



## Еженедельный обзор

- Промышленное производство и внутренняя торговля в марте выросли на 4.8% и 1.0% г/г соответственно, в то время как выход с/х продукции снизился на 1.0%
- НБУ снизил учетную ставку на 3пп до 19%
- Держатели еврооблигаций ДТЭК 2018 согласились рассрочить купонные платежи
- Держатели еврооблигаций 2018 года компании УЛФ согласились реструктуризировать выплату купонов в 2016 году

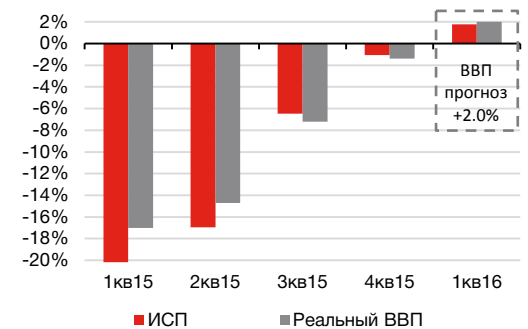
Согласно данным ГССУ и нашим подсчетам, промышленное производство и внутренняя торговля в марте выросли на 4.8% и 1.0% г/г соответственно, в то время как выход с/х продукции снизился на 1.0%. По сравнению с февралем, среднеедневное промпроизводство осталось практически неизменным. Самый большой рост промышленности был зафиксирован в Житомирской и Сумской областях. По нашим оценкам, внутренняя торговля (розничная и оптовая) выросла на 18.4% м/м, в основном благодаря увеличению оптовых продаж на 26.9%. Выход сельскохозяйственной продукции вырос на 18.2% по сравнению с февралем за счет сезонного фактора.

**Наш взгляд:** Мы считаем, что заметный рост промышленного производства два месяца кряду можно расценивать как первый убедительный сигнал экономического подъема. Немаловажным является тот факт, что промышленность восстанавливается одновременно в большом количестве секторов, включая изготовление текстиля, машиностроение, добычу угля и, естественно, металлургию (в основном за счет резкого скачка цен на глобальных рынках). Рост внутренней торговли также является позитивным сигналом, так как еще в феврале этот сектор экономики демонстрировал падение. Мы оставляем наш прогноз реального ВВП в 1кв16 на уровне 2.0%, учитывая, что индекс совокупного производства или ИСП (составляет около 50% от ВВП) за период вырос на 1.8% г/г, а динамика временного ряда ВВП в ценах 2010г дает основание предполагать даже больший рост равный 6%.

**Национальный банк Украины (НБУ) снизил учетную ставку на 3пп до 19%** и оптимизировал инструменты управления ликвидностью. Согласно пресс-релизу регулятора, ставка по двухнедельным депозитным сертификатам будет устанавливаться на уровне учетной, тогда как стоимость кредитов и депозитов овернайт будут отличаться от учетной на 2пп. НБУ также принял решение предоставлять рефинансирование по ставке равной стоимости овернаита, и запретил досрочное погашение депозитных сертификатов.

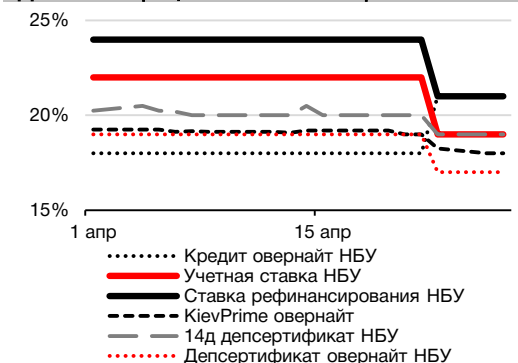
**Наш взгляд:** Мы считаем, что снижение учетной ставки является, несомненно, правильным решением, поскольку высокие доходности депозитных сертификатов снижают привлекательность кредитования частного сектора. Риски перетекания ликвидности из гривны в доллар мы оцениваем как достаточно низкие, учитывая относительно небольшое изменение ставок и значительные административные ограничения. Мы приветствуем стремление НБУ сделать кредитно-денежную политику более прозрачной, поскольку это способствует предсказуемости и эффективности финансовой системы в стране.

**Рост ИСП и реального ВВП Украины, %**



Индекс совокупного производства - среднее взвешенное значение промышленного производства, розничных продаж, оптовых продаж, перевозок и выхода с/х продукции.  
Источник: ГССУ, Adamant Capital

**Динамика процентных ставок Украины**



Источник: НБУ, Bloomberg, Adamant Capital

**Держатели еврооблигаций ДТЭК 2018 согласились рассрочить купонные платежи.** Согласно сообщению эмитента, предложение поддержали 95.6% участников собрания, у которых находится 51.4% от общего объема бумаг. В случае одобрения договора Высоким судом Лондона (заседание состоялось 26 апреля, но результаты пока не были объявлены), ДТЭК получит возможность реструктуризировать купонные платежи по еврооблигациям до 28 октября, выплачивая каждый месяц только 10% от накопленного купона.

**Наш взгляд:** Мы несколько удивлены получением согласия с первой попытки, и низкой долей держателей принявших участие в голосовании (примерно 50%). По нашему мнению, предложение выглядит не очень привлекательно для кредиторов, учитывая высокий месячный лимит на капитальные затраты и отсутствие процентных платежей по задержанным купонным выплатам. Мы считаем, что вероятность одобрения договора судом очень высока.

---

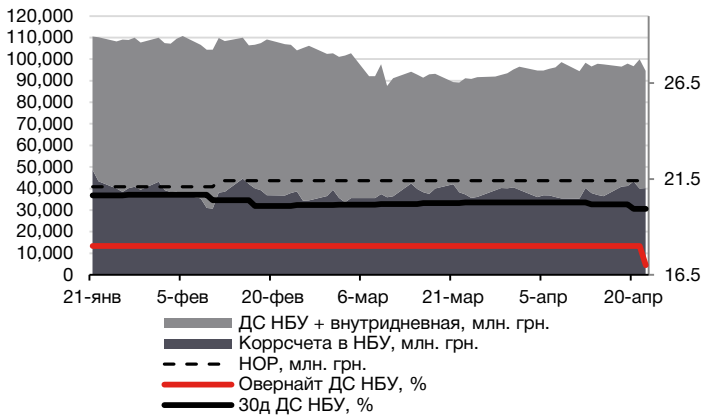
**Держатели еврооблигаций 2018 года компании Укрлендфарминг (УЛФ) согласились реструктуризировать выплату купонов в 2016 году и отказаться от признания кросс-дефолта по некоторым событиям.** Согласно пресс-релизу, в собрании приняли участие держатели 87% всего объема еврооблигаций, а за соглашение проголосовали почти 100% присутствующих. Одобренные условия позволяют компании совершить выплату мартовского и октябрьского купонов (5.4375% от номинала) двумя частями: 1.25% наличными и оставшиеся 4.1875% при помощи схемы PIK (payment in kind). Плата за согласие в размере 0.125% была выплачена кредиторам 22 апреля.

**Наш взгляд:** Одобрение условий предложения стало для нас несколько неожиданным, учитывая низкую плату за согласие и проблему высокой долговой нагрузки эмитента, которая фактически осталась без внимания кредиторов. Мы ожидаем, что УЛФ снова обратится с просьбой реструктуризировать выплаты по купонным платежам уже в 1кв17.

---

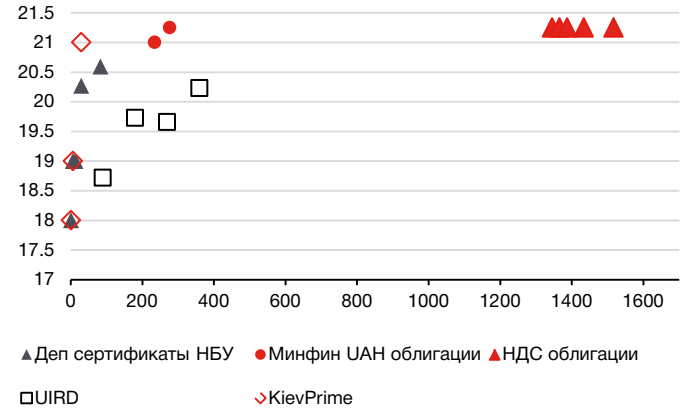
## Приложение

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



По состоянию на 3 марта 2015 100% денежных средств может быть засчитаны как резервы  
 Источник: НБУ, Adamant Capital

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

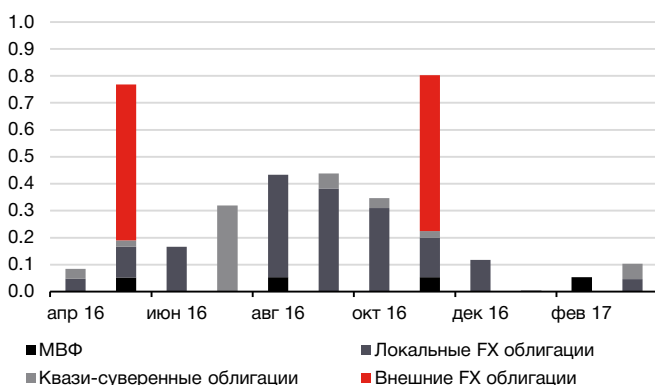


Источник: НБУ, Bloomberg, Adamant Capital

**Ликвидность локального рынка** (сумма коррсчетов в НБУ, депозитных сертификатов и других внутриведенных изменений) выросла на 0.2 млрд. грн. до 97.1 млрд. грн. за неделю. Сумма коррсчетов в НБУ увеличилась на 3.7 млрд. грн. до 41.1 млрд. грн., а суммарные инвестиции в депозитные сертификаты снизились на 3.5 млрд. грн. до 56.0 млрд. грн., в то время как доходность местных НДС облигаций и ставки по депозитным сертификатам оставались неизменными.

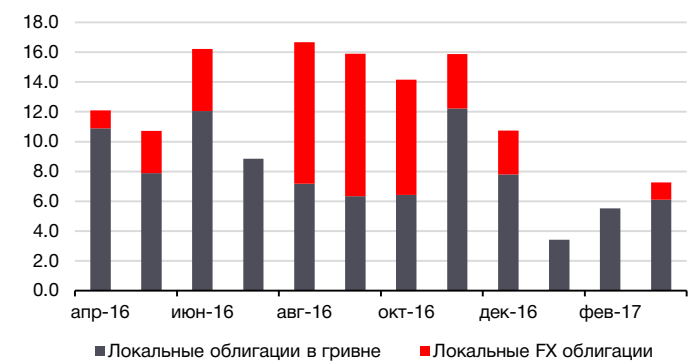
**Межбанковский курс грн./\$** и курс на черном рынке на прошлой неделе снизились до 25.2 и 25.3 соответственно.

График погашения внешнего долга Украины, млрд. \$



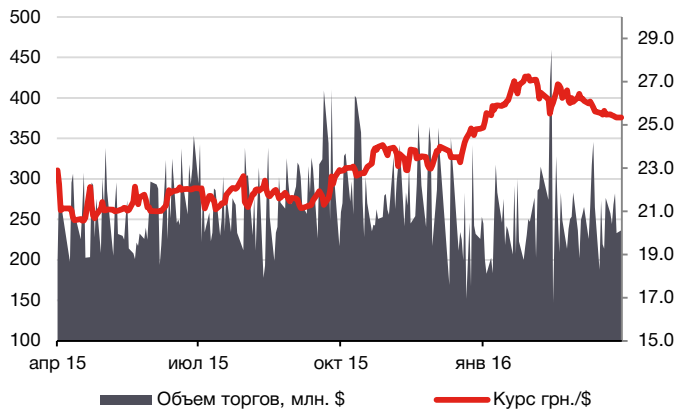
Квази-суверенный долг включает тело и проценты облигации государственных банков, Укрзалізничці и муниципалитетов  
 Источник: Bloomberg, Adamant Capital

График погашения внутреннего долга Украины, млн. грн.



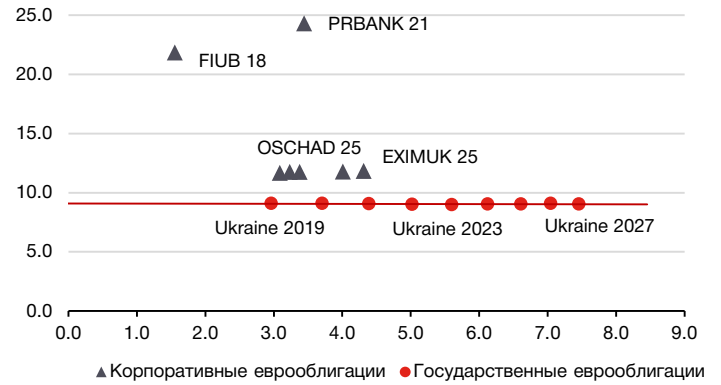
По курсу грн./\$ на уровне 25; EUR/\$ курс на уровне 1.15  
 Источник: Минфин

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



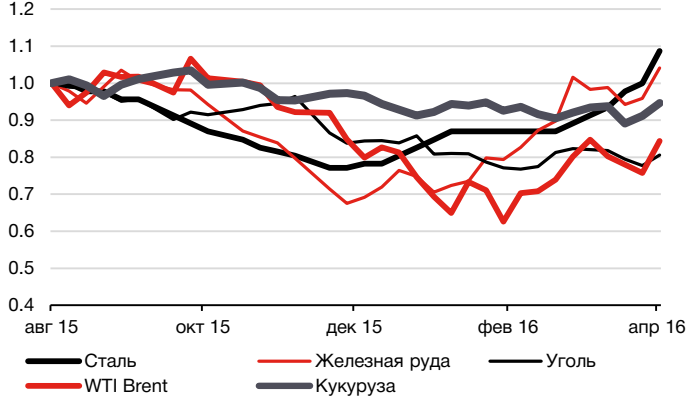
На основе официальных данных межбанковского рынка  
Источник: НБУ

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



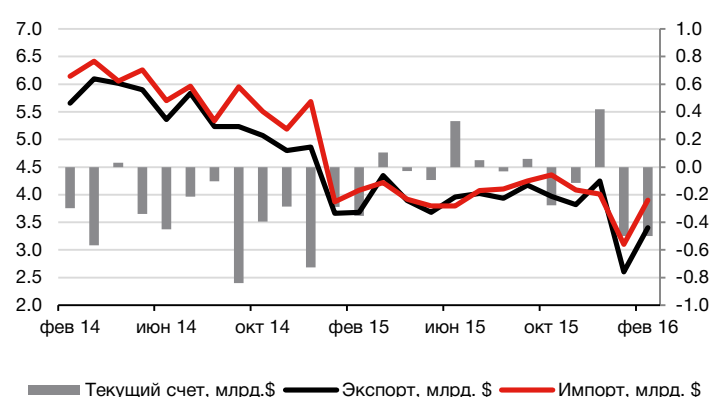
Источник: Bloomberg, Adamant Capital

Мировые индексы цен на сырье



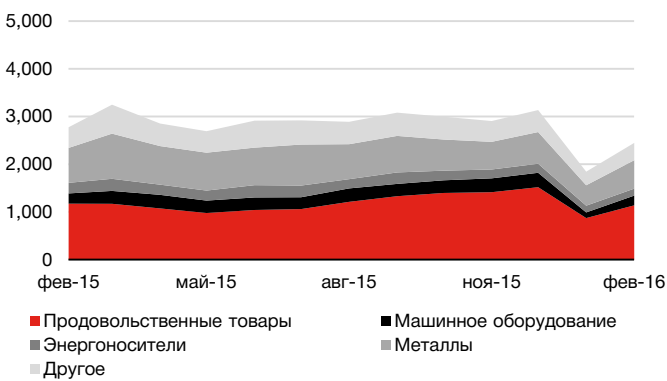
Источник: Bloomberg Adamant Capital

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



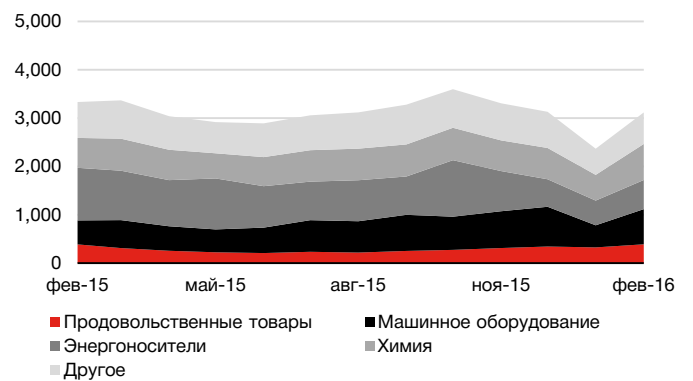
Источник: НБУ

Распределение экспорта Украины за 12м, млн. \$



Источник: НБУ

Распределение импорта Украины за 12м, млн. \$



Источник: НБУ

Основные макроэкономические показатели							
	2014	1кв15	2кв15	3кв15	4кв15	2015	2016П
Рост реального ВВП, г./г. %	-1.6%	-17.0%	-14.7%	-7.2%	-1.4%	-9.9%	2.0%
Номинальный ВВП, млрд. грн.	1,567	376	455	564	585	1,979	2,322
Номинальный ВВП, млрд. \$	132	18	21	25	25	90	88
Рост дефлятора ВВП, г./г. % <sup>1</sup>	14.8%	44.3%	42.0%	40.0%	33.9%	40.2%	15.0%
ИПЦ (средний за период), г./г. %	12.1%	36.3%	58.9%	53.3%	45.4%	48.5%	15.0%
ИПЦ (на конец периода), г./г. %	24.9%	45.8%	57.5%	51.9%	43.3%	43.3%	8.7%
Дефицит бюджета, % ВВП <sup>1,2</sup>	-4.6%	3.7%	-0.4%	3.6%	-10.8%	-1.6%	-2.9%
Широкий дефицит бюджета, % ВВП <sup>3</sup>	-13.6%	-0.9%	-10.3%	1.7%	-10.8%	-5.8%	-3.7%
Государственный долг, % ВВП	52%	94%	84.2%	82.8%	79.4%	79.4%	79.1%
Внешний государственный долг, % ВВП <sup>4</sup>	31%	37%	42.2%	49.2%	47.8%	47.8%	53.0%
Общий внешний долг, млрд. \$	137.1	126.0	125.7	125.1	125.1	118.7	130.0
Экспорт товаров и услуг, млрд. \$	68.5	11.8	11.6	12.3	12.2	47.8	48.0
Импорт товаров и услуг, млрд. \$	73.8	12.3	11.7	12.7	12.9	49.5	49.5
Сальдо торгового баланса, млрд. \$	-5.3	-0.6	-0.1	-0.4	-0.7	-1.7	-1.5
Текущий счет, млрд. \$	-5.3	-0.4	0.3	0.2	-0.3	-0.2	-1.5
Капитальный и финансовый счет, млрд. \$	8.0	1.8	-0.2	-1.0	-1.1	-0.6	1.5
Резервы НБУ, млрд. \$	7.5	9.6	10.3	12.8	13.3	13.3	17.9
Средний курс на межбанке, грн./\$ <sup>5</sup>	11.9	21.3	21.8	22.4	22.9	21.9	26.5

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

(2) Исключает весь дефицит не включенный в официальный 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) На основе официальных данных НБУ без взвешивания на объемы торговли

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

Индикативные цены еврооблигаций и их доходность									
Название облигации	Купон	Погашение	Доходность	Bid	Δ неделя	Дюрация, г.	Объем, млн. \$	Валюта	
Украина 2019	7.8	Сен-19	9%	96.2	1.8	3.0	1,646	USD	
Украина 2023	7.8	Сен-23	9%	93.5	3.2	5.6	1,330	USD	
Украина 2027	7.8	Сен-27	9%	91.0	2.9	7.5	1,286	USD	
МХП 2020	8.3	Апр-20	12%	89.3	1.5	3.4	750	USD	
ДТЭК 2018 (7.875)	7.9	Апр-18	69%	39.4	0.2	1.7	750	USD	
ДТЭК 2018 (10.375)	10.4	Мар-18	76%	39.6	0.4	1.7	160	USD	
Феррэкспо 2019	10.4	Апр-19	23%	74.5	1.9	2.1	161	USD	
Метинвест 2016	10.3	-	-	57.3	4.1	-	88	USD	
Метинвест 2017	10.5	-	-	56.5	5.0	-	298	USD	
Метинвест 2018	8.8	-	-	57.0	5.5	-	781	USD	
Укрлендфарминг 2018	10.9	Мар-18	101%	30.3	0.2	1.6	500	USD	
Авангард 2018	10.0	Окт-18	73%	30.0	0.0	2.2	206	USD	
ПУМБ 2018	11.0	Дек-18	22%	78.5	5.8	1.6	198	USD	
ПриватБанк 2018 (10.250)	10.3	Янв-18	27%	77.4	-1.1	1.0	200	USD	
ПриватБанк 2018 (10.875)	10.9	Фев-18	32%	72.2	-1.3	1.7	175	USD	
ПриватБанк 2021	11.0	Фев-21	24%	63.5	-0.5	3.4	220	USD	
Ощадбанк 2023	9.4	Мар-23	12%	89.4	1.6	3.1	700	USD	
Ощадбанк 2025	9.6	Мар-25	12%	88.4	1.9	4.0	500	USD	
Укрэксимбанк 2022	9.6	Апр-22	12%	91.1	1.0	3.2	750	USD	
Укрэксимбанк 2025	9.8	Янв-25	12%	88.8	0.8	4.3	600	USD	

Данные на апрель 26, 2015

Источник: Bloomberg

Календарь событий на 2 недели		
Событие	Тип даты	Дата
НБУ – Статистика платежного баланса	Ориентировочная	27-Апр
ГССУ – Статистика инфляции	Точная	6-Май
НБУ – Статистика международных резервов	Ориентировочная	7-Май

Источник: НБУ, ГССУ, Adamant Capital

## Контакты

### Adamant Capital

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

### Управление портфелем

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

### Аналитика

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