

Аналітичний департамент НРА «Рюрік» проаналізував статистичну інформацію ринку облігацій України за результатами I кварталу 2014 року. Проведений аналіз дозволив зробити ряд нижченаведених висновків.

Інституційна структура. Поточні макроекономічні тенденції, поряд з запровадженням змін у державному регулюванні, зумовлюють збереження високого рівня закритості ринку цінних паперів. За останніми даними АРІФРУ, у 2013 році із понад 20 тис. емітентів цінних паперів свої річні звіти опублікувало близько 7 900 емітентів, в той час як у минулому році цей показник становив близько 8 900. Даний факт є підставою для застосування НКЦПФР штрафних санкцій за нерозкриття інформації, проте більшість емітентів, які не опублікували свої річні звіти, з високою імовірністю є фіктивними, тому єдиним дієвим заходом може виявитись лише скасування обігу випущених ними цінних паперів.

Так, НКЦПФР 22.11.2013 р. повідомила про зупинення протягом 2013 року обігу цінних паперів близько 6 тис. емітентів. Основна причина – порушення закону про акціонерні товариства. Підприємства більше двох років не подавали до комісії регулярну річну інформацію, а також не перереєстрували форму власності.

Макроекономічні фактори. Умови доволі жорсткої грошово-кредитної політики в Україні протягом останніх років обмежують можливості позичальників користуватись довгостроковим фінансуванням під адекватні відсоткові ставки, що могли б покриватись ростом виручки та прибутковості діяльності. При цьому макроекономічні умови та очікування їх подальшого ускладнення на початку 2014 року зумовлювали збереження доволі високих кредитних ризиків для інвесторів у суверенні боргові зобов'язання, у корпоративні цінні папери та банківські продукти.

При цьому, незважаючи на несприятливу ринкову кон'юнктуру та деяке очищення фондового ринку від «сміттєвих» цінних паперів, в цілому за підсумками I кварталу 2014 року відбулось збільшення обсягів операцій з цінними паперами. Обсяг торгів на фондових біржах України в I кварталі 2014 року становив 110,54 млрд. грн., що на 33,73% більше, ніж за підсумками аналогічного періоду 2013 року. Проте, як і раніше, зростання відбулось, у першу чергу, за рахунок подальшого підвищення активності на ринку державних облігацій, частка операцій з якими за підсумками 2013 року склала близько 74%, а за підсумками I кварталу 2014 року – близько 87%.

Протягом I кварталу 2014 року українські фінансові ринки діяли в умовах подальших девальваційних очікувань та адміністративних методів регулювання валютного ринку. В умовах скорочення основних показників реального сектору економіки, який є досить чутливим до кон'юнктури зовнішніх ринків сировини, та за відсутності вагомих передумов для покращення ділового клімату в найближчій перспективі, фондовий ринок України, як індикатор тенденцій розвитку реального сектору економіки, зміщує акценти з пайових інструментів на інструменти з фіксованою дохідністю. Зміщення вищенаведених фокусів інвесторів відобразилось на структурі торгів цінними паперами на біржовому ринку.

Біржові торги. Обсяг торгів з акціями за підсумками січня-березня 2014 року становив 3,76 млрд. грн., або 3,40% сукупного обсягу (45,33 млрд. грн. у 2013 році; 23,44 млрд. грн. у 2012 році; 79,43 млрд. грн. у 2011 році). Частка операцій з облігаціями (облігації підприємств, державні облігації України, облігації місцевих позик) зросла з 84,62% до 92,62% за рахунок збільшення частки операцій з державними облігаціями (з 74,02% до 87,30%). Слід зазначити, що збільшення обсягів торгів з ОВДП частково зумовлено зростанням номінальної вартості валютних ОВДП внаслідок девальвації національної валюти. Питома вага операцій з облігаціями підприємств скоротилась з 10,41% до 5,30%.

При цьому в I кварталі 2014 року продовжилось «заморожування» ринку муніципальних облігацій, частка контрактів за якими знизилась з 0,19% до 0,02%. Поточна ситуація на ринку облігацій місцевих позик пояснюється нездатністю місцевих бюджетів конкурувати з державою, яка відтягує на себе лівову частку ліквідності на внутрішньому ринку запозичень.

Одночасно з цим спостерігається збереження високого рівня концентрації угод на фондових біржах. Так, на ТОП-3 організатори торгівлі у січні-березні 2014 року припадало 97,36% загального обсягу контрактів на організованому ринку (93,95% за підсумками 2012 року). I квартал 2014 року виявився найбільш успішним для ФБ Перспектива, на якій було здійснено 78,20% загального обсягу біржових угод (переважно угоди з ОВДП). Частки ФБ ПФТС та УБ в загальному обсязі біржових угод склали відповідно 17,19% та 1,47%.

На ринку державних облігацій безумовними лідерами за обсягом здійснених операцій за підсумками 2012 року були ФБ Перспектива та ФБ ПФТС. При цьому протягом 2013 року відбулось суттєве

розширення частки операцій з державними облігаціями на ФБ Перспектива – з 58,91% до 80,39%. За підсумками I кварталу 2014 року ФБ Перспектива та ФБ ПФТС утримували відповідно 83,93% та 16,05% біржового ринку ОВДП. На інших фондових біржах обсяг операцій з державними цінними паперами був незначним.

Лідером за обсягом контрактів з облігаціями підприємств за підсумками 2013 року була ФБ ПФТС, частка якої у цьому сегменті складала 56,61%. За підсумками I кварталу 2014 року біржа дещо скоротила свою частку до 54,76%. Одночасно з цим в операціях з корпоративними облігаціями зросла частка ФБ Перспектива, яка за результатами I кварталу 2014 року складала 29,59% (24,10% результатами 2013 року). Частка операцій з облігаціями підприємств на УБ за підсумками I кварталу 2014 року зменшилась з 4,64% до 2,02%. На інших організаторах торгівлі було виконано 14,65% обсягу операцій з корпоративними облігаціями, в тому числі на КМФБ – 10,71%.

Первинний ринок. Обсяг випусків цінних паперів є одним з головних показників розвитку фондового ринку. Загальний обсяг випусків емісійних цінних паперів, зареєстрованих НКЦПФР, станом на 01.04.2014 р. складав 1 398,36 млрд. грн. Серед фінансових інструментів за I квартал 2014 року найбільші обсяги випусків було зареєстровано за акціями КІФ (36,47%), облігаціями підприємств (21,49%) та інвестиційними сертифікатами ПІФ (32,33%).

НКЦПФР за I квартал 2014 року зареєструвала 56 випусків облігацій підприємств на суму 10,43 млрд. грн., що майже втричі більше, ніж у аналогічному періоді 2013 року. У I кварталі 2014 року комерційні банки здійснили емісію облігацій на загальну суму 4,95 млрд. грн., а страхові компанії облігації взагалі не випускали. Таким чином, тенденція останніх 10 років (найбільшою питомою вагою в загальному обсязі зареєстрованих випусків облігацій характеризувались облігаційні випуски підприємств) збереглася.

Протягом I кварталу 2014 року НКЦПФР зареєструвала декілька значних за обсягом випусків облігацій підприємств: ПрАТ «Нафтогазвидобування» (серія А-С на суму 1 млрд. грн.); «Промінвестбанк» (серія С на суму 1 млрд. грн.); «Приватбанк» (серія Z на суму 3,4 млрд. грн.).

Таким чином, в поточних ринкових умовах здійснювати значні за обсягом емісії здатні лише великі інфраструктурні підприємства та найбільші комерційні

банки. Разом з тим, наведені випуски за умовами розміщення є непублічними. Це свідчить про те, що на даному етапі великі емісії можуть знайти платоспроможний попит лише при наявності вузького кола зацікавлених інвесторів, в той час як розміщення на відкритому ринку може і не відбутись.

Результати первинного ринку корпоративних облігацій вказують на наявність структурних скосів в бік інфраструктурної сфери (управління, телекомунікації, транспорт, технічна діяльність), більшість підприємств якої перебувають у державній власності та є природними монополістами.

Також слід зазначити, що така структура випусків з високою ймовірністю не відображає фактичний розподіл за видами діяльності. Як показує практика, емітенти без чітко вираженої спеціалізації досить часто використовують кошти, залучені шляхом розміщення облігацій, не за напрямками, вказаними в проспекті емісії. Крім того, для таких випусків характерні недостатня забезпеченість зобов'язань за номіналом і відсотками за облігаціями власним капіталом, грошовими потоками та ліквідними активами емітента, а також близькі до встановленого законодавством максимуму обсяги емісії, що, в свою чергу, зумовлює високий рівень боргового навантаження. Інвестиції в такі облігаційні випуски є високоризиковими, що підтверджується кредитними рейтингами спекулятивних рівнів.

Таким чином, кредитний рейтинг може бути досить дієвим регуляторним інструментом, що дозволяє відокремити ринкові випуски від неринкових та спростити процес прийняття інвестиційних рішень. Незважаючи на це, велика кількість емітентів корпоративних облігацій не тільки не використовує кредитний рейтинг як інструмент підтвердження кредитоспроможності боргового інструмента з метою підвищення довіри з боку інвесторів, але й свідомо йде на порушення законодавства.

Зі здійснених у 2013 році випусків корпоративних облігацій, які повинні були отримати рейтингову оцінку, кредитний рейтинг підтримується лише близько за 45% (за обсягом випусків). Це свідчить про високий ступінь непрозорості вітчизняного ринку облігацій підприємств та вказує на те, що значна частка публічних емісій здійснюється не з метою реалізації інвестиційних проектів чи поповнення оборотних коштів, а для реалізації певних фінансових схем.

У 2013 році Міністерством фінансів України було розміщено облігацій внутрішніх державних позик на

суму 25 279,36 млн. грн. та 199,73 млн. дол. США. Найменш успішним місяцем з точки зору ефективності залучення коштів до бюджету в I кварталі 2014 року був лютий: із запропонованих до розміщення ОВДП на суму 17,69 млрд. грн. з середньозваженою дохідністю 13,78% вдалось залучити до бюджету лише 6,62 млрд. грн. з середньозваженою дохідністю 13,00%. Найбільш успішним був січень, коли із запропонованих до розміщення ОВДП загальною сумою 3,65 млрд. грн. з середньозваженою дохідністю 12,23% було залучено всю суму з аналогічним рівнем дохідності.

У 2013 році та в I кварталі 2014 року найбільшим попитом серед інвесторів користувались ОВДП зі строком обігу до п'яти років, тоді як у попередні роки обсяг розміщених короткострокових паперів, особливо до 1 року, значно перевищував інвестиції в довгострокові ОВДП. Загальний обсяг ОВДП, що перебувають в обігу, станом на 01 квітня 2014 року складав 279 490,30 млн. грн. (на 01 січня 2014 року – 247 702,30 млн. грн.). При цьому більша частина ОВДП в обігу перебуває у власності НБУ (60,63%) та комерційних банків (29,98%).

Вторинний ринок. Низька ліквідність корпоративних боргових зобов'язань пояснюється їх нижчою порівняно з ОВДП інвестиційною привабливістю. Комерційні банки, використовують ОВДП як інструмент ліквідної застави при операціях РЕПО та в якості резервів під валютні депозити. Після кризи 2008-2009 років, яка супроводжувалась в тому числі великою кількістю дефолтів за корпоративними облігаціями, банки більш ретельно вибирають напрями використання коштів, і захищені державою цінні папери в даному випадку виглядають найбільш надійно при досить високій дохідності. При цьому ресурсна база банківських установ, яка формується переважно короткостроковими коштами фізичних осіб, є обмеженою за строками вкладення, в той час як корпоративні облігації обертаються, як правило, мінімум 2-3 роки.

За даними інформаційного агентства *Cbonds*, лідером за обсягами угод з ОВДП на біржовому та позабіржовому ринках за підсумками I кварталу 2014 року були Ощадбанк (17,89%), *ICU* (16,95%), та Укргазбанк (17,05%). НРА «Рюрік» відзначає відносно високий рівень концентрації вторинного ринку ОВДП (біржовий та позабіржовий ринки) – на ТОП-3 торговці припадало 51,89% (41,80% у 2013 році) здійснених угод з ОВДП, на ТОП-10 – 88,17% (77,84% у 2013 році).

Таким чином, беручи до уваги поточні проблеми та перспективи розвитку ринку облігацій України,

НРА «Рюрік» вважає, що за підсумками 2014 року відбудеться подальше розширення ринку державних цінних паперів, в той час як на ринку корпоративних облігацій обсяг реалізації нових запозичень буде значно нижчим, ніж обсяг викуплених та погашених випусків.

Аналітичний департамент НРА «Рюрік» на регулярній основі відслідковує та аналізує поточний стан на тенденції розвитку вітчизняного ринку облігацій, що знаходить своє відображення у відповідних щоквартальних аналітичних оглядах.

Огляд підготовлено аналітичним департаментом НРА «Рюрік» на основі офіційних даних НБУ (режим доступу: <http://bank.gov.ua>), НКЦПФР (режим доступу: <http://www.ssmc.gov.ua>), Міністерства фінансів України (режим доступу: <http://www.minfin.gov.ua>), Державного комітету статистики України (режим доступу: <http://www.ukrstat.gov.ua>), Української асоціації інвестиційного бізнесу (режим доступу: <http://www.uaib.com.ua>), фондової біржі ПФТС (режим доступу: <http://www.pfts.com>), Української біржі (режим доступу: <http://www.ux.ua>), фондової біржі «Перспектива» (режим доступу: <http://fbp.com.ua>), інформаційного агентства *Cbonds* (режим доступу: <http://www.cbonds.info>). Повні версії аналітичних оглядів завжди є у вільному доступі на офіційному сайті НРА «Рюрік» (<http://rurik.com.ua>).

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) 484-00-53, вн. 109.

НРА «Рюрік»

☎ 04053 Україна, м. Київ, вул. Артема, 52а
+38 (044) 383-04-76, +38 (044) 484-00-53

e-mail: info@rurik.com.ua

www.rurik.com.ua