

Рынок украинских долговых инструментов: этапы восстановления

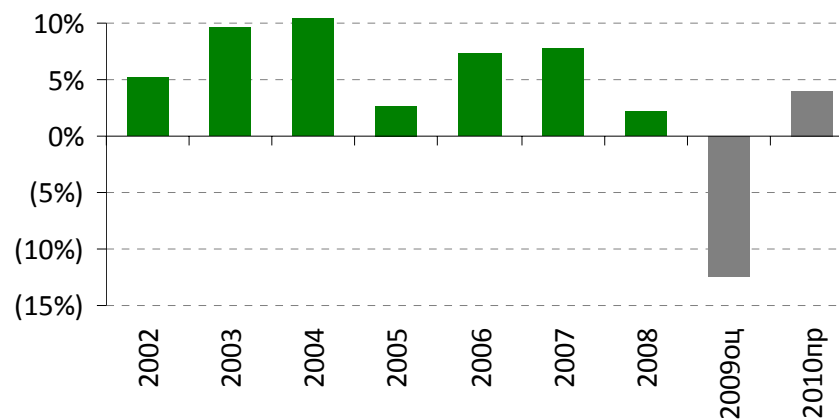
Минск, июнь 2009 г.

Украинская экономика: под давлением кризиса

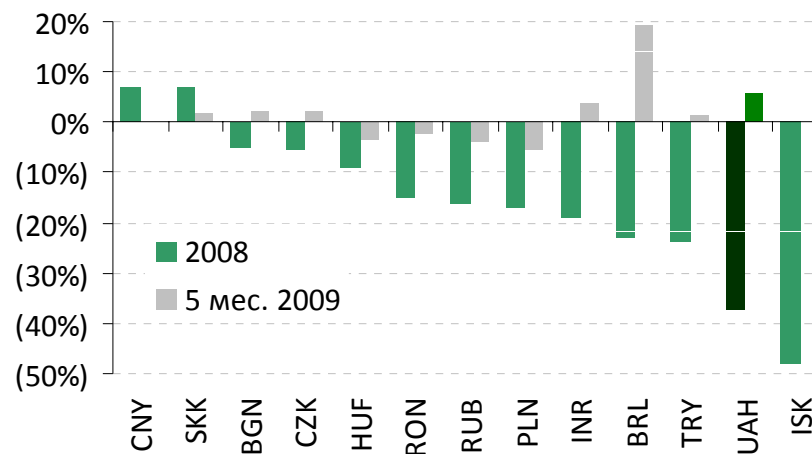
Резюме

- ▶ Мировой кризис привёл к значительным ухудшениям условий внешней торговли и оттоку капитала. Украина стала первой страной в регионе, чья экономика ощутила негативное влияние кризиса и понесла от него максимальный ущерб вследствие нестабильности банковской системы и зависимости от сырьевого рынка.
- ▶ Спад в экспортно-ориентированных отраслях экономики привёл к сокращению промпроизводства на 26% г/г в 4кв.08 и на 32% в 1кв.09. Рост реального ВВП в прошлом году замедлился до 2,1% г/г при ожидаемом резком падении в 2009 г.
- ▶ Снижение доходов от экспорта, ограничение притока капитала и ослабление общественного доверия оказали негативное влияние на курс гривны, который в прошлом году опустился на 36% - максимальная девальвация среди валют развивающихся рынков.
- ▶ В 2009 году Национальному банку удалось стабилизировать курс гривны с помощью валютных аукционов для заёмщиков и ужесточения валютного регулирования.

Реальный ВВП (% г/г)



Курс гривны и аналогичных валют (по отношению к \$)

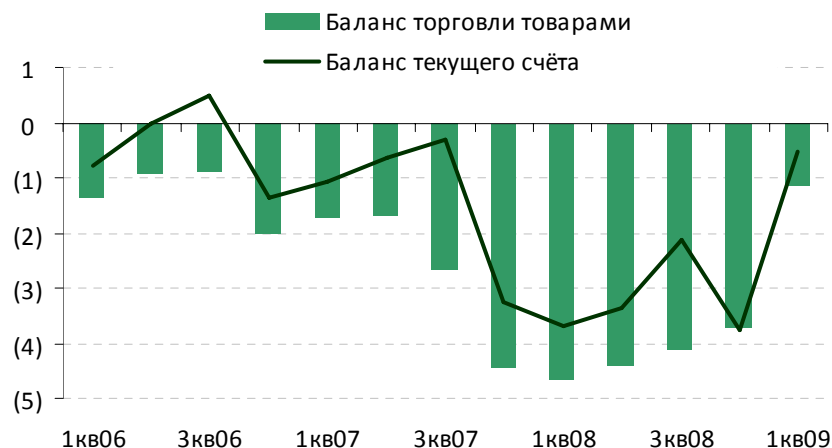


Украинская экономика: Внешняя коррекция

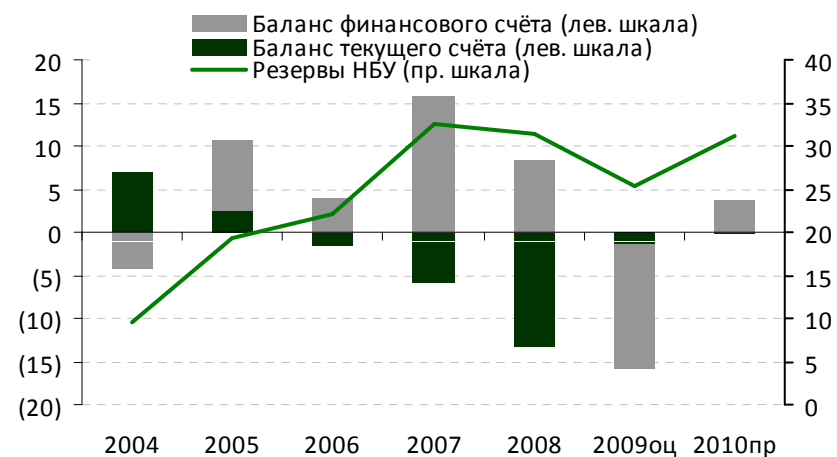
Резюме

- ▶ Мощная девальвация гривны привела к резкой коррекции торгового баланса и счёта текущих операций. Несмотря на рост цен на газ, дефицит текущего счёта сократился до \$0,5 млрд. в 1кв.09 по сравнению с \$3,7 млрд. в 1кв.08.
- ▶ Экспорт товаров снизился на 41% г/г за 4М09 на фоне спада в металлургии, в то время как импорт сократился на 50% г/г вследствие ограничения закупок газа и импорта машин и оборудования.
- ▶ Мы ожидаем, что дефицит текущего счёта сузится до 1,2% ВВП в 2009 г. с 7,2% ВВП в 2008 г., а в 2010 г. приблизится к нулевой отметке.
- ▶ Чистый приток прямых иностранных инвестиций в январе-апреле сократился более чем в 2 раза г/г до \$1,5млрд., однако мы прогнозируем его постепенное восстановление благодаря рекапитализации банков с иностранным капиталом.
- ▶ Краткосрочный спрос на иностранную валюту и выплаты по задолженностям частного сектора в иностранной валюте являются, на наш взгляд, основными источниками давления на курс гривны.

Динамика текущего счёта (\$ млрд.)



Платёжный баланс и резервы НБУ (\$ млрд.)

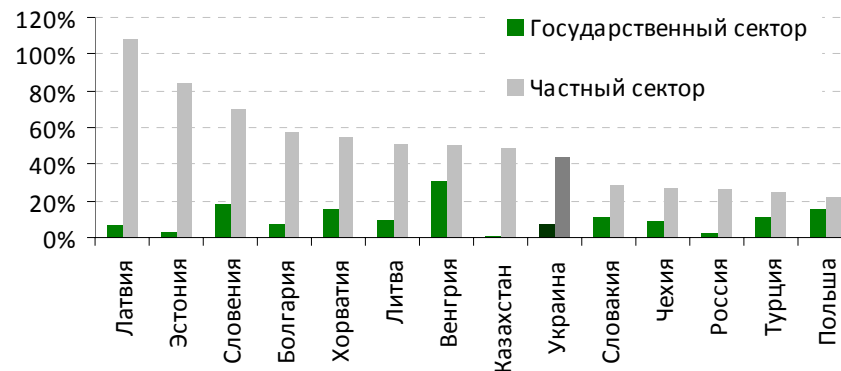


Украинская экономика: Внешний долг

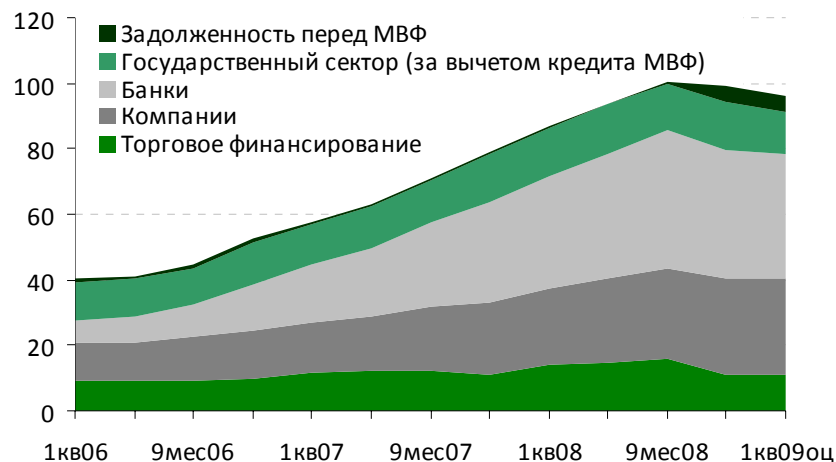
Резюме

- ▶ Внешний долг частного сектора, в основном коммерческих банков, к концу 9мес.2008 увеличился до \$86 млрд., или 45% ВВП, в то время как государственный долг составил всего \$14 млрд. (7,5% ВВП), что сопоставимо с уровнем задолженности стран в регионе.
- ▶ По нашим оценкам, внешний долг Украины, подлежащий погашению в этом году, составляет \$41 млрд., включая погашения по госдолгу на сумму \$1,5 млрд., обязательства банков в размере \$17 млрд., торговое финансирование на сумму \$11 млрд. и долги компаний в размере \$11 млрд.
- ▶ Частный сектор не полностью утратил доступ к внешним источникам финансирования благодаря поддержке иностранных банков и заимствованиям у аффилированных сторон в корпоративном секторе. В 4мес.09 уровень рефинансирования обязательств в частном секторе достиг 80%: 72% для банков и 103% для компаний.
- ▶ Возможно, что пик выплат по внешним обязательствам банков уже позади: 45% (\$7,8 млрд.) объёма оценочной годовой задолженности отрасли уже выплачено или рефинансировано.
- ▶ Мы ожидаем, что Украина выплатит всего \$12 млрд., то есть около трети совокупных внешних обязательств с погашением в этом году.

Внешний долг Украины и аналогичных стран (9мес.2008)



Динамика валового внешнего долга (% ВВП)



Украинская экономика: Валютный рынок

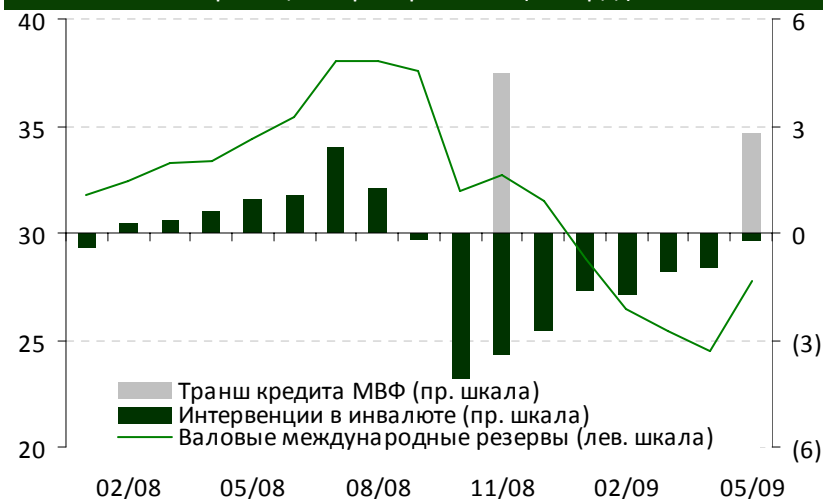
Резюме

- ▶ Достигнув минимума UAH 9,35:\$ в феврале 2009 г. (-50% от предкризисного уровня), гривна стабилизировалась ниже отметки UAH 8,0:\$ (+17% по сравнению с минимумом) благодаря ужесточению валютного регулирования.
- ▶ Исходя из фундаментальных показателей платёжного баланса, курс гривны, на наш взгляд, всё ещё «переоценен». Однако валютное регулирование (и его ужесточение в случае необходимости) и международные резервы в размере \$28 млрд. на конец мая (резервы могут укрепиться дополнительно на \$7,0 млрд. за счёт ожидаемого поступления от МВФ) позволят НБУ сохранить стабильность курса гривны в 2009-10 гг.
- ▶ Основной риск дестабилизации курса исходит от краткосрочного движения капитала (например изменения объёмов депозитов в иностранной валюте, закупки валюты в связи обслуживанием внешних обязательств или в связи с покупками товаров критического импорта (газа)).

Динамика курса UAH:USD



Валютные интервенции и резервы НБУ (\$ млрд.)



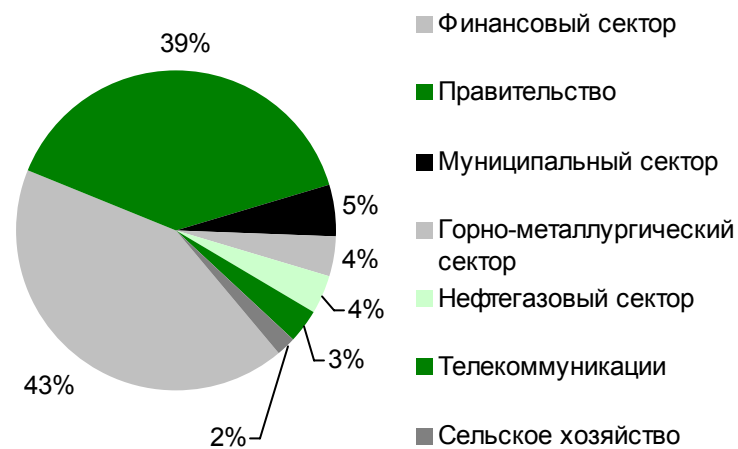
Рынок украинских еврооблигаций

Рынок украинских еврооблигаций

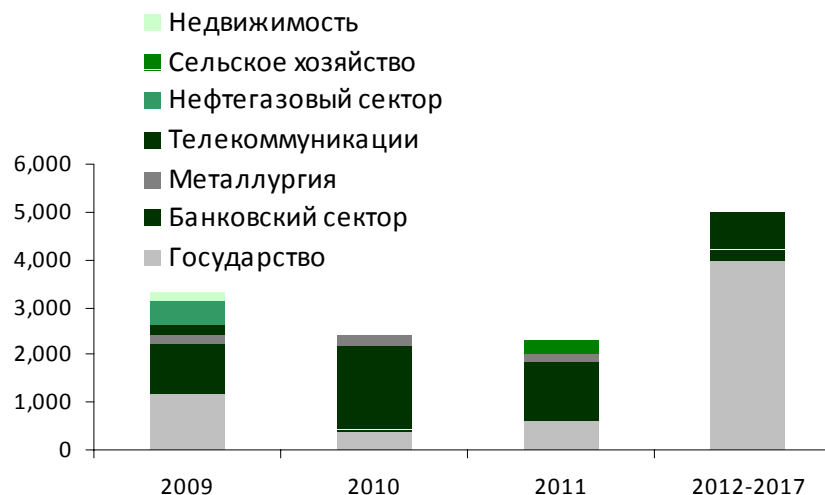
Резюме

- ▶ Правительство, корпорации и банки активно действовали на зарубежных рынках долгового капитала в 2003-2007 гг., сумев привлечь суверенные и корпоративные обязательства на сумму \$5 млрд. и \$6 млрд., соответственно (всего - 35 эмитентов). В 2008 г., у условиях набирающего обороты мирового кризиса ликвидности, лишь три украинских эмитента вышли на долговой рынок, разместив бумаги на общую сумму \$750 млн.
- ▶ Наиболее активными эмитентами корпоративных еврооблигаций выступали банки. В настоящий момент доля банковского сектора в общем объеме обращающихся бумаг (\$5,5 млрд.) составляет почти 76%, в основном в сегменте облигаций с низким уровнем доходности. Промышленные предприятия (металлургическая, нефтегазовая, телекоммуникационная и сельскохозяйственная отрасли) являются эмитентами оставшихся 24% бумаг.
- ▶ В этом году наступает срок погашения суверенных еврооблигаций на сумму \$1,2 млрд. Украинским корпоративным эмитентам предстоит выплатить или досрочно погасить еврооблигации на сумму \$2,2 млрд. во 2кв.-4кв.09. По итогам 5 месяцев можно констатировать, что большинство эмитентов, в особенности банки с иностранным капиталом, пока успешно справляются с обслуживанием своих обязательств.

Украинские еврооблигации в обращении



Погашение украинских еврооблигаций (\$ млн.)



Резкое снижение доверия инвесторов ...

Резюме

- ▶ Начиная с 3кв.08г. на финансовом рынке преобладали негативные настроения инвесторов в отношении экономической ситуации в Украине и её способности обслуживать свои долговые обязательства в условиях мирового финансового кризиса.
- ▶ Рейтинг Украины был постепенно понижен с BB-(S&P)/BB-(Fitch)/B1(Moody's) на три пункта до CCC+/B/B, соответственно, на конец марта 2009 г.
- ▶ Доходность украинских суверенных еврооблигаций достигла максимального значения (110%), а CDS по обязательствам Украины превысили 5 400 б.п. на пике в марте, уступая лишь облигациям Эквадора, по которым был объявлен дефолт.
- ▶ Однако начиная с марта 2009 рынок развернулся, CDS снизились практически в 3 раза до 1,800 б.п. на начало июня, а доходность суверенных бумаг упала до 13-40%

Годовая динамика украинских спрэдов



Облигации Украины и стран с аналогичными рейтингами

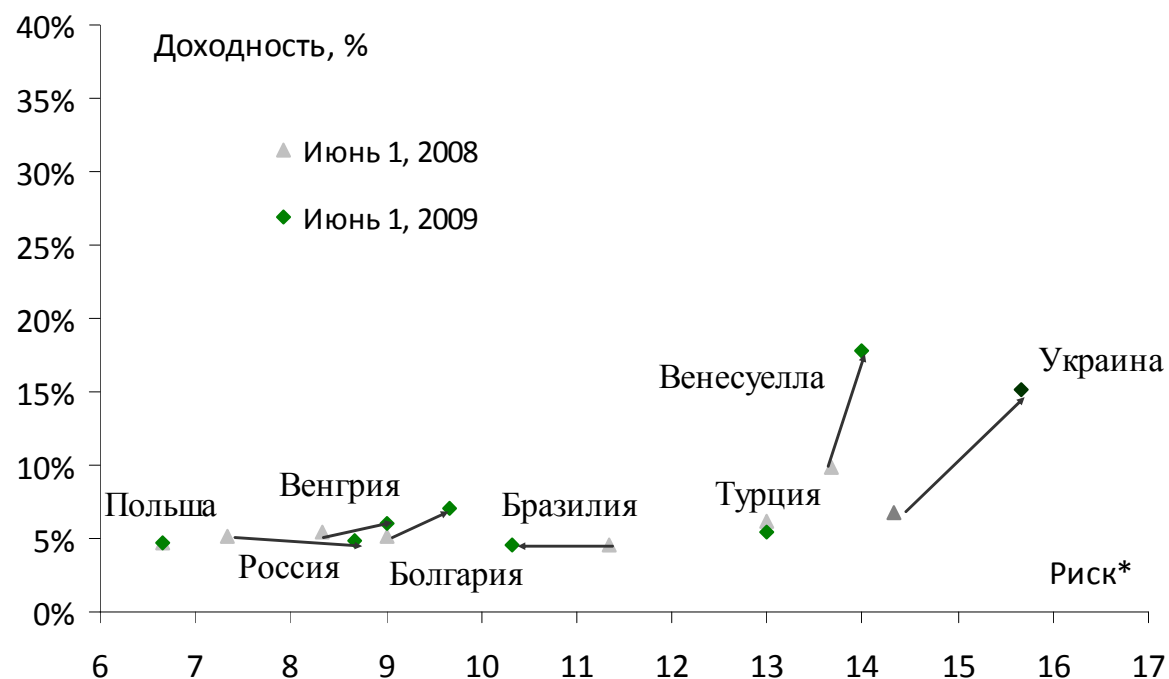


... как к суверенным ...

Резюме

- Несмотря на недавнюю коррекцию на рынке, доходность украинских бумаг в настоящее время на 300-500 б.п. превышает доходность других суверенных облигаций с аналогичным уровнем риска.

Доходность Украины-13 и еврооблигаций развивающихся стран



Примечания: *Уровень риска является числовым выражением сводного рейтинга страны (среднее значение рейтингов агентств Moody's, S&P и Fitch). Более высокий уровень соответствует более низкому рейтингу, и, соответственно, более высокому риску. К примеру, страна с рейтингом A2 от Moody's и A от Fitch и S&P имеет уровень риска 6, в то время как стране с рейтингом B3 от Moody's и B- от S&P и Fitch будет присвоен уровень риска 16.

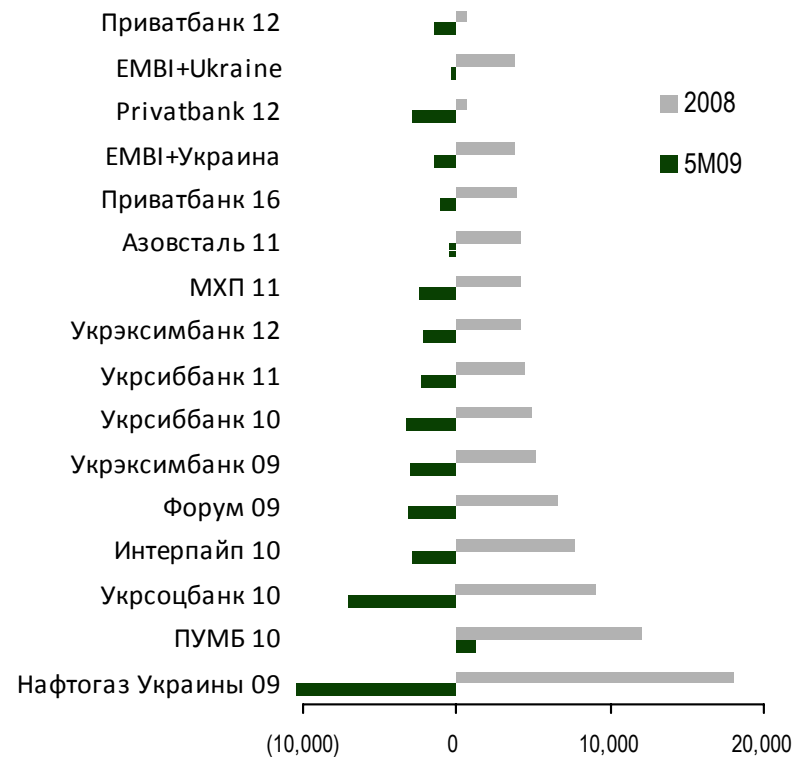
Источники: Министерство финансов, JP Morgan, Драгон Капитал

... так и корпоративным еврооблигациям

Резюме

- ▶ Корпоративные еврооблигации еще более сильно ощутили на себе влияние кризиса. Спрэды по облигациям украинских эмитентов расширились на 4000 - 18000 б.п., а их доходность взлетела до 160 - 350%, достигнув рекордных уровней на пике.
- ▶ Наиболее стремительный рост спрэдов показали еврооблигации банков (до 14000 б.п.), отразив риски и опасения инвесторов по отношению к финансовому сектору.
- ▶ К концу 1кв.2009г. на рынке можно было четко выделить две группы еврооблигаций: более ликвидные (суверенные, еврооблигации банков с иностранным капиталом и некоторые корпоративные облигации) и неликвидные, некоторые из которых вообще не торговались (к примеру, еврооблигации девелоперской компании XXI Век и группы ИСД с погашением в 2010 г.).
- ▶ С марта 2009 года начался первый этап восстановления на рынке. Спрэды корпоративных бумаг сузились в среднем на 3000 б.п., а доходности упали в среднем до 20-50% на начало июня.

Динамика спрэдов еврооблигаций (б.п.)



Источник: Драгон Капитал

Ожидание восстановления

Резюме

- ▶ Долговой кризис наступил в Украине в начале октября, когда спреды суверенных облигаций превысили 1 000 б.п.
- ▶ В конце 2008 года мы составили выборку суверенных эмитентов, по облигациям которых были объявлены дефолт или отсрочка выплат. Некоторые из этих стран впоследствии возобновили выплаты, в то время как другие провели реструктуризацию путём выпуска новых облигаций в обмен на бумаги, по которым был объявлен дефолт.
- ▶ Приведенный график демонстрирует, что цена проанализированных нами еврооблигаций сократилась на 20-75%, а период падения цены до начала восстановления составил 6-19 месяцев.
- ▶ Учитывая вышеприведенный анализ и тот факт, что Украина, в отличие от приведенных эмитентов, чётко осуществляла платежи по своим обязательствам, мы правильно предположили, что украинские евробонды, опустившись в цене до 30% от номинала, достигли своего дна.
- ▶ Также, не разделяя негативные мнения рынка, что вероятность дефолта высока, мы ожидали разворота и начала восстановления рынка. Хотя период начала восстановления, исходя из исторических наблюдений, мог растянуться на месяцы и в случае с Украиной зависел от восстановления на мировых рынках и макроэкономической стабильности

Еврооблигации стран после долгового кризиса*



Страна	Год дефолта	Год реструктуризации
Аргентина	2001	2005
Доминика	2001	-
Доминиканская Республика	2003	2005
Россия	1998	2000
Эквадор	2008	-

Примечание: *количество месяцев рассчитано, начиная с месяца, предшествовавшего резкой коррекции цены облигаций.

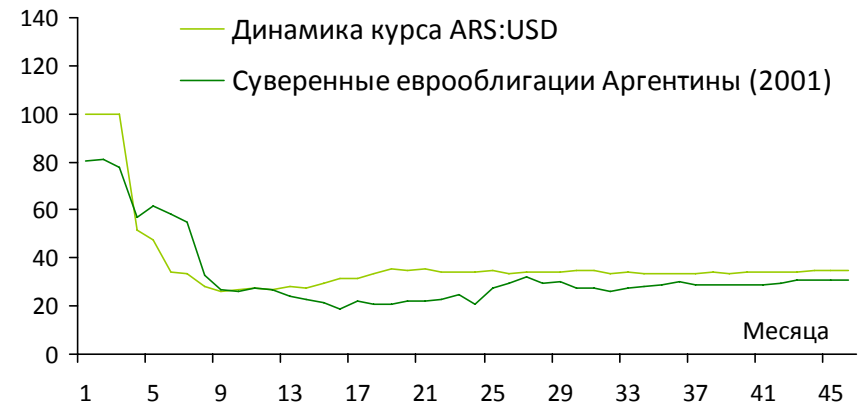
Источники: Bloomberg, МВФ, Драгон Капитал

Ожидание восстановления (продолж.)

Резюме

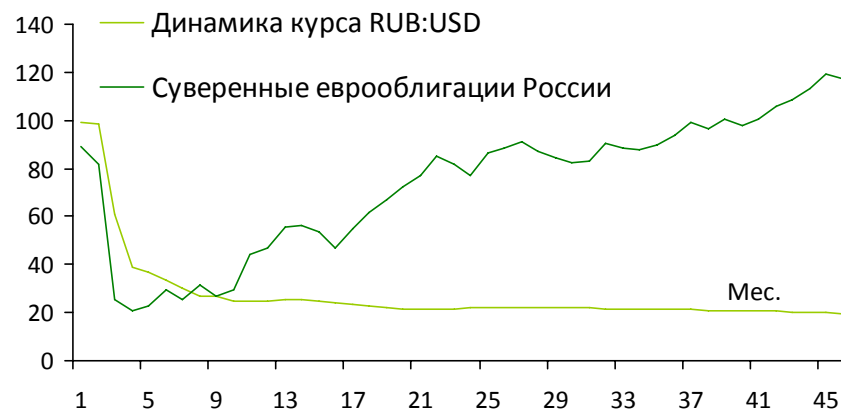
- Прослеживается зависимость между котировками еврооблигаций и курсами соответствующих национальных валют во время упомянутых долговых кризисов.
- Цена на облигации стабилизируется, либо начинает расти, как только стабилизируется курс национальной валюты.
- Пример Украины подтверждает это.

Аргентина: Суверенные еврооблигации и курс валюты



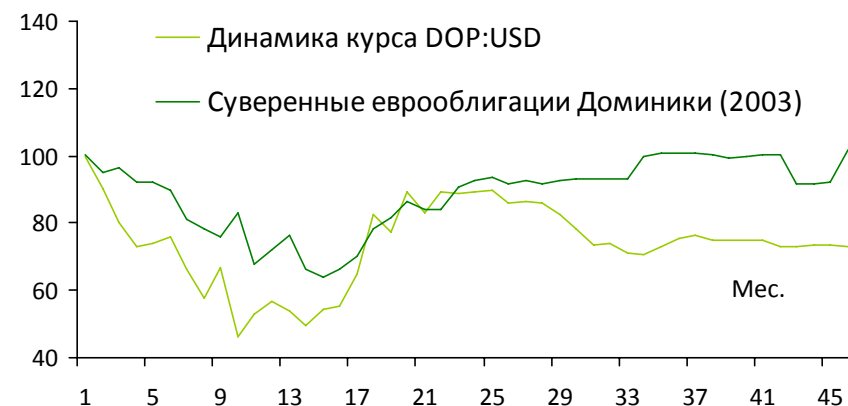
Источник: Bloomberg, Драгон Капитал

Россия: Суверенные еврооблигации и курс валюты



Источник: Bloomberg, Драгон Капитал

Доминика: Суверенные еврооблигации и курс валюты



Источник: Bloomberg, Драгон Капитал

Восстановление рынка еврооблигаций

Украина: Суверенные еврооблигации и курс национальной валюты



Источник: Bloomberg, Драгон Капитал

Динамика валюты

- Хотя риск очередного витка девальвации гривны до начала восстановления экономики, которое мы ожидаем во второй половине 2010г., остается высоким, существует значительная вероятность поддержания стабильности национальной валюты целенаправленной политикой Национального Банка.

Ключевые события для рынка еврооблигаций

Ключевые макроэкономических события

- ▶ Визит миссии МВФ (24 июня)
- ▶ Получение третьего транша кредита МВФ - \$3,2млрд. (июль, после визита миссии)
- ▶ Публикация ВВП за 1кв.09г. (29 июля)
- ▶ Оплата природного газа компанией «Нафтогаз» (ежемесячно до 7 числа)
- ▶ Рекапитализация Нафтогаза, банков
- ▶ Публикация результатов деятельности банковского сектора за 1 полугодие 2009г. (июль)
- ▶ Выполнение требований МВФ
- ▶ Изменение валютного регулирования политики НБУ

5-летние КДС Украины

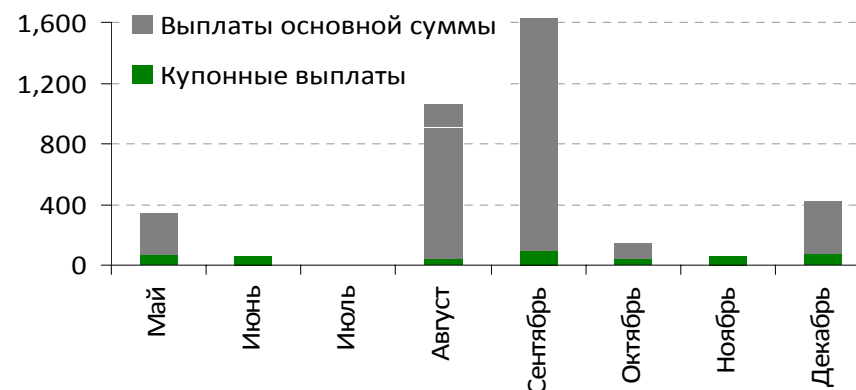


Источник: Bloomberg, Драгон Капитал

Ключевые события на рынке облигаций

- ▶ Погашение суверенных еврооблигаций на сумму \$ 500 млн. (август)
- ▶ Оферта по суверенным еврооблигациям на сумму CHF 768 млн. (сентябрь)
- ▶ Погашение еврооблигаций Укрэксимбанка на сумму \$ 250 млн. (сентябрь)
- ▶ Погашение еврооблигаций компании «Нафтогаз» на сумму \$500млн (сентябрь)

Выплаты по еврооблигациям в 2009 г. (\$ млн)



Источник: Bloomberg, Драгон Капитал 14

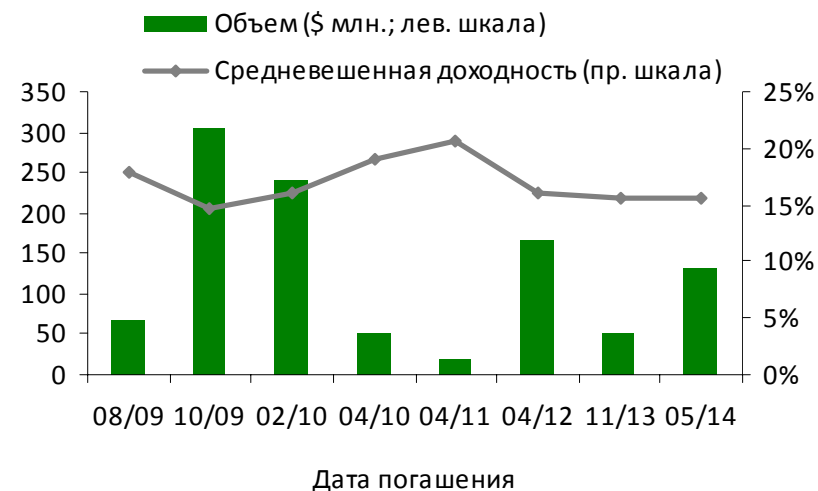
Рынок внутренних облигаций

Рынок ОВГЗ

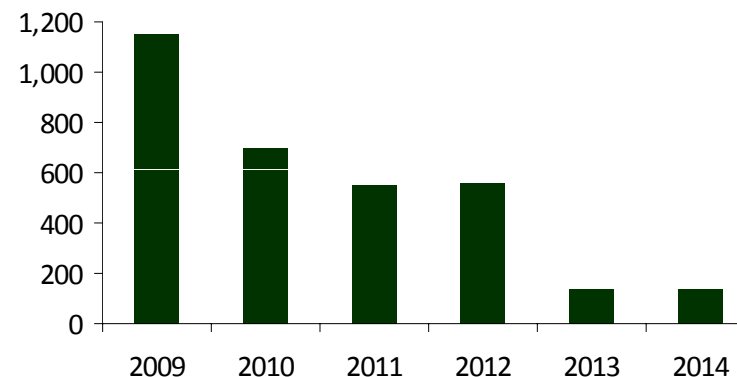
Резюме

- ▶ В настоящий момент в обращении находятся ОВГЗ на сумму \$5 млрд., из них держателем 62% является НБУ, 26% - коммерческие банки. При этом Ощадбанку принадлежит 76% совокупного объема ОВГЗ, выкупленного банками, Райффайзен Банку Аваль - 13%, а Укрэксимбанку - 11% (по состоянию на 1 мая).
- ▶ В 2009 г. правительству необходимо погасить относительно небольшой объем ОВГЗ (\$1.2 млрд.), но при этом, согласно параметрам государственного бюджета, запланировано привлечение новых заёмных средств на рекордные \$3.4 млрд. путем реализации ОВГЗ (без учета выпусков для рекапитализации банков).
- ▶ В последнее время на аукционах Минфин предлагает выпуски со сроком погашения от 3 месяцев до 5 лет с доходностью 18-23%, что в целом соответствует уровню доходности на вторичном рынке (18-34%).
- ▶ На наш взгляд, текущая доходность ОВГЗ может привлечь покупателей в лице банков, нуждающихся в рефинансировании НБУ, а также других инвесторов, учитывая сравнительно низкие риски государственных облигаций, их достаточную прибыльность и низкую подверженность валютным рискам на фоне ревальвации гривны
- ▶ С начала этого года государство разместило ОВГЗ на сумму \$1,0 млрд.

Доходность ОВГЗ и объёмы размещений



Погашение ОВГЗ (\$ млн.)

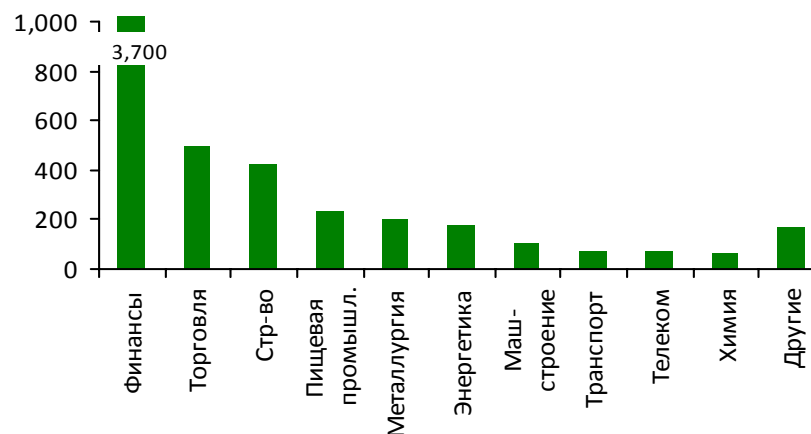


Рынок внутренних корпоративных бондов

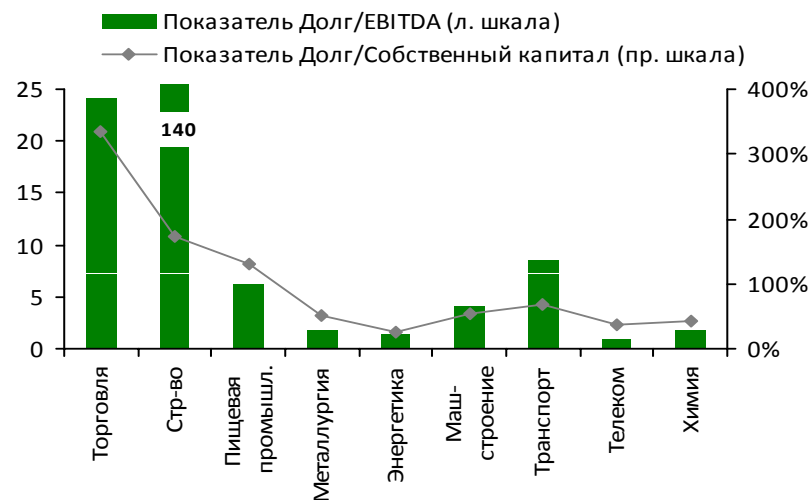
Резюме

- ▶ В 2008 г. объём выпуска гривневых корпоративных облигаций сократился на 40% г/г до \$1.4 млрд., поскольку существенное сокращение ликвидности и удорожание фондирования в украинском банковском секторе негативно отразилось на активности рынка.
- ▶ Банки и другие финансовые учреждения выпустили 45% общего объёма облигаций, в среднем по \$26 млн. с доходностью 16,4%. Облигации нефинансового сектора размещались с более высокой доходностью (16-22%), однако объёмы были небольшими (\$4-13 млн.).
- ▶ Помимо финансового сектора, основными эмитентами корпоративных облигаций выступали компании розничной торговли, строительства и пищевой промышленности. Так как данные отрасли вели очень агрессивную политику по привлечению всех видов долгового финансирования и сильно пострадали от кризиса (особенно торговля и строительство), уровень общей задолженности данных отраслей является рекордной, а возможность обслуживать долг – минимальной, что делает высоким риск дефолта/реструктуризации.

Корпоративных облигации в обращении (\$ млн.)



Долговая нагрузка секторов



Внутренние дефолты

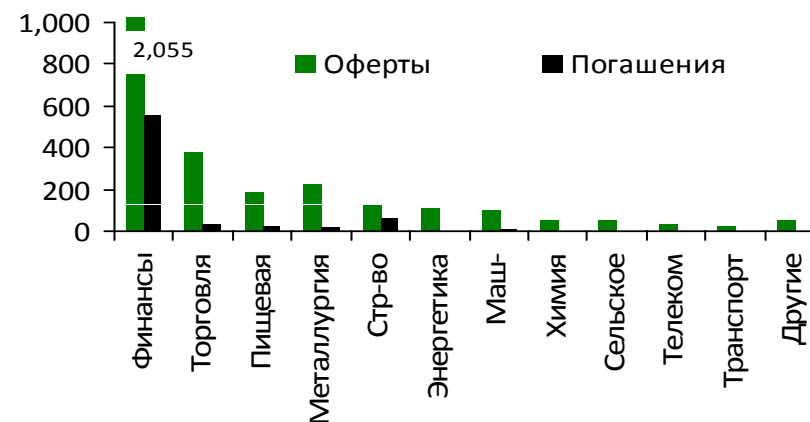
Резюме

- Большинство эмитентов повысили ставки с целью предотвратить необходимость их выкупа по оферте. Текущие ставки купонов составляют 16-18% по банковским облигациям и 20-26% по корпоративным бумагам, что всё ещё уступает требуемому рынком уровню 30-50% доходности.
- Рынок насчитывает уже около 100 технических дефолтов по облигациям на сумму \$200 млн.
- Мы не исключаем, что количество дефолтов по корпоративным облигациям возрастет, поскольку, по нашим оценкам, к концу года наступит срок погашения по выпускам на оценочную сумму \$0.6 млрд. и опционов «пут» по облигациям на сумму около \$3.3 млрд.
- Мы оцениваем, что в 2009 г. совокупный объём облигационных займов, по которым наступает оферта или погашение, составит порядка \$3.2 млрд. грн (78% общего объёма погашений), из них 81% облигаций финансового сектора, 13% - сектора розничной торговли и 6% - недвижимости.
- Несмотря на крупный объём обязательств, которые должен будет погасить финансовый сектор, мы ожидаем высокого уровня рефинансирования, поскольку банковские облигации в настоящий момент задействованы в различных схемах долговых взаимозачётов, позволяющих эмитенту выполнять их погашение, избегая оттока денежных средств.

Структура дефолтов по облигациям (3кв.08-5м.09)



Структура погашений и оферт в 2009 года (\$ млн.)



Dragon Capital

Спасибо за внимание

**Ул. Саксаганского 36Д
01 033 Киев Украина
Тел.: (+380 44) 490 7120
Факс: (+380 44) 490 7121
www.dragon-capital.ua**