

## Еженедельный обзор

- Прогноз макроэкономических показателей на 2019
- НБУ оставил учетную ставку равной 18.0%, внес коррективы в инструментарий монетарной политики и продлил обязательную продажу экспортной выручки
- Fitch повысил рейтинг Ferrexpo до 'B+' (на две отметки выше суверена)

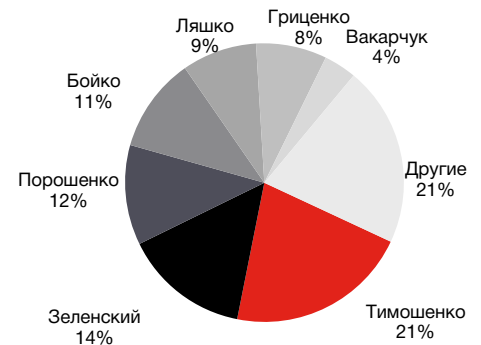
**Прогноз макроэкономических показателей на 2019.** Учитывая, что текущий год подходит к концу, мы предоставляем вашему вниманию наш обзор экономики на следующие 12 месяцев. Мы присвоили следующие оценки основным индикаторам: рост реального ВВП на уровне 2.8%, инфляция – 6.5%, резервы НБУ – 18.6 млрд \$, дефицит текущего счета и бюджета – 3.4% и 2.3% от номинального ВВП, соответственно.

**Наш взгляд:** Наступающий год будет, скорее всего, охарактеризован значительной политической турбулентностью, но умеренными макроэкономическими и фискальными рисками.

Результаты выборов нового президента страны, назначенных на 31 марта, на текущий момент выглядят весьма непредсказуемо. Согласно опросу, проведенному Киевским международным институтом социологии (КМИС) в конце ноября, самым популярным кандидатом на сегодня является Тимошенко (21% респондентов, которые уже определились с выбором, проголосовали бы за нее). При этом, ее поддержки недостаточно для победы без перехода во второй тур, где она может проиграть Гриценку, Зеленскому или Вакарчуку (хотя два последних еще официально не заявили о намерении участвовать). Порошенко же во втором раунде набирает меньше голосов чем практически все остальные кандидаты (даже включая пророссийского Бойко), и, следовательно, имеет минимальные шансы остаться на второй срок. В то же время, почти 30% опрошенных заявили, что сформировать мнение еще не успели. Предпочтения избирателей относительно выборов в парламент, которые будут проведены 27 октября, выглядят несколько схоже. Из определившихся, 23% отметят в бюллетенях кандидатов из блока Тимошенко, а остальные распределят голоса между другими 5 партиями (по 8-13% на каждую). Предсказуемость осеннего голосования, по нашему мнению, несколько выше, учитывая отсутствие возможности второго раунда. Если настроения не понесут кардинальных изменений, состав основного законодательного органа страны может оказаться более фрагментированным чем текущего.

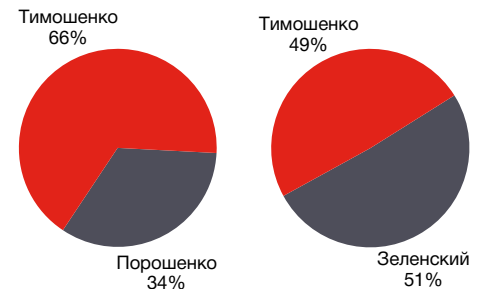
Несмотря на изменения в политической плоскости, выплаты по внешнему долгу в 2019 и 2020 фактически гарантируют продолжение сотрудничества Украины с МВФ, если только новые власти не объявят дефолт. Согласно нашим расчетам, в течение следующих 12 месяцев Министерству финансов и НБУ нужно выделить более 10 млрд \$ на обслуживание и погашение государственных займов (включая процентные платежи), а также оставить возможность квазисуверенным эмитентам амортизировать их задолженности (в частности, Ощадбанку и Укрэксимбанку) на сумму свыше 2.0 млрд \$ и провести ролlover валютных ОВГЗ на 4.5 млрд \$. Прекращение кооперации Украины с международными донорами существенно ограничит возможность рефинансирования, без которого резервы НБУ опустятся до критически низкого уровня (20.1 млрд \$ на конец 2018, что немногим больше трех месяцев импорта). Решение объявить дефолт по внешним обязательствам, по нашему мнению,

### Результаты опроса по президентским



Распределение голосов среди респондентов, которые уже определились с выбором (опрос проведен с 23 ноября по 3 декабря)  
 Источник: Киевский международный институт социологии

### Результаты опроса по 2-му туру для двух пар



Распределение голосов среди респондентов, которые уже определились с выбором (опрос проведен с 23 ноября по 3 декабря)  
 Источник: Киевский международный институт социологии

### Валютные резервы НБУ с 2018 по 2019, млрд



Источник: НБУ, Bloomberg, МВФ, Министерство финансов, Adamant Capital

маловероятно, учитывая, что в последствии страна может лишиться поддержки Запада, необходимой с учетом агрессии со стороны РФ, а частный бизнес, который имеет значительное политическое влияние, потеряет доступ к рынкам капитала. Согласно нашему базовому макроэкономическому прогнозу, власти постараются разместить суверенные еврооблигации на сумму 1.5 млрд \$ в 1кв19, а также выполнить условия МВФ для получения еще одно транша в размере 1.3 млрд \$, скорее всего уже после выборов в парламент. Таким образом, валютные резервы на конец года достигнут отметки 18.6 млрд \$. Хотя наша оценка дефицита текущего счета составляет 4.8 млрд \$ (3.4% от номинального ВВП), мы ожидаем, что большая его часть будет перекрыта притоком капитала в частный сектор, как и в 2018 (львиная доля инвестиционного импорта финансируется, по нашему мнению, посредством корпоративных сбережений в валюте и кредитов от связанных лиц-нерезидентов).

В 2019 мы ожидаем замедление роста реального ВВП до 2.8%, в основном, на фоне высокой базы сравнения в сельскохозяйственном секторе (2018 год был примечателен рекордным урожаем зерновых и масличных культур, объем которых превысил среднее значение за последние 5 лет на 7% и 14%, соответственно). Внутренняя торговля, оборот которой, по нашим оценкам, все еще находятся на 10-15% ниже докризисного уровня (2013), останется одним из основных драйверов увеличения валовой добавленной стоимости. Еще одним важным фактором может стать индустриальное производство, ввиду слабой динамики металлургии и добычи железной руды в этом году. Значительный размер капитальных инвестиций в течение последних 4-6 кварталов (показатель за 2кв18 составил 19% от реального ВВП, превысив среднее значение за 2010-13 на 300 бп) должен начать частично конвертироваться в реализацию новых проектов.

ИПЦ на конец декабря 2019, по нашим оценкам, замедлится до 6.5% г/г, несмотря на все еще присутствующее давление со стороны спроса вследствие роста доходов домохозяйств. Мы ожидаем, что данный эффект проявится в меньшей степени чем в 2018, ввиду стабилизации средней заработной платы в стране и сбалансирования темпов трудовой миграции. По нашим оценкам, НБУ продолжит применять жесткую монетарную политику (оставив учетную ставку на уровне 18%), по крайней мере, до 4кв19, учитывая традиционную волатильность и повышение расходов на социальное обеспечение в предвыборный период. Важной причиной подорожания потребительской корзины могут послужить следующие этапы повышения тарифов на газ и отопление в апреле и октябре, однако однозначность в этом вопросе появится только после опубликования Меморандума Украины с МВФ о предоставлении новой программы. Учитывая существенный размер внешних выплат, регулятор, скорее всего, продолжит агрессивную покупку валюты на межбанковском рынке, что должно привести к определенному давлению на национальную валюту. Мы ожидаем, что обменный курс, в среднем за 2019, составит порядка 28.5 грн/\$. Принимая во внимание остальные прогнозы, номинальный ВВП должен будет достигнуть 141 млрд \$, что снизит соотношения долга к этому индикатору до 58%. Как сообщалось нами ранее, принятый государственный бюджет на 2019 выглядит относительно консервативно. Соотношение заложенных в закон доходов к номинальному ВВП осталось на уровне 2018 (25.6%), несмотря на то, что в текущем году фактические цифры могут превысить плановые. Документ был также тщательно проанализирован и, в конечном итоге, одобрен представителями МВФ. Таким образом мы считаем дефицит на уровне 2.3% от номинального ВВП вполне достижимым, а фискальные риски умеренными.



Источник: НБУ, Госказначейство, Adamant Capital

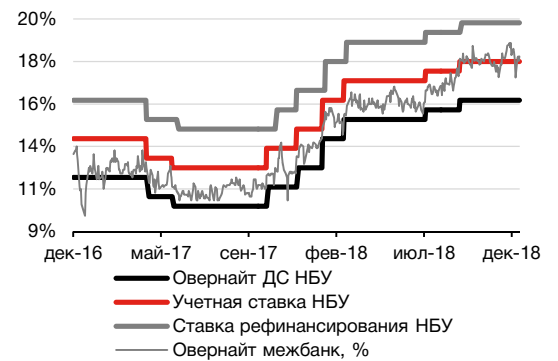
**НБУ оставил учетную ставку равной 18.0%, внес коррективы в инструментарий монетарной политики и продлил обязательную продажу экспортной выручки.** Согласно официальному пресс-релизу, регулятор считает текущий уровень ставки достаточно высоким, чтобы обеспечить снижение инфляции до таргетируемых  $5 \pm 1\%$  на конец 2020. Среди основных рисков увеличения ИПЦ определены: рост потребительского спроса ввиду повышения зарплат, негативные ожидания в преддверии выборов и интенсификация конфликта с РФ в Керченском проливе. Ключевые изменения монетарной политики включают отмену всех кредитов рефинансирования со сроком погашения больше или меньше 14 дней (кроме овернайта) и одновременную ликвидацию ограничений по объемам. Тендеры будут проводиться раз в две недели, а ставка кредитования будет устанавливаться наравне с учетной (+200 бп ранее). Обязательная продажа 50% экспортной выручки была продлена до 6 февраля.

**Наш взгляд:** Решение относительно учетной ставки не стало для нас сюрпризом, принимая во внимание стабильность на межбанковском валютном рынке с начала декабря и позитивный новостной фон связанный с предстоящим получением первого транша новой программы с МВФ. В то же время, мы считаем, что сокращение двухнедельной стоимости денег, предоставляемых НБУ, до 18%, может привести к смягчению монетарной политики, поскольку банки будут иметь возможность заимствовать для осуществления инвестиций в ОВГЗ, которые торгуются с более высокой доходностью. Возможной также может стать схема получения более дешевого кредита на две недели ради избегания использования овернайта регулятора под 20% (избыток ликвидности может быть роздан на межбанке). В случае материализации данного сценария, НБУ может быть вынужден внести дополнительные корректировки, особенно если инфляционные ожидания финучреждений будут продолжать находиться на уровне 11.5% (озвучен в опросниках в октябре).

**Fitch повысил рейтинг Ferrexpo до 'B+' (на две отметки выше суверена).** Согласно официальному пресс-релизу агентства, изменение отражает увеличение уровня ликвидности в результате накопления средств для расчета по предстоящим в 2019 обязательствам, сокращение долга на балансе компании и способность снизить капитальные расходы и дивиденды в случае ухудшения рыночных условий. Публикация также цитирует аналитический обзор CRU Group (консультанты в сфере сырьевых рынков), в соответствии с которым, премия за окатыш в 2019 году может оказаться даже выше, чем в текущем. Fitch также отметил, что управленческий и финансовый профиль Ferrexpo находится в категории 'BB'.

**Наш взгляд:** Решение агентства в целом соответствует нашему мнению об эмитенте, особенно касательно долга по еврооблигациям, поскольку рефинансирование его оставшейся части полностью обеспечено неиспользованной долей PXF кредита (205 млн \$), полученного в 2017. Более того, учитывая благоприятную конъюнктуру в следующем году, мы не исключаем, что источником финансирования амортизации может послужить операционный денежный поток компании. Хотя рыночная доходность бумаг Ferrexpo 2019 до сих пор находится на уровне 9.5%, мы считаем, что данный факт в основном связан с низкой активностью торгов ввиду малого оставшегося объема в обращении (всего 173 млн \$, формально разделенного на два выпуска).

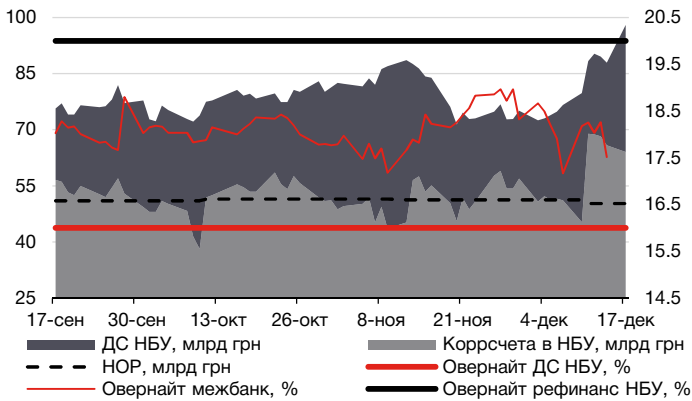
Динамика процентных ставок



Источник: НБУ

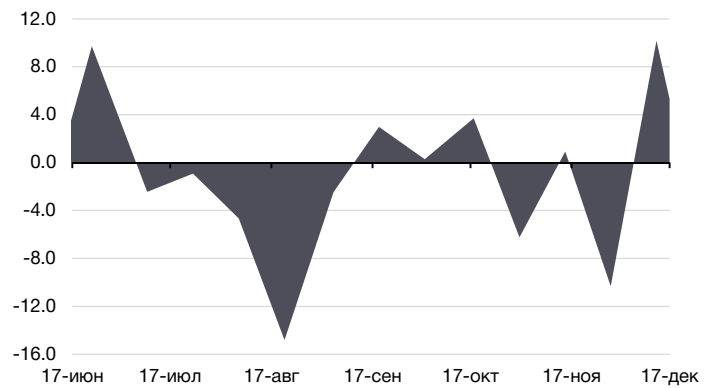
## Приложение

Ликвидность банковской системы (лш) и ставки ЦБ по ДС (пш)



Источник: НБУ, Adamant Capital

Приток от Госказначейства и ФГВФЛ в систему<sup>1</sup>, млрд грн

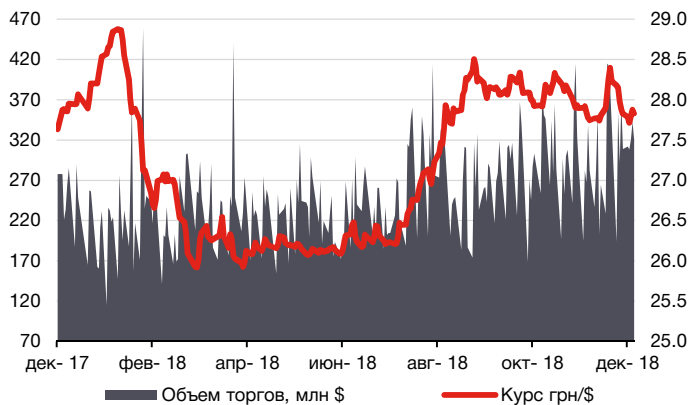


Точки на графике демонстрируют суммарные притоки по фискальному каналу за две недели  
(1) Банковская система  
Источник: НБУ

**Ликвидность локального рынка** (сумма коррсчетов в НБУ и депозитных сертификатов) увеличилась на 18.2 млрд грн до 98.0 млрд грн за неделю. Министерство финансов 18 декабря разместило облигации в гривне с погашением в марте, апреле, июне, сентябре и ноябре 2019 с доходностью 20.5%, 20.5%, 18.5%, 18.5% и 18.5%, соответственно, а также в долларах США с погашением в январе 2019, октябре 2019 и феврале 2020 с доходностью 6.5%, 7.25% и 7.5%, соответственно. Общие заимствования составили 11.4 млрд грн и 0.3 млрд \$.

**Межбанковский курс грн/\$** на этой неделе девальвировал на 0.5%, открывшись на отметке 27.71 и закрывшись к концу на уровне 27.86.

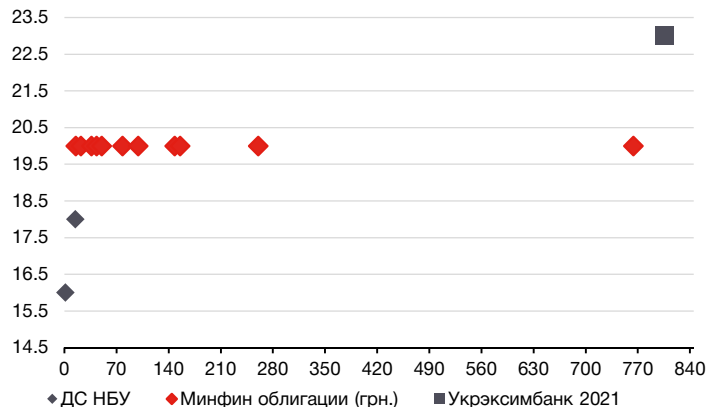
Курс валюты (пш) и объем межбанковских торгов (лш)



На основе официальных данных межбанковского рынка

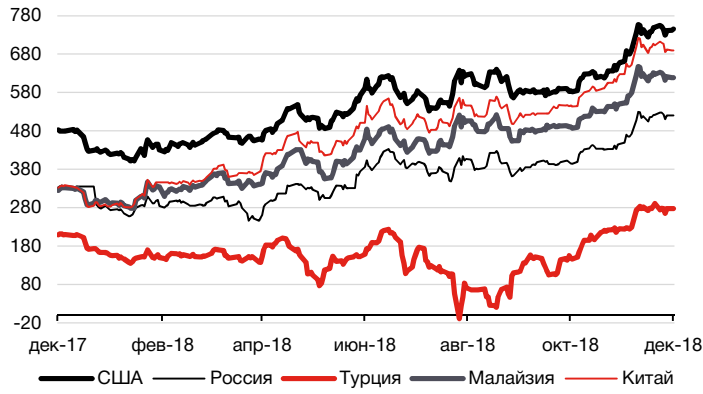
Источник: НБУ

Локальный рынок: доходность (%), лш) и срок погашения (дней)



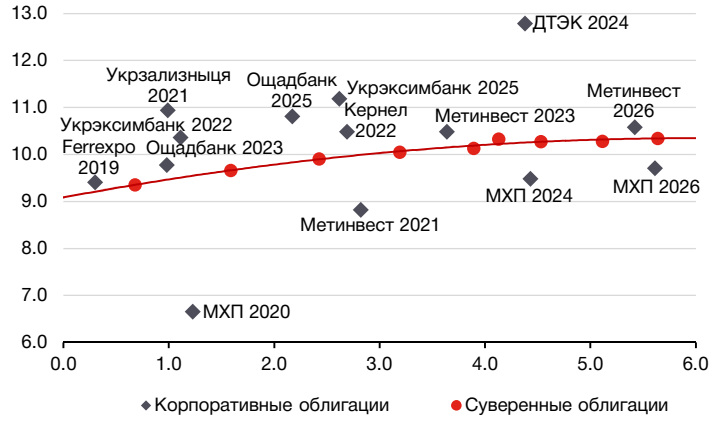
Источник: НБУ, Bloomberg, Adamant Capital

Премия 10 летней доходности Украины к другим странам, бп



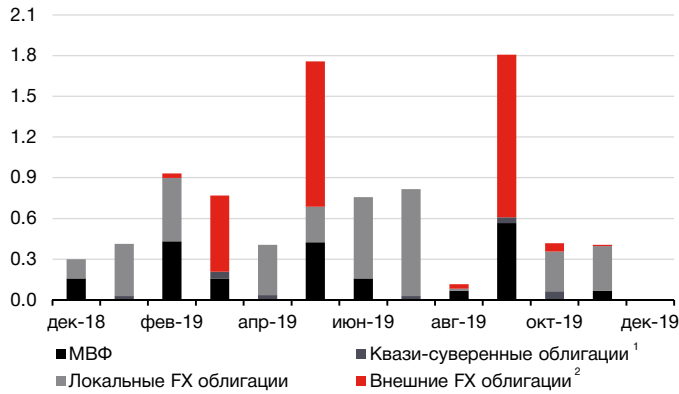
Источник: Bloomberg, Adamant Capital

Еврооблигации: доходность (% лш) и дюрация (г, пш)



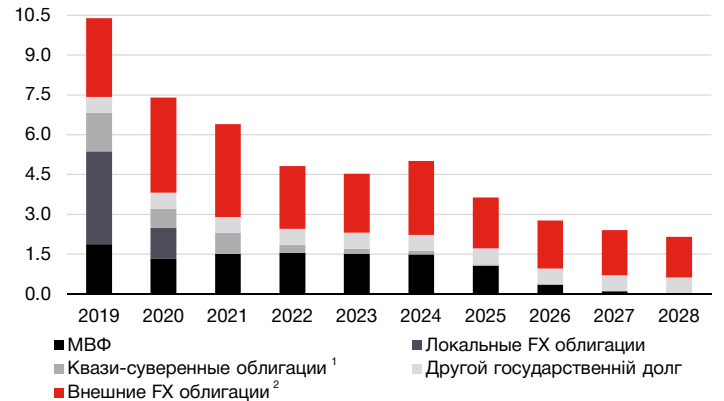
Источник: Bloomberg, Adamant Capital

График погашения внешнего долга Украины на 12м, млрд \$



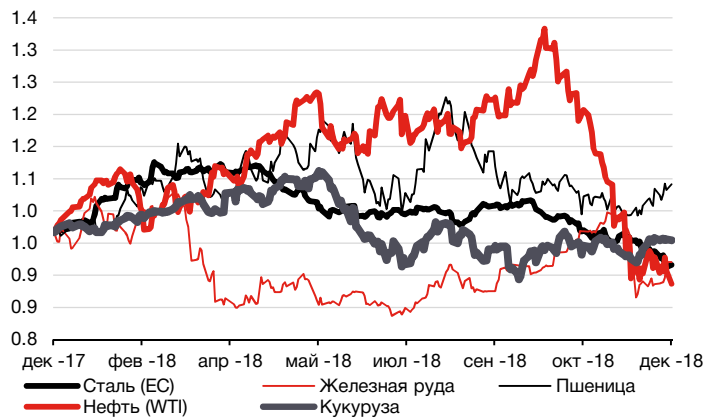
Процентные платежи включены в каждую категорию  
 (1) Долг государственных банков, Укрзалізниця и муниципалитетов  
 (2) Включают кредитные гарантии США  
 Источник: Bloomberg, Adamant Capital

График погашения внешнего долга Украины на 2018-28, млрд \$



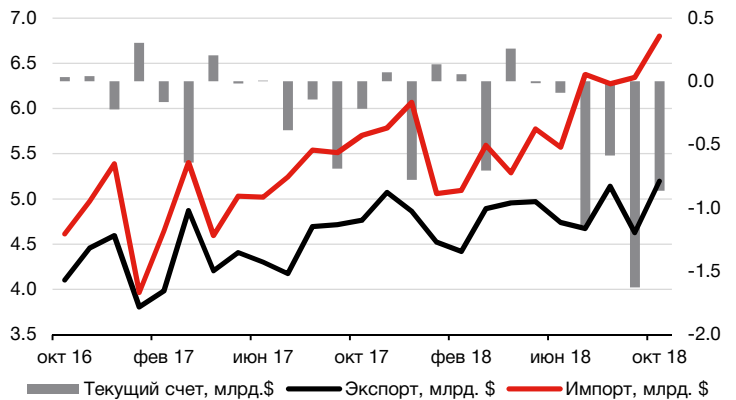
Процентные платежи включены в каждую категорию, амортизационные выплаты по локальным FX облигациям включены с сентября 2018  
 (1) Долг государственных банков, Укрзалізниця и муниципалитетов  
 (2) Включают кредитные гарантии США  
 Источник: Bloomberg, Adamant Capital

Мировые индексы цен на сырье



Все индексы приведены с базисом 1. Используются следующие котировки: North America HRC Spot; China Iron Ore 62% Fe; Wheat Futures (CBT); WTI Crude Oil Futures; Corn Futures (CBT)  
 Источник: Bloomberg, Adamant Capital

Внешняя торговля (лш) и баланс текущих операций (пш)



Источник: НБУ

Основные макроэкономические показатели								
	4кв17	2017	1кв18	2кв18	3кв18П	4кв18П	2018П	2019П
Рост реального ВВП, г/г %	2.2%	2.5%	3.1%	3.8%	2.8%	4.9%	3.7%	2.8%
Номинальный ВВП, млрд грн	894	2,983	700	807	969	1,073	3,550	4,015
Номинальный ВВП, млрд \$	33	113	26	31	35	38	130	141
Рост дефлятора ВВП, г/г % <sup>1</sup>	20.9%	22.0%	14.9%	17.0%	13.2%	14.4%	14.9%	10.0%
ИПЦ (средний за период), г/г %	14.0%	14.5%	13.8%	11.6%	8.9%	9.8%	11.0%	8.5%
ИПЦ (на конец периода), г/г %	13.7%	13.7%	13.2%	9.9%	8.9%	10.0%	10.0%	6.5%
Дефицит бюджета, % ВВП <sup>1,2,6</sup>	9.4%	1.4%	0.4%	-1.7%	-0.4%	9.2%	2.6%	2.3%
Широкий дефицит бюджета, % ВВП <sup>3</sup>	12.7%	4.1%	0.4%	-1.2%	-0.4%	9.2%	2.7%	2.3%
Государственный долг, % ВВП	71.8%	71.8%	66.4%	61.8%	62.7%	62.9%	62.9%	57.9%
Внешний государственный долг, % ВВП <sup>4</sup>	43.5%	43.5%	41.7%	38.7%	38.0%	38.3%	38.3%	34.5%
Общий внешний долг, млрд \$	115	115	115	114	114	117	117	116
Экспорт товаров и услуг, млрд \$	14.7	53.9	13.8	14.7	14.4	15.2	58.1	64.2
Импорт товаров и услуг, млрд \$	17.6	62.5	15.7	16.6	19.1	18.9	70.4	77.2
Сальдо торгового баланса, млрд \$	-2.9	-8.6	-1.9	-2.0	-4.7	-3.7	-12.3	-13.0
Текущий счет, млрд \$	-0.9	-2.4	-0.5	0.2	-3.5	-1.5	-5.4	-4.8
Финансовый счет, млрд \$ <sup>5</sup>	-1.6	-5.0	-0.2	-0.4	-2.8	-4.3	-7.7	-3.9
Резервы НБУ, млрд \$	18.8	18.8	18.2	18.0	16.6	20.1	20.1	18.6
Средний курс на межбанке, грн/\$ <sup>7</sup>	26.9	26.5	27.3	26.2	27.4	28.5	27.3	28.5
Курс на межбанке (на конец периода), грн/\$	28.1	28.1	26.3	26.3	28.3	29.0	29.0	30.0
Учетная ставка НБУ (на конец периода), %	14.5%	14.5%	17.0%	17.0%	18.0%	18.0%	18.0%	17.0%

(1) Квартальные показатели рассчитываются при помощи данных за прошлые 12 мес

(2) Исключает весь дефицит, не включенный в официальные данные, но включает в себя чистые бюджетные займы, выданные государственным предприятиям

(3) Включает докапитализацию Нафтогаза и государственных банков, государственные гарантии и т.д.

(4) ВВП рассчитывается в долларах по среднему курсу грн/\$ за год

(5) Согласно РПБб МВФ

(6) В доходы сводного бюджета за 2015 год не включены поступления от внедрения технологии 3G (9 млрд грн), согласно стандартам МВФ

(7) На основе официальных данных НБУ без взвешивания на объемы торговли

Источник: НБУ, ГССУ, Минфин, МВФ, Adamant Capital

Индикативные цены еврооблигаций, их доходность и рекомендации									
Название облигации	Рекомендация	Дата рек	Купон	Погашение	Доходность	Bid	Δ неделя	Дюрация, г.	Объем, млн \$
Украина 2019	Держать	-	7.8	сен-19	9.4	98.9	0.1	0.7	661
Украина 2023	Держать	-	7.8	сен-23	10.1	91.3	0.2	3.9	1,355
Украина 2024	Держать	-	9.0	фев-24	10.3	94.8	0.6	4.1	750
Украина 2027	Держать	-	7.8	сен-27	10.4	85.3	0.5	6.1	1,307
Украина 2028	Держать	-	9.8	ноя-28	10.6	95.1	0.9	6.4	1,250
Украина 2032	Держать	-	7.4	сен-32	10.0	80.6	0.6	7.9	3,000
МХП 2024	Держать	20-ноя-18	7.8	май-24	9.5	92.8	-0.3	4.4	500
МХП 2026	Держать	20-ноя-18	7.0	апр-26	9.7	85.8	0.0	5.6	550
ДТЭК 2024	Держать	4-дек-18	10.8	дек-24	12.8	91.5	-0.3	4.4	1,344
Феррэкспо 2019	Покупать	9-окт-18	10.4	апр-19	9.4	100.2	0.0	0.3	173
Метинвест 2023	Держать	11-дек-18	7.8	апр-23	10.5	90.6	0.1	3.6	945
Метинвест 2026	Держать	11-дек-18	8.5	апр-26	10.6	89.6	-0.1	5.4	648
Укрлендфарминг в дефолте	Продавать	13-июн-17	10.9	мар-18	нс	12.9	-0.1	нс	543
Авангард в дефолте	Продавать	5-июн-18	10.0	окт-18	нс	20.6	-0.1	нс	214
ПУМБ 2018	Покупать	6-ноя-18	11.0	дек-18	нс	99.6	-0.1	нс	59
ПриватБанк в дефолте (10.250)	-	-	10.3	январ-18	нс	20.9	-0.1	нс	160
ПриватБанк в дефолте (10.875)	-	-	10.9	фев-21	нс	21.0	0.0	нс	175
Ощадбанк 2023	Покупать	6-ноя-18	9.4	мар-23	9.8	98.6	0.1	1.0	700
Ощадбанк 2025	Покупать	6-ноя-18	9.6	мар-25	10.8	94.7	-0.3	2.2	500
Укрэксимбанк 2021 (в гривне)	Покупать	6-ноя-18	16.5	мар-21	24.1	87.4	0.0	1.8	150
Укрэксимбанк 2022	Покупать	6-ноя-18	9.6	апр-22	10.4	97.9	0.1	1.1	750
Укрэксимбанк 2025	Покупать	6-ноя-18	9.8	январ-25	11.2	93.8	0.0	2.6	600
Укрэализныця 2021	Покупать	9-окт-18	9.9	сен-21	10.9	97.5	-0.3	1.0	500
Кернел 2022	Покупать	5-дек-18	8.8	январ-22	10.5	95.5	-0.5	2.7	500

Примечание: поскольку мы оцениваем украинские бумаги относительно друг друга внутри группы, рекомендация по суверенным облигациям всегда – «Держать»

Источник: Bloomberg, Adamant Capital

Календарь событий на 2 недели		
Событие	Тип даты	Дата
ГССУ - ВВП за 3кв18	Точная	19 дек
ГССУ - статистика по товарообороту	Точная	20 дек
ГССУ - статистика промышленности	Точная	21 дек
Казначейство - месячный отчет по госбюджету	Индикативная	26 дек
Метинвест - отчет за октябрь	Индикативная	27 дек
НБУ - статистика по платежному балансу	Точная	29 дек

Источник: НБУ, ГССУ, Adamant Capital, данные компаний



## Контакты

### Adamant Capital

5-Б Владимирская, 2-й этаж  
01001 Киев, Украина  
+380 44 585 52 36

#### Управление портфелем

Юрий Созинов | [urs@adamant-capital.com](mailto:urs@adamant-capital.com)

#### Аналитика

Константин Фастовец | [fks@adamant-capital.com](mailto:fks@adamant-capital.com)

Людмила Дунаева | [ldu@adamant-capital.com](mailto:ldu@adamant-capital.com)

#### PR

Инна Звягинцева | [zin@adamant-capital.com](mailto:zin@adamant-capital.com)

## Дисклеймер

Этот отчет был подготовлен исключительно для информационных целей и не является предложением, или просьбой о покупке, или продаже каких-либо ценных бумаг. Описания любой компании, или компаний, или/и их ценных бумаг, или рынков, или событий, упомянутых в настоящем документе, могут быть не полными. Мы не обязаны пересматривать, или обновлять любую информацию, или исправлять неточности, содержащиеся в этом докладе в будущем. Хотя данные для этого отчета были получены из источников, которые Adamant Capital считает надежными, мы не можем гарантировать их полноту и точность. При принятии инвестиционных решений инвесторы должны полагаться на собственный анализ всех рисков, связанных с инвестированием в ценные бумаги. Adamant Capital, его руководство, представители и сотрудники, не несут ответственности за любой прямой или косвенный ущерб, наступивший в результате использования материала или его содержания. Adamant Capital, третьи лица, связанные с ним, его директора, и/или сотрудники, и/или любые связанные с ними лица, могут иметь интересы в компаниях или предоставлять услуги одной или более компаниям, упомянутых в данном документе, и/или намерены приобрести такие интересы, и/или предоставить какие-либо такие услуги в будущем. Все оценки и мнения, высказанные в настоящем отчете, отражают исключительно личное мнение каждого аналитика, который полностью или частично участвовал в составлении этого документа, и может отличаться от мнения Adamant Capital. Этот документ или любая его часть не может быть скопирована или воспроизведена без предварительного согласия Adamant Capital.