

## Еженедельный обзор

- Парламент назначил Якова Смолия новым главой НБУ
- Президент Порошенко внес на рассмотрение в парламент законопроект о валютном регулировании
- Метинвест объявил о начале рефинансирования еврооблигаций и разместил запрос на изменение условий основного договора

---

**Парламент назначил Якова Смолия новым главой НБУ.** За соответствующее решение проголосовало 247 народных депутатов (при 226 необходимых) в основном от партии президента «БПП» и временно союзного ей «Народного фронта». Во время выступления в качестве кандидата на пост Смолий пообещал продолжить ранее намеченный курс реформ и придерживаться политической независимости регулятора. МВФ отреагировал на назначение приветствием в официальном заявлении.

**Наш взгляд:** Учитывая, что Смолий исполнял обязанности главы НБУ с апреля прошлого года и, что Украина намерена продолжить сотрудничество с МВФ, мы не ожидаем существенных изменений в политике регулятора в результате голосования. В то же время, Смолий, по нашему мнению, не является независимым реформатором и вряд ли будет противостоять политическому давлению в случае прекращения поддержки международных доноров.

---

**Президент Порошенко внес на рассмотрение в парламент законопроект о валютном регулировании.** Согласно комментариям НБУ инициатива нацелена на объединение 14 разных законодательных актов в один комплексный документ, который будет соответствовать нормам ЕС, позволит упростить текущую систему надзора, а также проложит путь к полной либерализации движения капитала. Практически сразу после вступления в силу, нововведение предусматривает снятие валютного контроля для мелких операций (до 150 тыс грн), отмену индивидуальных лицензий физлиц для инвестирования за границу, и увеличение максимального срока расчетов по импортным и экспортным операциям до более чем 180 дней.

**Наш взгляд:** В случае принятия, закон структурно изменит систему валютного контроля и сразу же снизит административную нагрузку как на банки, так и на реальный сектор (к примеру, платежи в эквиваленте до 150 тыс грн составляют порядка 40% от всех транзакций). В долгосрочной перспективе изменения также могут увеличить объемы иностранных инвестиций и упростить привлечение капитала, особенно если анти-BEPS регулирование постепенно заменит текущие ограничения.

**Метинвест объявил о начале рефинансирования еврооблигаций и разместил запрос на изменение условий основного договора.** Согласно официальному пресс-релизу, компания предложила инвесторам внести правки в существующее долговое соглашение в отношении размера процентной ставки, условий погашения, отмены cash sweep и некоторых гарантий, а также возможности осуществить новый выпуск бумаг. Компенсация для держателей составляет 100.5% от номинала за сами бонды, а также 3.75% за раннее участие (до 4 апреля) и 1.0% за одобрение вышеуказанных правок (итого 105.25%). Инвесторы, которые согласятся на предложенные изменения, но не примут участие в тендере, получат инструмент с условиями нового размещения, но с дисконтом по купону (в связи с меньшим сроком до погашения). Согласно пресс-релизу, сопутствующая договоренность с кредиторами PXF была уже достигнута, но зависит от успешного проведения размещения. Агентства S&P и Fitch присвоили предварительные кредитные рейтинги новому выпуску равные «B-» и «B», соответственно. Fitch изменило прогноз на «положительный» со «стабильного» ранее.

**Наш взгляд:** Как и ожидалось, Метинвест обратился к текущим держателям бумаг с предложением провести реструктуризацию, несмотря на теоретическую (однако не очень практичную) возможность погасить еврооблигаций по номиналу посредством cash sweep после привлечения средств через другие каналы (согласие PXF кредиторов на частичное рефинансирование все равно было бы необходимо). При этом, учитывая, что максимальное вознаграждение для инвесторов, которые одобряют поправки и примут участие в раннем тендере, всего на 55 бп превышает цену ask предыдущего дня (Bloomberg composite составлял 104.71% от номинала), необходимый порог согласия для успешного проведения сделки может не быть достигнут (для сравнения, текущее предложение выкупа бумаг МХП предполагает премию к рынку равную 185 бп). В то время как небольшим фондам, по нашему мнению, выгодно соглашаться на предложение эмитента (учитывая структуру компенсации), крупные держатели могут объединиться для проведения переговоров с Метинвестом об улучшении условий (требуется консолидация 25% от номинала).

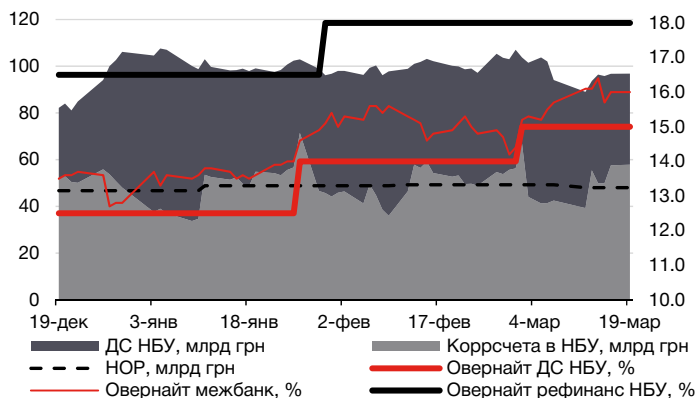
Цена бумаг Метинвеста 2021, % от номинала



Примечание: цена bid  
Источник: данные компании, Adamant Capital

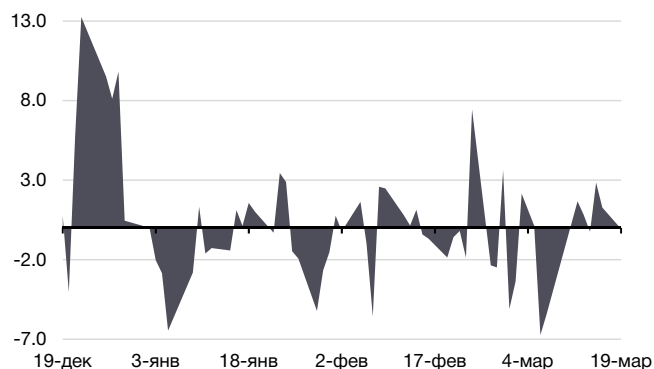
## Приложение

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



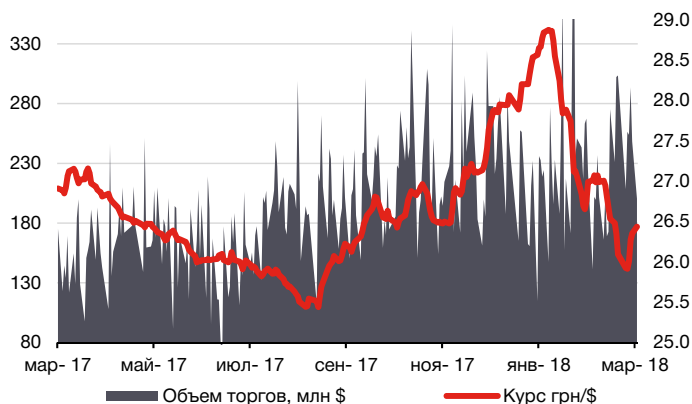
(1) Банковская система

Источник: НБУ

**Ликвидность локального рынка** (сумма коррсчетов в НБУ и депозитных сертификатов) увеличилась на 7.83 млрд грн до 96.83 млрд грн за неделю. Министерство финансов 20 марта разместило облигации в гривне с погашением в июне, сентябре и ноябре 2018 года с доходностью 17.44%, 17.00% и 17.10%, соответственно, а также с погашением в феврале 2020 и январе 2021 с доходностью 16.10% и 16.15%, соответственно. Проведены были также валютные размещения в евро с погашением в ноябре 2019 и доходностью 4.17%. В результате, было привлечено 2.35 млрд грн и 0.12 млрд евро.

**Межбанковский курс грн/\$** на этой неделе девальвировал на 1.5%, открывшись на отметке 25.92 и закрывшись к концу на уровне 26.30.

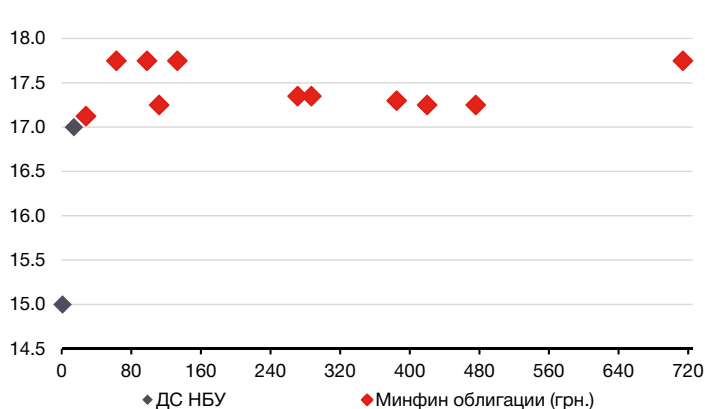
Курс валюты (пш) и объем межбанковских торгов (лш)



На основе официальных данных межбанковского рынка

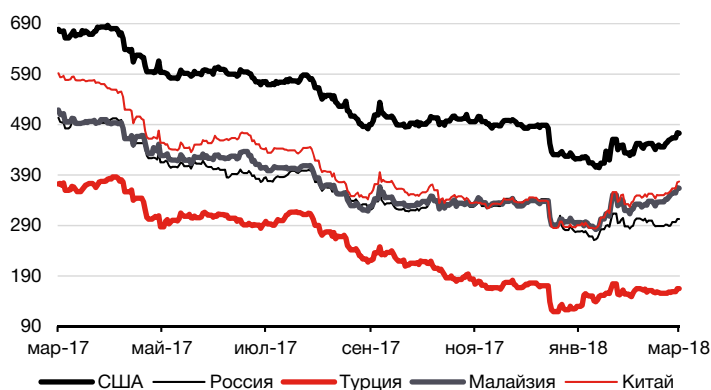
Источник: НБУ

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



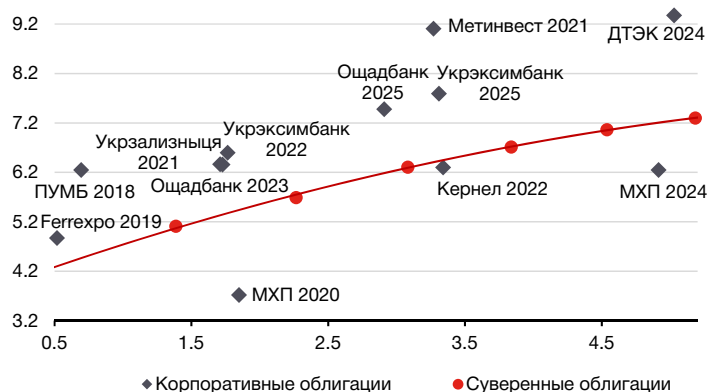
Источник: НБУ, Bloomberg, Adamant Capital

## Премия 10 летней доходности Украины к другим странам, бп



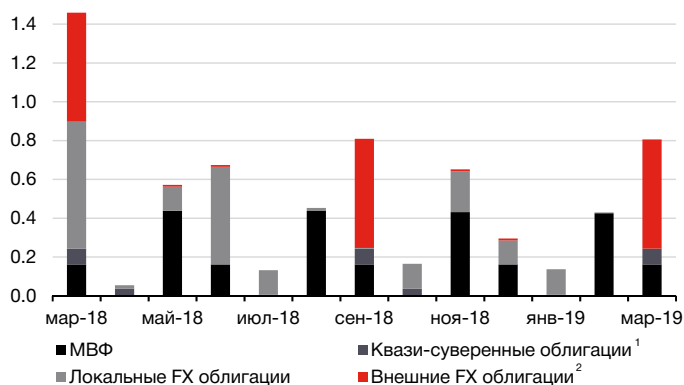
Источник: Bloomberg, Adamant Capital

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



Источник: Bloomberg, Adamant Capital

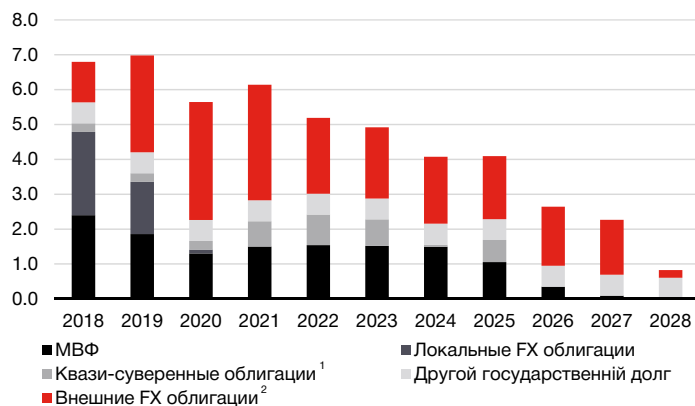
## График погашения внешнего долга Украины на 12м, млрд \$



Процентные платежи включены в каждую категорию  
(1) Долг государственных банков, Укрэксимбанка и муниципалитетов  
(2) Включают кредитные гарантии США

Источник: Bloomberg, Adamant Capital

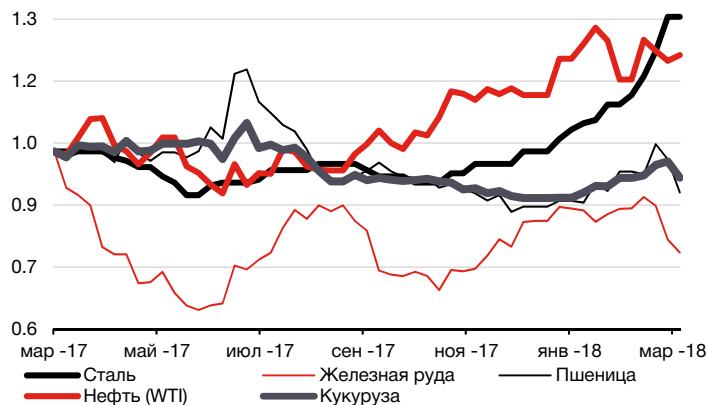
## График погашения внешнего долга Украины на 2018-28, млрд \$



Процентные платежи включены в каждую категорию  
(1) Долг государственных банков, Укрэксимбанка и муниципалитетов  
(2) Включают кредитные гарантии США

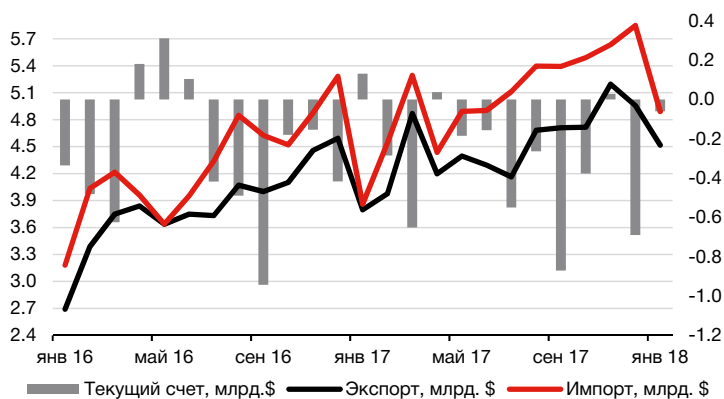
Источник: Bloomberg, Adamant Capital

## Мировые индексы цен на сырье



Источник: Bloomberg, Adamant Capital

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



Источник: НБУ

| Основные макроэкономические показатели           |       |       |       |       |       |        |       |       |
|--------------------------------------------------|-------|-------|-------|-------|-------|--------|-------|-------|
|                                                  | 4кв16 | 2016  | 1кв17 | 2кв17 | 3кв17 | 4кв17П | 2017П | 2018П |
| Рост реального ВВП, г/г %                        | 4.8%  | 2.2%  | 2.5%  | 2.3%  | 2.1%  | 1.8%   | 2.2%  | 3.1%  |
| Номинальный ВВП, млрд грн                        | 723   | 2,383 | 584   | 657   | 821   | 873    | 2,935 | 3,389 |
| Номинальный ВВП, млрд \$                         | 28    | 93    | 22    | 25    | 32    | 32     | 110   | 123   |
| Рост дефлятора ВВП, г/г % <sup>1</sup>           | 17.2% | 17.2% | 25.1% | 20.0% | 20.2% | 19.1%  | 20.5% | 12.0% |
| ИПЦ (средний за период),г/г %                    | 12.3% | 14.9% | 14.0% | 13.8% | 16.1% | 14.0%  | 14.5% | 12.2% |
| ИПЦ (на конец периода),г/г %                     | 12.4% | 12.4% | 15.1% | 15.6% | 16.4% | 13.7%  | 13.7% | 10.1% |
| Дефицит бюджета, % ВВП <sup>1,2,6</sup>          | 3.2%  | 2.3%  | -0.7% | -7.3% | 1.3%  | 9.6%   | 1.4%  | 3.0%  |
| Широкий дефицит бюджета, % ВВП <sup>3</sup>      | 21.4% | 8.6%  | 3.8%  | -7.3% | 4.0%  | 12.1%  | 3.8%  | 3.0%  |
| Государственный долг, % ВВП                      | 80.8% | 80.8% | 77.7% | 74.3% | 73.4% | 73.0%  | 73.0% | 66.4% |
| Внешний государственный долг, % ВВП <sup>4</sup> | 49.0% | 49.0% | 47.1% | 47.7% | 46.9% | 44.4%  | 44.4% | 40.7% |
| Общий внешний долг, млрд \$                      | 114   | 114   | 114   | 115   | 117   | 117    | 117   | 117   |
| Экспорт товаров и услуг, млрд \$                 | 13.2  | 46.0  | 12.6  | 12.9  | 13.6  | 14.9   | 60.8  | 58.2  |
| Импорт товаров и услуг, млрд \$                  | 14.7  | 51.5  | 13.7  | 14.2  | 15.9  | 17.0   | 54.0  | 65.4  |
| Сальдо торгового баланса, млрд \$                | -1.5  | -5.5  | -1.1  | -1.3  | -2.3  | -2.1   | 6.8   | -7.2  |
| Текущий счет, млрд \$                            | -0.8  | -3.5  | -0.8  | -0.3  | -1.7  | -1.0   | -3.8  | -4.2  |
| Финансовый счет, млрд \$ <sup>5</sup>            | -1.1  | -4.7  | -0.2  | -1.9  | -2.5  | -1.7   | -6.4  | -4.9  |
| Резервы НБУ, млрд \$                             | 15.5  | 15.5  | 15.1  | 18.0  | 18.6  | 18.8   | 18.8  | 20.8  |
| Средний курс на межбанке, грн/\$ <sup>7</sup>    | 25.9  | 25.6  | 27.1  | 26.0  | 25.9  | 26.9   | 26.6  | 27.5  |
| Курс на межбанке (на конец периода), грн/\$      | 27.2  | 27.2  | 27.0  | 26.0  | 26.6  | 28.1   | 28.1  | 28.0  |
| Учетная ставка НБУ (на конец периода), %         | 14.0% | 14.0% | 14.0% | 12.5% | 12.5% | 14.5%  | 14.5% | 17.0% |

(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) Согласно РПБ6 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      | 1-дек-16  | 7.8   | сен-19    | 5.1        | 103.6 | -0.4     | 1.4         | 661           |
| Украина 2023                                                  | Держать      | 1-дек-16  | 7.8   | сен-23    | 7.1        | 103.1 | -1.2     | 4.5         | 1,355         |
| Украина 2027                                                  | Держать      | 1-дек-16  | 7.8   | сен-27    | 7.7        | 100.5 | -1.9     | 6.8         | 1,307         |
| Украина 2032                                                  | Держать      | 1-дек-16  | 7.4   | сен-32    | 8.1        | 94.0  | -2.4     | 8.4         | 3,000         |
| МХП 2020                                                      | Держать      | 13-мар-18 | 8.3   | апр-20    | 3.7        | 108.8 | -0.3     | 1.8         | 496           |
| МХП 2024                                                      | Держать      | 13-мар-18 | 7.8   | май-24    | 6.3        | 107.5 | -0.4     | 4.9         | 500           |
| ДТЭК 2024                                                     | Покупать     | 28-фев-18 | 10.8  | дек-24    | 9.4        | 107.1 | 0.1      | 5.0         | 1,309         |
| Феррэкспо 2019                                                | Покупать     | 21-ноя-17 | 10.4  | апр-19    | 4.9        | 102.9 | 0.0      | 0.5         | 346           |
| Метинвест 2021                                                | Покупать     | 6-мар-18  | 10.9  | дек-21    | 9.1        | 104.6 | 1.0      | 3.3         | 1,187         |
| Укрлендфарминг 2018                                           | Продавать    | 17-июн-17 | 10.9  | мар-18    | нс         | 20.1  | 0.1      | нд          | 543           |
| Авангард 2018                                                 | Продавать    | 5-дек-17  | 10.0  | окт-18    | нс         | 20.0  | 1.0      | 0.5         | 214           |
| ПУМБ 2018                                                     | Покупать     | 7-ноя-17  | 11.0  | дек-18    | 6.2        | 103.4 | 0.2      | 0.7         | 103           |
| ПриватБанк в дефолте (10.250)                                 | Продавать    | 21-ноя-17 | 10.3  | янв-18    | нс         | 19.8  | -1.1     | нс          | 200           |
| ПриватБанк в дефолте (10.875)                                 | Продавать    | 21-ноя-17 | 10.9  | фев-21    | нс         | 29.0  | 0.7      | нс          | 175           |
| Ощадбанк 2023                                                 | Покупать     | 7-ноя-17  | 9.4   | мар-23    | 6.4        | 105.1 | -0.2     | 1.7         | 700           |
| Ощадбанк 2025                                                 | Покупать     | 7-ноя-17  | 9.6   | мар-25    | 7.5        | 106.1 | -0.3     | 2.9         | 500           |
| Укрэксимбанк 2022                                             | Покупать     | 7-ноя-17  | 9.6   | апр-22    | 6.6        | 105.4 | -0.2     | 1.8         | 750           |
| Укрэксимбанк 2025                                             | Покупать     | 7-ноя-17  | 9.8   | янв-25    | 7.8        | 106.4 | -0.3     | 3.3         | 600           |
| Укрэлизныця 2021                                              | Покупать     | 20-фев-18 | 9.9   | сен-21    | 6.4        | 105.9 | -0.2     | 1.7         | 500           |
| Мрия 2018                                                     | Продавать    | 14-ноя-17 | 9.5   | апр-18    | нс         | 7.4   | 1.7      | 0.1         | 400           |
| Кернел 2022                                                   | Покупать     | 6-мар-18  | 8.8   | янв-22    | 6.3        | 108.3 | -0.2     | 3.3         | 500           |

Источник: Bloomberg, Adamant Capital

| Календарь событий на 2 недели                 |              |        |
|-----------------------------------------------|--------------|--------|
| Событие                                       | Тип даты     | Дата   |
| Егеґехро - предварительные результаты за 2017 | Точная       | 21 мар |
| ГССУ - ВВП за 2017                            | Точная       | 21 мар |
| ГССУ - статистика промышленности              | Точная       | 22 мар |
| НБУ - статистика по платежному балансу        | Точная       | 30 мар |
| Метинвест - отчет за январь                   | Индикативная | 31 мар |

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 копирована или воспроизведена без предварительного согласия Adamant Capital.