний («Фирма»). Как и все сотрудники Фирмы, аналитики получают вознаграждение в зависимости от рентабельности деятельности Фирмы, которая включает выручку от ведения прочих видов деятельности подразделениями Фирмы.

Каждый аналитик, аффилированные компании либо иные лица являются или могут являться членами группы андеррайтеров в отношении предлагаемых к продаже ценных бумаг Компании. Каждый аналитик имеет право в будущем участвовать в публичном выпуске ценных бумаг Компании.