

# Bond Market Insight

## НДС облигации. Старый опыт на новый лад

СРЕДА, 28 МАЯ 2014

Украинским налогоплательщикам уже в третий раз предстоит столкнуться с оформлением задолженности по возмещению НДС через выпуск государственных облигаций. Впервые к этой практике правительство обратилось в 2004 году, оформив менее 2.0 млрд гривень задолженности, а во второй раз уже в 2010 году, когда объём выпуска облигаций составил более 16.4 млрд гривень. В этот раз объём выпуска снова может быть существенным, поскольку ранее Министр финансов называл суммы долга по возмещению НДС около 17.0 млрд гривень.

Общие параметры выпусков каждый раз отличаются незначительно. В первый раз это были 5-летние амортизационные облигации с годовым купоном и ставкой в размере 120% учётной ставки НБУ, в 2010 году это были снова 5-летние облигации, но купонный период был сокращён до полугодия и ставка купона была установлена в размере 5.5% годовых. В этот раз решение Кабмина объединяет эти два варианта, устанавливая купонный период снова полугодовой, а купонную ставку в размере учётной ставки НБУ на дату вступления в силу постановления, что фактически составит 9.5%, сохраняя 5-летний срок погашения ОВГЗ. Также в этот раз снято ограничение, что оформление крупных пакетов может быть только через государственные банки.

Постановление, принятое на прошлой неделе и опубликованное вчера, предполагает ряд требований к министерствам, выполнение которых будет предшествовать самому выпуску. Это определение граничного размера задолженности, которая будет подлежать оформлению облигациями, подготовка соответствующего проекта постановления Кабмина об утверждении этого граничного размера, подготовка реестров налогоплательщиков на основании их заявлений. Постановлением установлены и предельные сроки выполнения этих шагов, и максимальный из них два месяца.

Если исходить из этих сроков по порядку, то в начале июня должны быть определены граничные размеры задолженности и утверждены решением Кабинета Министров. Это может произойти в промежутке до 11 июня, учитывая подготовку материалов Министерством доходов и сборов, подготовку проекта решения Минфином, его согласование и принятие на заседании Кабмина с последующей публикацией.

В то же время, выпуски могут начаться уже вскоре после утверждения граничного размера, поскольку реестры могут формироваться частями, и 2-месячный срок их подачи является граничным. Если реестры будут поданы в этот срок с момента вступления постановления в силу, то завершение процесса выпуска облигаций может состояться уже к концу июля, а оформление уже будет зависеть от налогоплательщиков, включенных в реестры.

RESEARCH INSIGHT

### Доходности НДС с начала 2013 года



Источники: Bloomberg, Инвестиционный Капитал Украина.

### Коррсчета банков и ставки КиевПрайм с начала 2013 года



Источники: НБУ, Bloomberg, Инвестиционный Капитал Украина.

### Предполагаемые денежные потоки

Порядок выплаты купонов	Погашение (амортизация) (грн)	Размер купона (грн)	Всего (грн)
1-й купон	100.0	47.50	147.50
2-й купон	100.0	42.75	142.75
3-й купон	100.0	38.00	138.00
4-й купон	100.0	33.25	133.25
5-й купон	100.0	28.50	128.50
6-й купон	100.0	23.75	123.75
7-й купон	100.0	19.00	119.00
8-й купон	100.0	14.25	114.25
9-й купон	100.0	9.50	109.50
10-й купон	100.0	4.75	104.75

Примечания: выплаты предполагаются каждые 182 дня от даты выпуска. Ставка купона 9.50%.  
Источники: МФУ, Инвест.Капитал Украина.

### Команда аналитиков

**Тарас Котович**  
Киев, +38 (044) 2200120

Дюрация данного выпуска будет около 2.4 года, что конечно превышает аналогичный показатель для последних первичных размещений, но с ростом дисконта дюрация будет сокращаться. Поэтому, если сравнивать с последними размещениями 2-летних ОВГЗ на первичном рынке, которые были с доходностью 17.78% (ставка купона 17.00%), а также доходностями подобных инструментов на вторичном рынке, то спрос на НДС-ОВГЗ возможен при доходностях около 20% или выше. Тем не менее, условиями выпуска установлена ставка купона по новым облигациям на уровне 9.5%, что конечно выше прошлого выпуска НДС-ОВГЗ, но это не позволит исключить продажу облигаций налогоплательщиками с дисконтом, чтобы обеспечить покупателю желаемую доходность. Для формирования доходности на уровне 20% или немного выше, дисконт должен будет составлять не менее 20%, а при низком спросе на них, дисконт может повыситься и до 30%, подымая доходность покупки до 28.0-30.0%.

Проблемы с поиском покупателей могут возникнуть в случае отсутствия, в отличие от 2010 года, интереса к этому инструменту со стороны нерезидентов. Ведь исходя из стоимости беспоставочных форвардов гривня/доллар на данный момент ожидания по курсу гривны на срок 6-12 месяцев находятся на уровнях 13.0-14.0 гривень за доллар, что делает для нерезидентов инвестиции с доходностями ниже 20% практически не привлекательными. Спрос со стороны нерезидентов может сформироваться при дальнейшем улучшении ситуации в Украине, что приведёт к укреплению национальной валюты и соответственно улучшению рыночных ожиданий, одновременно увеличивая рентабельность вложений в новый инструмент.

В то же время, локальные инвесторы могут сформировать определённый спрос на НДС-ОВГЗ, который будет зависеть от уровня ликвидности в банковской системе. В то же время, с одной стороны, если выпуск не будет происходить в очень сжатые сроки и соответственно предложение новых облигаций на рынке не будет существенно превышать возможности инвесторов, то постепенно облигации найдут своих покупателей по приемлемым для обеих сторон ценам. С другой стороны, если выпуск всех НДС-ОВГЗ произойдёт в сжатые сроки не позже конца июля, при низком спросе на них может существенно вырасти дисконт, делая выгодной их покупку, но всё менее привлекательной их продажу.

Таким образом, спрос и цены новых облигаций будут зависеть как от общей экономической и политической ситуации в стране, так и в среднесрочных ожиданиях изменений этой ситуации. Если нерезидентами будет оцениваться текущий курс гривны как недооценённый и, будут превалировать ожидания укрепления национальной валюты в краткосрочном периоде, приток нерезидентов может быть более существенным.

**Chart 1. Динамика портфеля ОВГЗ нерезидентов**

*В денежном выражении (валютные ОВГЗ по официальному курсу НБУ), а также доля в объёме ОВГЗ в обращении*



Источник: НБУ, Инвестиционный капитал Украина

Примечание: Рост портфеля и доли в 2014 году связан со снижением курса гривны к другим валютам.

# Раскрытие информации

## СЕРТИФИКАЦИЯ АНАЛИТИКА

Данная аналитическая публикация была подготовлена аналитиком(-ами), чье имя (имена) приведены на первой странице отчета. Данным раскрытием информации аналитик(и) свидетельствуют, что взгляды и суждения, высказанные в данном отчете, отображают собственную точку зрения данного аналитика или данной команды аналитиков и что их финансовая компенсация в компании не связана с теми взглядами и суждениями, излагаемыми в данном аналитическом отчете.



**INVESTMENT CAPITAL UKRAINE**  
INVESTMENT BANKING

Офис 44, 11-й этаж, бизнес-центр «Леонардо»  
ул. Богдана Хмельницкого, 19-21  
Киев, 01030 Украина  
Тел./факс +38 044 2200120

**ПРЕДСЕДАТЕЛЬ СОВЕТА ДИРЕКТОРОВ**

**Валерия Гонтарева**  
valeria.gontareva@icu.ua

**КОРПОРАТИВНЫЕ ФИНАНСЫ ТЕЛ. +38 044 2200120**

**Макар Пасениук**, Управляющий директор  
makar.paseniuk@icu.ua

**Владимир Демчишин**, директор  
volodymyr.demchyshyn@icu.ua

**Руслан Кильмухаметов**, вице-президент  
ruslan.kilmukhametov@icu.ua

**ПОДРАЗДЕЛЕНИЕ ПО РАБОТЕ С ЦЕННЫМИ БУМАГАМИ С ФИКСИРОВАННОЙ ДОХОДНОСТЬЮ ТЕЛ. +38 044 2201621**

**Константин Стеценко**, Управляющий директор  
konstantin.stetsenko@icu.ua

**Сергей Беляев**, трейдер  
sergiy.byelyayev@icu.ua

**Виталий Сивач**, трейдер  
vitaliy.sivach@icu.ua

**ПОДРАЗДЕЛЕНИЕ ПО РАБОТЕ С АКЦИЯМИ ТЕЛ. +38 044 2201621**

**Влад Синани**, директор  
vlad.sinani@icu.ua

**Юлия Печерица**, международные продажи  
julia.pecheritsa@icu.ua

**АНАЛИТИЧЕСКОЕ ПОДРАЗДЕЛЕНИЕ ТЕЛ. +38 044 2200120**

**Александр Вальчишен**  
alexander.valchyshen@icu.ua

**Александр Мартыненко**  
Старший аналитик (ГМК)  
alexander.martynenko@icu.ua

**Тарас Котович**  
Старший финансовый аналитик  
(государственный долг)  
taras.kotovych@icu.ua

ООО «Инвестиционный Капитал Украина» осуществляет свою бизнес-деятельность в рамках лицензий, выданных Государственной комиссией по ценным бумагам и фондовому рынку Украины (лицензии от 17 ноября 2008 г.: дилерская деятельность серия АВ № 440399, брокерская деятельность серия АВ № 440398, андеррайтинг серия АВ № 440400, доверительное управление ценными бумагами серия АВ № 440401).

---

## ОТКАЗ ОТ ОТВЕТСТВЕННОСТИ

ООО Инвестиционный Капитал Украина подготовило данное сообщение и аналитический отчет исключительно с целью обеспечения своих клиентов информационно-аналитическими материалами. Данные материалы не представляют собой и не должны рассматриваться как основа для принятия инвестиционных решений. ООО Инвестиционный Капитал Украина не несет ответственности за корректность данных и информации, содержащихся в данных материалах. При этом, такие данные и информация могут быть изменены без уведомления.

**Дополнительная информация предоставляется по запросу.**