




**В поисках недооцененных активов:
сравнение внутреннего рынка долговых
инструментов с Еврорынком.**

ING 

Предпосылки проведения подобного анализа:

- **Облигационный бум на рынке корпоративных облигаций в Украине 2002-2003 годах.**
Общий объем выпусков, попавших в публичное обращение 322 млн. грн. в 2002 и 1.4 млрд. грн. в 2003.
- **Активизация спроса на рынке государственных облигаций в 2004 году.**
За 4 месяца 2004 года МинФин продал краткосрочных и среднесрочных гос. облигаций на сумму 600 млн. грн. в сравнении с 1.19 млрд. грн. в 2003. На 1 мая 2004 года 250 млн.грн. НДС облигаций вышло на рынок.
- **Начало массового выхода украинских эмитентов на Еврорынок 2003-2004 год.**
Суверенные Евробонды 1 млрд. долларов США в 2003 и 600 млн. долларов США в 2004. Дебютные выпуски Евробондов компании «Киевстар», ГП «Южмаш», города Киева, банков «Приватбанк» и «Укрсиббанк». Подготовка новых выпусков 130 млн. USD ГП «Южмаш», 200 млн. USD города Киева, 150 млн. USD «Укрэксимбанка», 100 млн. USD «Укрсоцбанка», 700 млн. USD НАК «Нафтогаз» а также других возможных выпусков на общую сумму около 800 млн. USD.

ING 

Анализ строим на полном понимании кардинальных различий этих инструментов:

- Евробонды номинированы в USD, локальные облигации в UAH;
- Английское право вместо украинского законодательства;
- Низкая ликвидность местного рынка в отличие от Еврорынка;
- Отсутствие налогов при выплате купона по Еврооблигациям;
- 1.5% пенсионный налог при покупке валюты;

Принимая во внимание данные различия и понимая желание рынков быть эффективными, т.е. искать недооцененные активы и инвестировать в них, попробуем привести эти инструменты к общему знаменателю:

- UAH стабилен в течении последних 3-х лет с трендом небольшой ревальвации. Приближающаяся приватизация наибольших объектов, таких как «Криворожсталь», «Укртелеком», «Укррудпром» принесут в страну дополнительные потоки валюты в сумме 2-3 млрд. долларов США. Высокие цены на международных рынках металла, ожидание хорошего урожая и экспорта зерновых создают дополнительные предпосылки для укрепления гривны. Недооцененность национальной валюты, исходя из паритета покупательной способности, говорит о дальнейшей стабильности гривны с трендом небольшой ревальвации.



- Местный рынок имеет хорошо развитую инфраструктуру и детально прописанное законодательство для надлежащего функционирования рынка ценных бумаг:

- свободный доступ резидентов и нерезидентов к первичному и вторичному рынку гос. облигаций;
- специальное программное обеспечение НБУ для первичных аукционов;
- все необходимые процедуры, включая процедуру доступа нерезидентов и систему их регистрации;
- DVP для гос. облигаций в депозитарии НБУ;
- депозитарий МФС для других ценных бумаг;
- развитая сеть лицензированных хранителей ЦБ (114);
- хорошо развитая инфраструктура вторичного рынка ПФТС, УМВБ и др.

- Низкая ликвидность местного рынка обусловлена малыми объемами выпусков и отсутствием активных игроков. С ростом интереса к местному рынку можно прогнозировать улучшение ликвидности в целом.

- Вход нерезидентов на локальный рынок через страны с которыми Украина имеет договор об избежании двойного налогообложения позволяет получить освобождение от уплаты налогов на территории Украины;

- По прогнозам МинФина пенсионный налог в размере 1.5% не планируется включать в бюджет 2005 года.



Рынок государственных облигаций.

- В отсутствии долгосрочных локальных государственных облигаций рассмотрим эффективную доходность краткосрочных (дисконтных) и среднесрочных (с ежеквартальным купоном) облигаций:
12М – 9.50%
18М – 11.68%
2 года – 11.90%
3 года - 12.22%
- НДС облигации (амортизационные) как хит сезона : рынок находится на уровне 75 % от номинальной стоимости, что дает доходность к погашения в размере 22.4% при средней жизни бумаги 2.5 года.
- Амортизационный Евробонд с погашением 15 марта 2007 – 4.92%, средняя жизнь 2 года, спред 240 б.р. Даже имея спред в 370 в.р. как 10-и летний Евробонд, мы увидим доходность 6.25% для 2-х годичных облигаций в долларах США.



Рынок муниципальных облигаций.

На сегодняшний день только облигации города Киева находятся в обращении:

- 5-и летние на сумму 150 млн. грн. с квартальным купоном, процентной ставкой на первый год обращения 2004 – 14%, 2005-13% и 2006-12% и последующей частичной амортизацией.

- 5-и летние Евробонды, текущая доходность 8.5%, погашение август 2008, спред 460 б.п.

Киев планирует выход на Еврорынок летом 2004 года на сумму 200 млн. долларов США.



Рынок корпоративные облигаций.

Рынок, где в будущем возможен истинный поиск недооцененных активов.

Характерный тому пример - облигации лидера мобильной телефонной компании «Киевстар GSM»:

- Локальные корпоративные облигации Серии А и Б, дающие полный валютный хедж 10% в долларах США на 12М и 18М.

- Еврооблигации с погашением в ноябре 2005, доходность к погашению на сегодня 6.5% (март 2004 – 5.2%).

Также на примере крупнейших государственных компаний монополистов, которые могут рассчитывать получить рейтинг на уровне суверенного от Moody's и S&P, мы сможем увидеть насколько их местные выпуски будут недооценены в сравнении с Еврозаймами.

