

# Bond Market Insight

## НДС облигации. Ожидания по доходностям

СРЕДА, 20 АВГУСТА 2014

НДС-ОВГЗ с окончательным погашением через пять лет, но с выплатой амортизации каждые пол года, были достаточно интересным инструментом для нерезидентов в прошлые выпуски, которые состоялись в 2004 и 2010 годах. Это было вполне ожидаемым и в этот раз, однако с момента выпуска и первой, и второй серии облигаций, существенных объёмов торговли ими не наблюдалось.

Как мы уже отмечали в наших прошлых обзорах этого инструмента, дюрация НДС-ОВГЗ составляла 2.4 года, но с учётом дисконта, который позволял приблизить доходность этого инструмента к рыночным уровням, дюрация снижалась до 2.1-2.2 года.

В июне и в начале июля Минфин регулярно размещал на первичном рынке облигации со сроками обращения до пяти лет, но самые длинные облигации, получавшие рыночные заявки, это были 2-летние облигации с погашением в июне 2016 года. Дюрация этого выпуска составляла около 1.8 года, а эффективная доходность была на уровне 17.72%. Исходя из этого, спрос от нерезидентов ожидался уже с доходностями около 20%, что могло быть обеспечено дисконтом 18-20%, чтобы обеспечить предложение больших объёмов облигаций.

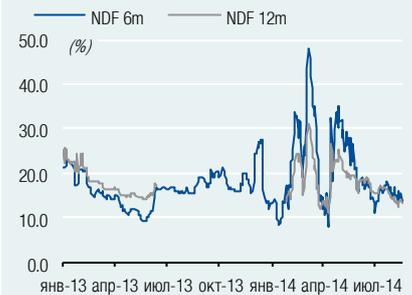
Но ещё в июле Мифин немного снизил доходности размещаемых на первичном рынке облигаций, что должно было вызвать и некоторое снижение доходностей по НДС-облигациям, на 25-50 б.п. минимум. Это снизило интерес для нерезидентов, и отсутствие активной торговли этими инструментами не позволяло сформировать ожидания по доходностям этого инструмента.

Тем не менее, на прошлой неделе Минфин осуществил успешное размещение 2.5-годичных ОВГЗ, которые были приобретены нерезидентами., чем была продлена кривая доходности ориентировочно на пол года, достигнув дюрации, максимально близкой к НДС-облигациям. Это недавнее размещение 15 августа было осуществлено с эффективной доходностью 19.97%, и дюрация выпуска составила около 2.2 года. В перспективе нескольких недель, это должно повысить интерес инвесторов к первичному рынку ОВГЗ, особенно к облигациям с такой доходностью.

Разместив эти облигации, Минфин удовлетворил отложенный спрос на НДС-облигации от нерезидентов, который ожидал выгодных условий по ним, и тем самым сократил объём потенциальной инвестиций в НДС-облигации со стороны нерезидентов. Кроме того, недавнее первичное размещение в очередной раз подтверждает, что интерес к НДС-ОВГЗ с дюрацией около 2.2 года может формироваться с доходностями около 20%, что требует дисконты 18-20%, немного снижаясь с учётом накопленного дохода и сокращения срока обращения.

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.

### Временная структура доходностей на аукционах по размещению ОВГЗ



Источники: МФУ, Инвестиционный Капитал Украина.

Тем не менее, для получателей НДС-ОВГЗ теперь будет стоять задача повышения их привлекательности, а соответственно повышение доходности за счёт увеличения размера дисконта. Таким образом, в ближайшей перспективе можно ожидать что дисконты по НДС-облигациям будут оставаться на уровнях 20%, что будет уже давать инвесторам эффективную доходность около 21%. А поскольку Минфин продолжает предлагать 3-летние облигации на первичных размещениях, доходность которых близка к 20%, а также 2-летние с более короткой дюрацией и немного более низкой ставкой, спрос на такого рода инструменты может быть удовлетворён эмитентом.

Если спрос нерезидентов будет удовлетворён в полном объёме, спроса внутренних инвесторов может оказаться недостаточно, чтобы выкупить все объёмы НДС-облигаций, а соответственно привести к снижению их стоимости и повышению доходности для конечного инвестора.

Кроме того, сейчас момент для покупки ОВГЗ нерезидентами более благоприятный, чем несколько недель назад, а возможно и наиболее благоприятный. После ослабления гривни в течении последних недель, и закрепления на уровне около 13 гривень за доллар, привлекательность инвестиций в гривневые обязательства повысилась, поскольку выручка от продажи валюты и возможный объём инвестиции в национальной валюте повысился. А если предположить вероятное укрепление гривни, даже незначительное, то нерезиденты не будут затыгивать с вхождением в рынок, стараясь получить максимальную выгоду от таких инвестиций.

**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 гривни 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

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

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

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

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

**ПОДРАЗДЕЛЕНИЕ ПО ТОРГОВЛЕ ЦЕННЫМИ БУМАГАМИ ТЕЛ. +38 044 2201621**

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

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

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

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

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

**Евгения Грищенко**,  
продажи ЦБ с фиксированной доходностью  
yevgeniya.gryshchenko@icu.ua

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

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

**Александр Мартыненко**  
Руководитель по финансовому анализу  
корпораций  
alexander.martynenko@icu.ua

**Богдан Воротилин**  
Финансовый аналитик (АПК)  
bogdan.vorotilin@icu.ua

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

**Михаил Демкив**  
Финансовый аналитик (банки)  
mykhaylo.demkiv@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 11 апреля 2008 г.: дилерская деятельность серия АЕ № 263019, брокерская деятельность серия АЕ № 263018, андеррайтинг серия АЕ № 263020)

---

## 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.**