

Обзор экономики Украины: убедительные признаки восстановления

Экономика

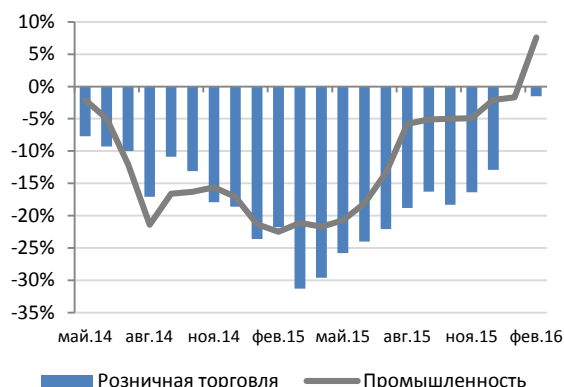
Макропоказатели и прогнозы

Еврооблигации и акции



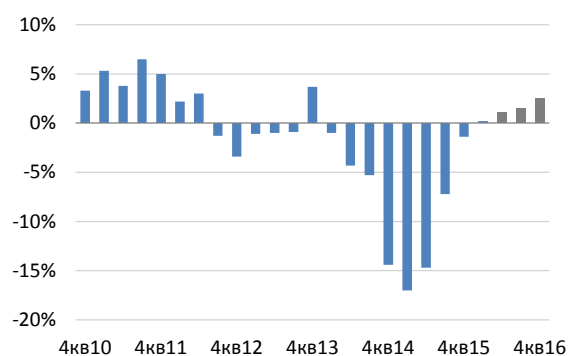
Экономика: убедительные признаки восстановления

Промышленное производство и розничная торговля, г/г



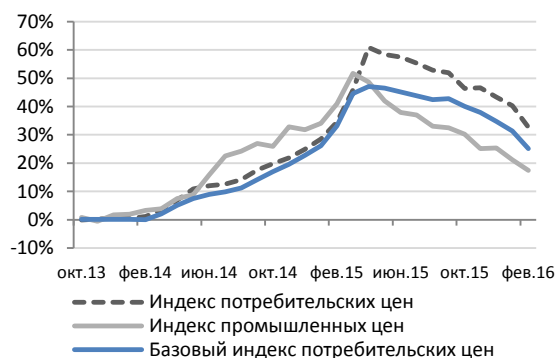
Источник: Госкомстат

Изменение реального квартального ВВП, г/г



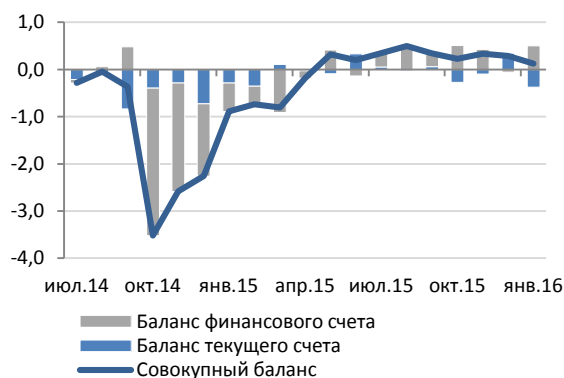
Источники: Госкомстат, SP Advisors

Инфляция и промышленные цены, г/г



Источник: Госкомстат

Месячный платежный баланс, млрд. долл.



Источник: НБУ

По иронии, пока политический ландшафт остается крайне неопределенным, поскольку политические силы не могут создать новую коалицию и правительство, экономика Украины проходит поворотный этап. Промышленное производство показывает убедительные признаки восстановления роста, другие ключевые экономические показатели также меняются в положительную сторону: инфляция стремительно замедляется, а валютный курс остается относительно стабильным. Тем не менее, наблюдаемые позитивные тенденции в экономике – это больше статистический эффект, нежели принципиальная смена тренда. Без проведения решительных реформ, дерегуляции и налаживания конструктивных отношений между бизнесом и правительством темпы восстановления будут оставаться символическими.

Статистика подтверждает восстановление

Последняя неделя марта дала убедительные аргументы, что экономика постепенно восстанавливается. Показатели роста промышленности стали огромным сюрпризом – выпуск продукции в феврале увеличился на 7,6% г/г, при этом рост наблюдался во всех подсекторах. Розничная торговля просела лишь на 1,5% (значительное улучшение по сравнению со спадом на 12,9% в декабре) – это добавляет уверенности в том, что частное потребление также постепенно восстанавливается. Грузовой товарооборот – индикатор экономической активности – вырос на 2,5% г/г за 2 мес. 2016 г. Все это дает уверенность, что в целом экономика показала рост г/г в 1 кв. 2016 г. после более чем двух лет падения. Тем не менее, без более решительных и комплексных реформ темпы восстановления, вероятно, останутся сдержанными. По этой причине мы сохраняем наш прогноз роста ВВП в 2016 г. на уровне 1,5% г/г.

Инфляция затухает на фоне высокой базы 2015 г.

Инфляция существенно замедлилась до 32,7% в феврале (с 60,9% на пике апреля 2015 г.). В феврале потребительские цены повысились всего на 0,4% м/м, несмотря на существенную волатильность на валютном рынке и обесценивание гривны к доллару на 8% м/м. Для сравнения, в 2015 г. подобное ослабление гривны сразу же приводило к скачку цен. Однако в феврале ситуация была иной: резкий спад продаж в 2015 г. сделал импортеров и розничных торговцев более осторожным, и они не стали полностью перекладывать на потребителей более высокие цены на импортные товары. В этом году инфляционное давление будет в основном определяться пересмотром административно регулируемых тарифов на коммунальные услуги. Новые тарифы должны быть озвучены в апреле, что

является обязательным требованием программы МВФ, однако реальные сроки пересмотра пока остаются неясными. Другие факторы не окажут значительного давления на потребительские цены в 2016 году. Мы ожидаем, что индекс потребительских цен значительно замедлится до 12-15% к концу мая и останется в этом диапазоне до конца 2016 г.

Внешние дисбалансы вряд ли станут критическими

В 1 кв. 2016 г. Украина столкнулась с рядом новых внешних вызовов: закрытие российского рынка для большинства товаров, запрет на транзит через территорию России, а также дальнейшее снижение мировых цен на сырьевые товары. Единственным способом противостоять этим потрясениям была дальнейшая умеренная девальвация гривны. С начала года гривна потеряла 8,6% к доллару, что помогло сохранить стабильность на валютном рынке. НБУ сейчас кажется намного более уверенным в своих возможностях управлять рынком и сглаживать временные дисбалансы. В прошлом месяце центральный банк активно выходил на рынок как с продажей, так и с покупкой иностранной валюты, чтобы успокоить рынок. Внешние счета Украины, скорее всего, будут оставаться практически сбалансированными до конца 2016 г. – прогнозируемый дефицит текущего счета платежного баланса на уровне 3,0-3,2% ВВП должен быть покрыт за счет притока официального финансирования через финансовый счет. Тем не менее, доступность кредитов правительству и НБУ в первую очередь зависит от способности Украины обеспечить дальнейшие транши кредита МВФ. Учитывая, что две ключевые политические партии, по слухам планирующие создать новую парламентскую коалицию, уже высказались в поддержку дальнейшего сотрудничества с МВФ, мы ожидаем, что программа кредитной помощи МВФ возобновится к середине 2016 г.

Приложение А

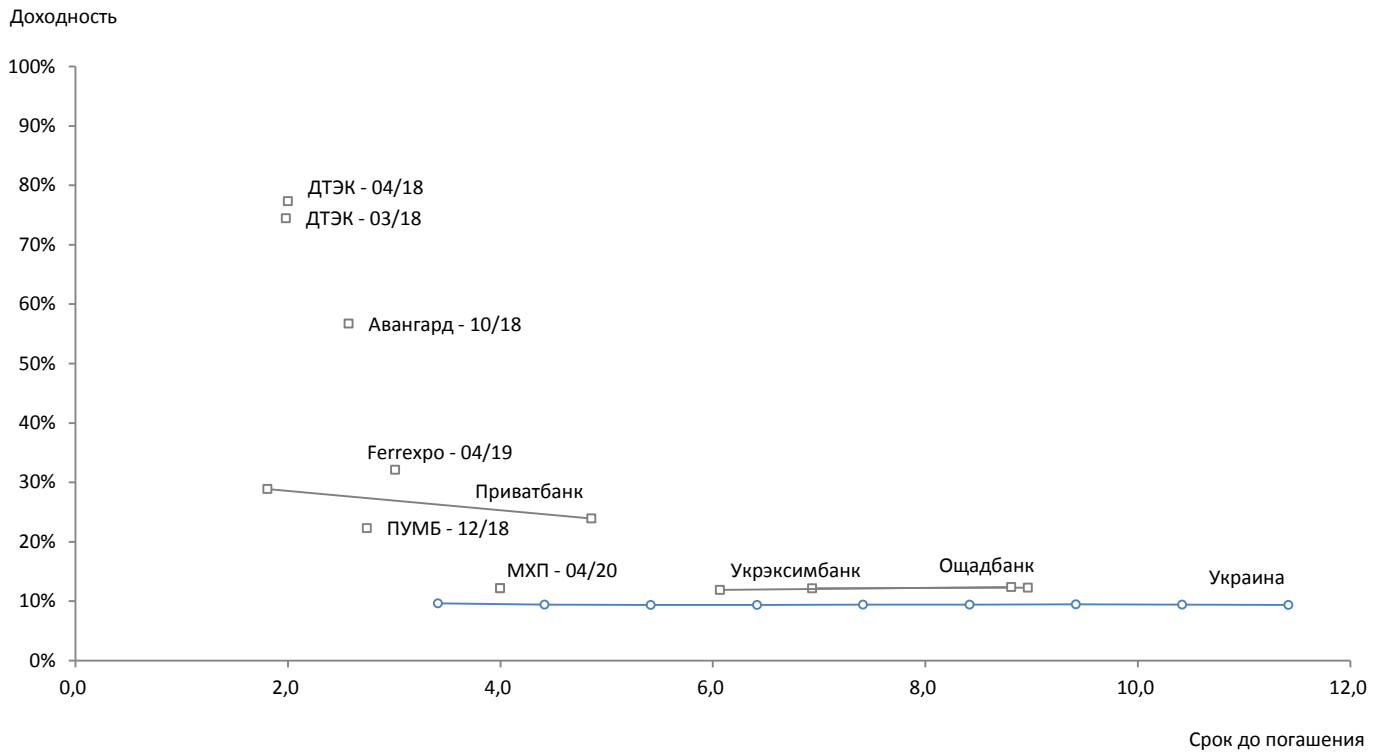
Ключевые макропоказатели и прогнозы

	2008	2009	2010	2011	2012	2013	2014	2015П	2016П
Индикаторы экономических циклов									
Реальный ВВП, г/г	2,3%	-14,8%	4,1%	5,2%	0,2%	0,2%	-6,8%	-9,9%	1,5%
Потребление домохозяйств, г/г	11,8%	-14,9%	7,1%	15,7%	11,7%	7,7%	-9,6%	-20,2%	0,5%
Инвестиции в основной капитал, г/г	1,6%	-50,5%	3,9%	7,1%	0,9%	-6,7%	-23,0%	-9,3%	2,0%
Промышленное производство, г/г	-5,2%	-21,9%	11,2%	8,0%	-0,7%	-4,3%	-10,1%	-13,0%	2,0%
Номинальный ВВП, млрд. грн.	948	913	1 079	1 300	1 405	1 465	1 567	1 979	2 351
Номинальный ВВП, млрд. долл.	180	117	136	163	176	183	132	91	89
ВВП на душу населения, долл.	3 891	2 550	2 972	3 580	3 865	4 030	2 904	1 996	1 954
Индекс потребительских цен (к. п.)	22,3%	12,3%	9,1%	4,6%	-0,2%	0,5%	24,9%	43,3%	15,1%
Индекс потребительских цен (средний)	25,2%	15,9%	9,4%	8,0%	0,6%	-0,3%	12,1%	48,7%	24,1%
Безработица (методология МОТ, среднее)	6,9%	9,6%	8,9%	8,7%	8,2%	7,8%	9,7%	9,4%	8,9%
Платежный баланс									
Баланс текущего счета, млрд. долл.	-12,8	-1,7	-3,0	-10,2	-14,3	-16,5	-5,3	-0,2	-2,8
% ВВП	-7,1%	-1,5%	-2,2%	-6,3%	-8,1%	-9,0%	-4,0%	-0,2%	-3,2%
Баланс финансового счета, млрд. долл.	9,7	-12,0	8,0	7,8	10,1	18,5	-8,0	0,1	1,8
% ВВП	5,4%	-10,2%	5,9%	4,8%	5,8%	10,1%	-6,1%	0,1%	2,0%
Прямые иностранные инвестиции, млрд. долл.	9,9	4,7	5,8	7,0	6,6	3,4	0,3	2,5	3,6
% ВВП	5,5%	4,0%	4,2%	4,3%	3,8%	1,8%	0,2%	2,8%	4,1%
Валовые резервы НБУ, млрд. долл.	31,5	26,5	34,6	31,8	24,5	20,4	7,5	13,3	17,8
Монетарная политика и банковская система									
Монетарная база, млрд. грн.	187	226	240	255	307	333	333	336	346
Монетарная база, г/г	32%	16%	6%	6%	20%	8%	8%	1%	3%
Монетарная масса (М3), млрд. грн.	515	598	683	773	909	957	957	994	1 044
Монетарная масса, г/г	30%	23%	14%	13%	18%	5%	5%	3%	5%
Денежный мультипликатор (М3/МБ)	2,8	2,6	2,8	3,0	3,0	2,9	2,9	3,0	3,0
Банковские кредиты, г/г	72%	1%	10%	2%	12%	13%	13%	3%	4%
Банковские депозиты, г/г	28%	26%	18%	16%	18%	0%	0%	4%	17%
Кредиты/депозиты	205%	175%	162%	143%	135%	152%	152%	137%	122%
Обменный курс									
Официальный курс грн./долл. (кон. периода)	7,70	7,99	7,96	7,99	7,99	7,99	15,77	24,00	27,50
Официальный курс грн./долл. (средний)	5,27	7,79	7,94	7,97	7,99	7,99	11,89	21,84	26,50
Бюджет и государственный долг									
Доходы гос. бюджета, млрд. грн.	231,7	209,7	240,6	314,6	346,0	339,2	357,0	534,6	595,00
% ВВП	24,4%	23,0%	22,3%	24,2%	24,6%	23,2%	22,8%	27,0%	25,3%
Расходы гос. бюджета, млрд. грн.	244,2	245,2	304,9	338,1	399,4	403,9	435,0	579,8	679,0
% ВВП	25,8%	26,8%	28,3%	26,0%	28,4%	27,6%	27,8%	29,3%	28,9%
Дефицит гос. бюджета, млрд. грн.	-12,5	-35,5	-64,3	-23,6	-53,4	-64,7	-78,0	-45,2	-84,0
% ВВП	-1,3%	-3,9%	-6,0%	-1,8%	-3,8%	-4,4%	-5,0%	-2,3%	-3,6%
Государственный долг, млрд. грн.	189	318	432	473	516	584	1 101	1 572	1 939
% ВВП	20,0%	34,8%	40,1%	36,4%	36,7%	39,9%	70,3%	79,4%	82,5%

Источники: Госкомстат, НБУ, Министерство финансов, Bloomberg, SP Advisors

Приложение Б

Карта доходности еврооблигаций украинских эмитентов*



*По состоянию на 1 апреля 2016 г.
Источник: Bloomberg

Основные параметры еврооблигаций украинских эмитентов*

	Валюта	Объем, USD млн	Погашение	Доходность к погашению, %		Mid изм. доходности к погашению, пп		Fitch	Рейтинг	
				Mid	Сред	1 месяц	с начала года		Moody's	S&P
Суверенные										
Украина 12/15**	USD	3,000	20/12/2015	-	-	-	-	WD	Ca	D
Украина 09/19	USD	1,646	01/09/2019	9.6	0.2	-1.1	-	CCC	Сaa3	B-
Украина 09/20	USD	1,707	01/09/2020	9.4	0.3	-0.9	-	CCC	Сaa3	B-
Украина 09/21	USD	1,378	01/09/2021	9.4	0.2	-0.8	-	CCC	Сaa3	B-
Украина 09/22	USD	1,355	01/09/2022	9.4	0.2	-0.7	-	CCC	Сaa3	B-
Украина 09/23	USD	1,330	01/09/2023	9.4	0.2	-0.6	-	CCC	Сaa3	B-
Украина 09/24	USD	1,315	01/09/2024	9.4	0.2	-0.7	-	CCC	Сaa3	B-
Украина 09/25	USD	1,306	01/09/2025	9.5	0.2	-0.6	-	CCC	Сaa3	B-
Украина 09/26	USD	1,295	01/09/2026	9.4	0.2	-0.6	-	CCC	Сaa3	B-
Украина 09/27	USD	1,286	01/09/2027	9.4	0.1	-0.6	-	CCC	Сaa3	B-
ВВП Варрант	USD	3,130	31/05/2040	-	-	-	-	-	-	B-
Банки										
Приватбанк - 01/18	USD	200	23/01/2018	28.9	2.2	-6.9	0.5	CCC	WR	-
Приватбанк - 02/18	USD	175	28/02/2018	32.4	0.0	-3.4	-	CCC	Сau	-
Приватбанк - 02/21	USD	220	09/02/2021	23.9	1.0	-1.1	-	-	-	-
ПУМБ - 12/18	USD	198	31/12/2018	22.3	1.0	-1.1	0.0	NR	WR	-
Укрэксимбанк - 04/22	USD	750	27/04/2022	11.9	0.0	-1.2	-	CCC	Сaa3	-
Укрэксимбанк - 02/23	USD	125	09/02/2023	14.1	0.8	-0.4	-	C	Ca	-
Укрэксимбанк - 01/25	USD	600	22/01/2025	12.4	0.3	-0.6	-	CCC	Сaa3	-
Ощадбанк - 03/23	USD	700	10/03/2023	12.1	0.3	-0.7	-	CCC	Сaa3	-
Ощадбанк - 03/25	USD	500	20/03/2025	12.3	0.3	-0.7	-	CCC	Сaa3	-
Корпоративные										
Метинвест - 01/16	USD	87	27/05/2016	-	-	-	-	NR	Сaa3	-
Метинвест - 11/17	USD	296	28/11/2017	-	-	-	-	C	-	-
Метинвест - 02/18	USD	777	14/02/2018	-	-	-	-	C	Сaa3	-
Мрия - 03/16	USD	72	30/03/2016	139.4	52.4	-12,546	-171.3	WD	-	NR
Мрия - 04/18	USD	400	19/04/2018	270.3	0.0	-	158.3	WD	-	NR
Укрлэндфарминг - 03/18	USD	500	26/03/2018	-	-	-	-	WD	-	CC
Авангард - 10/18	USD	206	29/10/2018	56.7	4.7	-6.1	32.8	WD	-	-
ДТЭК - 03/18	USD	160	28/03/2018	74.5	14.4	6.3	-	C	-	-
ДТЭК - 04/18	USD	750	04/04/2018	77.3	0.0	9.8	38.7	C	Ca	-
Укрзализныця - 05/18	USD	500	21/05/2018	-	-	-	-	WD	-	NR
Феррэкспо - 04/19	USD	161	07/04/2019	32.1	0.0	-1.5	-	CC	Сaa3	CCC
МХП - 04/20	USD	750	02/04/2020	12.1	0.0	-1.4	-3.1	CCC	-	B-

*По состоянию на 1 апреля 2016г.; **В процессе реструктуризации

Источник: Bloomberg

Приложение В

Рыночные мультипликаторы украинских компаний с листингом на международных биржах*

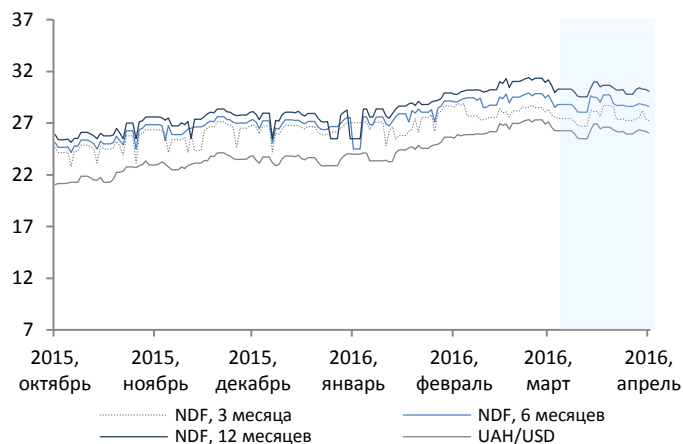
Сектор / Компания	Тикер	Капитализация, млн. USD	EV/ EBITDA		EV/Продажи		Капитализация/ собств. капитал		Капитализация/ чистая прибыль		Чистый долг/ собств. капитал	
			2016П	2017П	2016П	2017П	2016П	2017П	2016П	2017П	2016П	2017П
Сельское хозяйство												
Kernel	KER PW	1,126	3.7	3.3	0.6	0.5	1.1	0.9	5.1	4.8	0.23	0.09
MHP	MHPC LI	914	4.4	4.0	1.5	1.3	0.9	0.8	4.8	3.7	1.05	0.84
Astarta	AST PW	246	4.0	3.7	1.3	1.0	1.1	0.9	5.1	3.8	0.90	0.64
IMC	IMC PW	59	3.0	2.9	1.1	1.0	2.5	1.3	-	2.5	4.25	1.98
KSG Agro	KSG PW	5	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-
Медиана		-	3.9	3.5	1.2	1.0	1.1	0.9	5.1	3.7	0.98	0.74
Продукты питания												
Avangard	AVGR LI	57	-	-	-	-	-	-	5.2	-	-	-
Ovostar	OVO PW	153	5.3	4.6	2.1	1.5	0.9	0.8	5.8	5.6	0.02	-0.03
Milkiland	MLK PW	14	24.4	-	0.6	-	-	-	-	-	-	-
UkrProduct	UKR LN	2	2.2	1.4	0.2	0.1	0.1	0.1	1.0	0.6	0.39	0.24
Медиана		-	5.3	3.0	0.6	0.8	0.5	0.4	5.2	3.1	0.21	0.10
Нефть и газ												
JKX Oil & Gas	JKX LN	59	2.5	-	0.9	1.1	-	-	-	-	-	-
Kulczyk Oil	SEN PW	33	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-
Regal Petroleum	RPT LN	11	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-
Cadogan Petroleum	CAD LN	31	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-
Медиана		-	2.5	-	0.9	1.1	-	-	-	-	-	-
Угледобывающая промышленность												
Coal Energy	CLE PW	6	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-
Металлургия и горная промышленность												
Ferrexpo	FXPO LN	222	4.4	4.9	1.0	1.1	0.8	0.9	5.3	4.3	2.46	2.67
Недвижимость												
TMM	TR61 GR	0.5	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-
Транспорт												
KDM Shipping	KDM PW	9	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-

*По состоянию на 1 апреля 2016 г.

Источник: Bloomberg

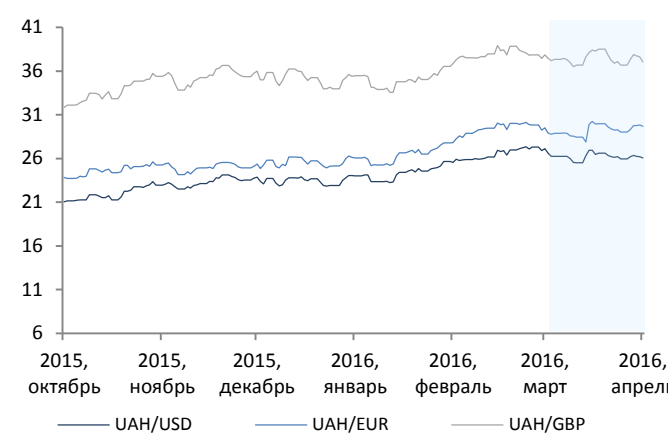
Приложение Г

NDF* (3, 6, 12 месяцев) и спотовый курс UAH/USD



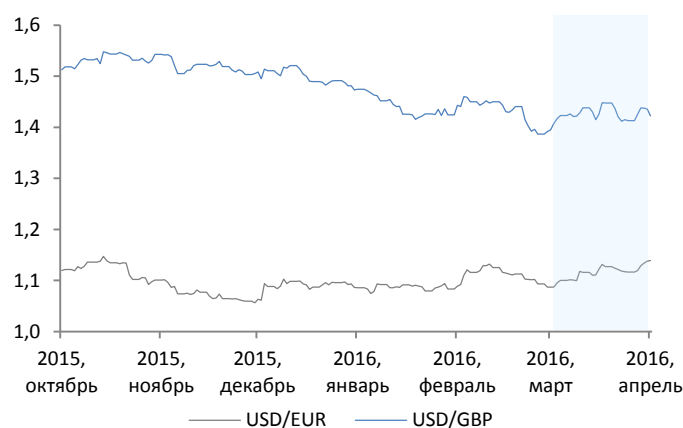
*беспоставочные форвардные контракты
Источник: Bloomberg

Спотовый курс гривны к основным мировым валютам



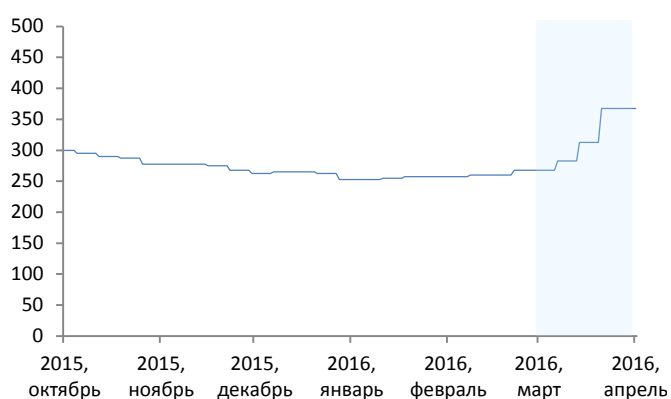
Источник: Bloomberg

Спотовый курс основных мировых валютных пар



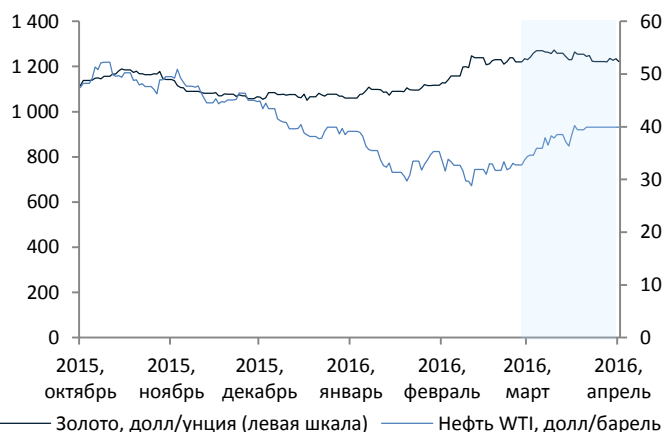
Источник: Bloomberg

Стоимость горячекатаного рулона, долл США/тонна*



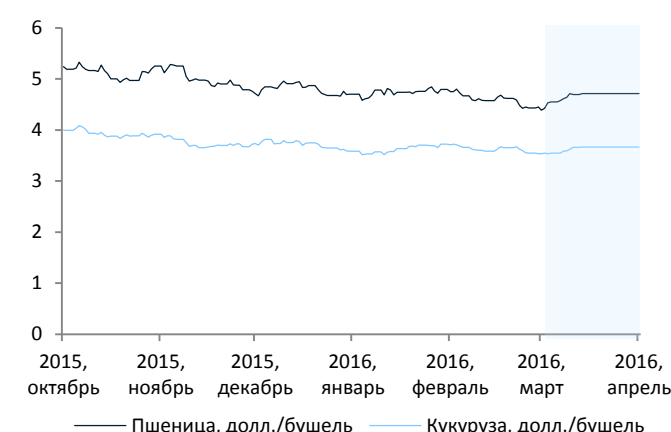
*цены FOB, порты Черного моря
Источник: Bloomberg

Динамика цен на золото и нефть



Источник: Bloomberg

Динамика фьючерсных контрактов на кукурузу и пшеницу



Источник: Bloomberg

Контакты

Генеральный директор

Ник Пицца

npiazza@spadvisors.eu

Руководитель департамента управления ценовыми рисками на товарных и валютных рынках

Алексей Еремин

ayeremin@spadvisors.eu

Вице-президент, ценные бумаги

Александр Цапин

otsapin@spadvisors.eu

SP Advisors

spadvisors.eu

ул. Паньковская, 8

офис 14, 1-й этаж

Киев 01033, Украина

+380 44 300 1425

research@spadvisors.eu

Заявление об ограничении ответственности

Данный отчет был подготовлен SP Advisors исключительно для информационных целей и независимо от соответствующих компаний, упомянутых в настоящем документе. Это не должно рассматриваться как оферта или предложение делать оферты на покупку или продажу каких-либо ценных бумаг, а также не должно рассматриваться как рекомендация к таким действиям.

SP Advisors не дает никаких гарантий, явных или подразумеваемых, в применимости этого отчета и прогнозировании будущей деятельности, или в оценке текущей или будущей стоимости ценных бумаг. Данный документ не следует рассматривать как полное описание ценных бумаг или рынков, упомянутых в настоящем документе. Любые инвестиционные решения совершаются на усмотрение самого клиента, и ни при каких обстоятельствах SP Advisors, любой из его сотрудников или связанных лиц не несет ответственности за какие-либо действия/бездействия любой из сторон, на основе этого документа. Также, SP Advisors и любой из его сотрудников или связанных лиц не несет никакой ответственности за какие-либо убытки или ущерб, связанный с таким действием или бездействием. Данный документ является конфиденциальным для клиентов SP Advisors. Несанкционированное копирование, распространение или публикация данного документа или любой его части строго запрещено.