

Аналітичний департамент НРА «Рюрік» підготував дослідження тенденцій первинного ринку корпоративних облігацій України за підсумками 2014 року. Аналіз публічної інформації про ринок облігацій дозволив зробити ряд нижченаведених висновків.

Протягом останніх років в Україні відбувається зростання обсягу торгів цінними паперами на фондових біржах. Головним драйвером розвитку при цьому виступає борговий сегмент, у межах якого в 2014 році було укладено близько 95% угод. Така ситуація обумовлена, з одного боку, відносно низькою інвестиційною привабливістю пайових цінних паперів, а з іншого – державною політикою щодо залучення коштів до держбюджету шляхом випуску ОВДП. Висока емісійна активність Уряду підтримує загальну ліквідність фондового ринку, проте негативно впливає на розвиток корпоративних фінансових інструментів, зокрема корпоративних облігацій.

Рівень довіри до облігацій підприємств суттєво знизився після подій 2008-2009 р. На тлі загального зростання фондового ринку вартість угод з корпоративними облігаціями поступово збільшувалась та досягла свого піку в 2008 р., коли було здійснено угод на суму 205 млрд. грн. Разом із тим, значна частка випусків здійснювалась компаніями з недостатнім рівнем фінансової стійкості, і в результаті суттєвого погіршення ринкової кон'юнктури було зафіксовано велику кількість дефолтів. Інвестори, в свою чергу, почали позбавлятися від корпоративних облігацій, причому до цього часу обсяг торгів не повернувся на докризовий рівень.

За підсумками 2014 р. обсяг біржових торгів корпоративними облігаціями склав близько 34 млрд. грн. або 6,33% сукупного обсягу, в той час як у 2013 р. цей показник складав близько 49 млрд. грн. (10,41%). Звуження ринку відбулось в першу чергу внаслідок загального погіршення економічної ситуації в країні та в зв'язку з низьким платоспроможним попитом на облігаційні інструменти за наявності більш привабливих альтернатив інвестування у вигляді ОВДП.

Головним індикатором розвитку ринку корпоративних запозичень є емісійна активність, яка залишається порівняно невисокою. Протягом 2014 року НКЦПФР зареєструвала 265 випусків облігацій підприємств на суму близько 38 млрд. грн. Найбільшими за номінальною вартістю були емісії державних залізничних підприємств (сукупна вартість – 4,27 млрд. грн.), Укртелекому (серії S-V на суму 1,4 млрд. грн.), Приватбанку (серія Z на суму 3,4 млрд. грн.), Альфа-Банку (серії M-P на суму 3 млрд. грн.). При цьому випуск Аграрного фонду (серії A-E на суму 5 млрд. грн.) було скасовано.

В цілому, близько 8 млрд. грн. припадає на випуски комерційних банків та 30 млрд. грн. – на випуски інших корпоративних емітентів. До останніх зокрема належать підприємства с/г галузі (близько 10 млрд. грн.), яка одна із небагатьох показала в 2014 році зростання, інфраструктури (8 млрд. грн.), а також будівництва та операцій з нерухомістю (5 млрд. грн.). При цьому найбільш інвестиційно привабливими з точки зору умов розміщення та кредитного ризику залишаються облігації банків та природних монополістів. Структуру випусків за видами діяльності наведено на рис. 1.

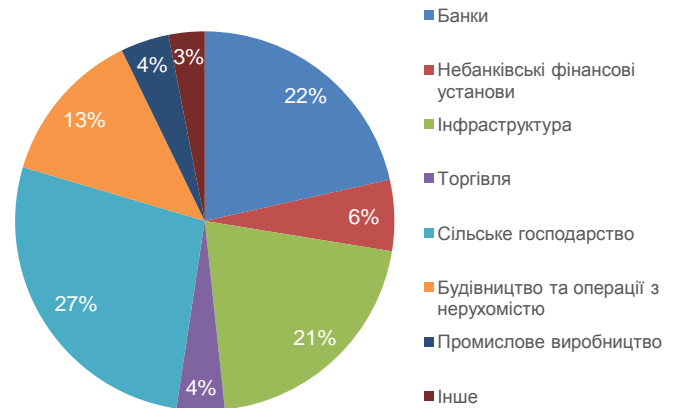


Рис. 1. Структура випусків облігацій у 2014 році, за видами діяльності

У 2014 році банки пропонували облігації з відсотковою ставкою на рівні 18-20% та строком обігу 2-3 роки. У зв'язку з цим, залучення коштів через облігації можна розглядати як інструмент диверсифікації ресурсної бази банківських установ. Так, Банк Михайлівський, відомий високими ставками за депозитами фізичних осіб, у 2014 році випустив 5-річні облігації на суму 100 млн. грн. зі ставкою 20%. Разом із тим, у зв'язку з доволі низьким загальним попитом на корпоративні облігаційні позики, потенціал залучення коштів через облігації на внутрішньому ринку є обмеженим.

Слід зазначити, що емітенти, які виходять на відкритий ринок, досить часто мають труднощі з розміщенням облігацій. Так, у 2014 р. не змогли розмістити свої облігації ОТП Банк (серія А на суму 250 млн. грн.) та Укрсоцбанк (серія L на аналогічну суму). При цьому значна частина публічних розміщень продовжує носити технічний характер та є недоступною для відкритого ринку (так звані «квазіпублічні випуски»). За винятком вже згадуваної емісії Приватбанку, випуски комерційних банків були публічними. При цьому деякі параметри банківських облігацій з відкритим розміщенням не відповідали ринковим. Так, за облігаціями серії G-I Промінвестбанку було встановлено купон 5%, за облігаціями серії M та N Альфа-Банку – 10 і 11% відповідно.

З точки зору кредитних рейтингів банківських облігацій, вони мають відносно високий потенціал погашення та виплати відсоткових доходів. Так, кредитні рейтинги, що були присвоєні облігаціям банків, випущеним у 2014 р., знаходяться в діапазоні від uaBBB– до uaAAA інвестиційної категорії. При цьому, за останніми даними, інтегральний довгостроковий кредитний рейтинг банківської системи¹, визначений аналітиками НРА «Рюрік», станом на 01.10.2014 р. знаходився на рівні uaBBB інвестиційної категорії.

Відносно високу інвестиційну привабливість мають також облігації підприємств, які є природними монополістами. У лютому 2014 р. Укртелеком здійснив випуск облігацій на 1,4 млрд. грн. зі строком обігу 6 років та купоном 17%. У жовтні 2014 р. Придніпровська, Одеська, Львівська, Донецька та Південно-Західна залізниця випустили 3-річні облігації сукупною номінальною вартістю 4,27 млрд. грн. з купоном 14-23,5%. Рейтинги вказаних випусків (за винятком емісії Південно-Західної залізниці з рейтингом uaA–) було визначено на рівні uaA інвестиційної категорії.

Серед облігацій сектору сільського господарства у 2014 році слід виділити дебютні випуски ряду підприємств, які мають подібні умови розміщення. Так СПОП «Березоволуцьке», ТОВ «УКР-ЛАН» та інші емітували 5-річні облігації загальною сумою близько 4,9 млрд. грн. з купоном 14%. При цьому слід зазначити, що облігації серії А ТОВ «УКР-ЛАН» за підсумками січня-листопада 2014 року стали лідером за обсягом торгів на фондовій біржі ПФТС. Разом із тим, незважаючи на публічні умови розміщення, на момент підготовки дослідження вказаним випускам не було присвоєно кредитний рейтинг. В цілому, кредитні рейтинги, що були присвоєні облігаціям с/г підприємств, випущеним у 2014 р., знаходяться в діапазоні від uaBBB– до uaBBB інвестиційної категорії, що свідчить про їх достатню кредитоспроможність порівняно з іншими борговими інструментами.

Підприємства в сфері будівництва та операцій з нерухомістю випускають переважно цільові та дисконтні облігації в рамках схем фінансування будівельних проектів. При цьому, зважаючи на те, що в будівництві протягом останніх років відбувається рецесія, яка негативно впливає на фінансово-господарський стан підприємств галузі, боргові інструменти будівельників та девелоперів мають порівняно невисоку кредитоспроможність. Кредитні рейтинги, що були присвоєні облігаціям, випущеним будівельниками у 2014 р., (за винятком облігацій серії А ТОВ «ВЕОН ПЛЮС»² з рейтингом uaA–), перебувають у діапазоні від uaB спекулятивної категорії до uaBBB інвестиційної категорії.

При цьому на ринку присутня значна кількість облігацій, емітованих підприємствами без чітко вираженої спеціалізації. Такі емітенти досить часто використовують кошти, залучені шляхом розміщення облігацій, не за напрямками, вказаними в проспекті емісії. Крім того, для їх випусків характерні недостатня забезпеченість номіналу і відсотків за облігаціями, що, в свою чергу, зумовлює високий рівень боргового навантаження. Інвестиції в такі інструменти є високоризиковими, що в більшості випадків підтверджується кредитними рейтингами спекулятивних рівнів.

Як показує практика, кредитний рейтинг може бути ефективним регуляторним інструментом, що дозволяє відокремити ринкові випуски від неринкових та спростити процес прийняття інвестиційних рішень. При цьому велика кількість емітентів корпоративних облігацій не тільки не використовує кредитний рейтинг як інструмент підтвердження кредитоспроможності облігацій, але й свідомо йде на порушення законодавства.

Так, рейтингові оцінки було присвоєно лише 47% публічних емісій облігацій (за обсягом), здійснених у 2014 році. Це свідчить про високий ступінь непрозорості вітчизняного ринку облігацій підприємств та вказує на те, що значна частка публічних емісій здійснюється не з метою фінансування інвестиційних проектів чи поповнення оборотних коштів, а для реалізації певних фінансових схем.

В умовах несприятливої економічної кон'юнктури низький попит на корпоративні облігації не залишає підприємствам, які не мають доступу до фінансування в межах ФПГ, альтернатив у залученні оборотних коштів та інвестиційних ресурсів, окрім як банківського кредитування, яке наразі є досить дорогим, або вилучення коштів з депозитних рахунків. У зв'язку з цим, на нашу думку, у першій половині 2015 році не варто очікувати похваллення на первинному ринку корпоративних облігацій. При цьому обсяг погашених та викуплених запозичень суттєво перевищуватиме обсяг нових розміщень.

Підготовлено аналітичним департаментом НРА «Рюрік» на основі офіційних даних НКЦПФР (www.nssmc.gov.ua/), НБУ (www.bank.gov.ua/) АРІФРУ (smida.gov.ua/), Держкомстату (www.ukrstat.gov.ua/), ПА «Експерт-Рейтинг» (www.expert-rating.com), ПА «IBI-Rating» (www.ibi.com.ua/), ПА «Кредит-Рейтинг» (www.credit-rating.ua/), ПА «UCRA» (ucra.com.ua/) та власних баз даних.

Відповідальний за випуск:

Директор з розвитку НРА «Рюрік», к.е.н.,
Долінський Леонід Борисович, тел. (044) 383-04-76.

Відповідальний аналітик:

Старший фінансовий аналітик,
Ткаченко Микола Анатолійович, тел. (044) 489-87-33 / 49 (вн. 703).

¹ [Переглянути динаміку ІДКР БСУ на сайті НРА «Рюрік»](#)

² [Перейти на персональну сторінку ТОВ «ВЕОН ПЛЮС» на сайті НРА «Рюрік»](#)