

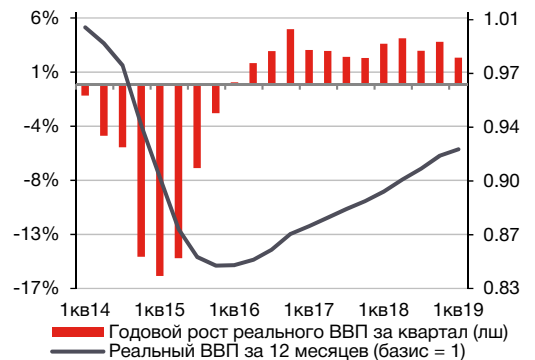
## Еженедельный обзор

- Реальный ВВП в 1кв19 вырос на 2.2% г/г (оперативная оценка)
- Зеленский принес присягу президента и назначил досрочные парламентские выборы на 21 июля
- Финальная стадия судебного разбирательства по национализации Приватбанка назначена на 13 июня

**Реальный ВВП в 1кв19 вырос на 2.2% г/г (оперативная оценка), согласно предварительным данным ГССУ.**

**Наш взгляд:** Итоговая цифра оказалась ниже нашего прогноза и медианного консенсуса последнего опроса Bloomberg (оба составляли 2.6%), а также оценки НБУ (2.4%). Более детальная информация, которая позволит определить причины отклонения, будет доступна, как обычно, лишь через месяц. Согласно ранее опубликованным индикаторам по секторам, на которые приходится порядка 50% валовой добавленной стоимости страны (включая промышленное производство), средневзвешенный рост выхода был равен 2.1% г/г. По нашим расчетам, реальный ВВП за последние 12 месяцев равен 92% от значения этого показателя за докризисный 2013 год (относится только к территории находящейся под контролем Украины на сегодняшний день).

**Квартальный рост реального ВВП с 1кв14**

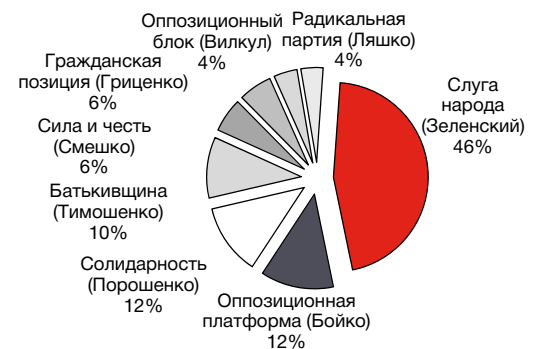


Источник: ГССУ, Adamant Capital

**Зеленский принес присягу президента и назначил досрочные парламентские выборы на 21 июля.** Бывший украинский шоумен официально вступил в должность 20 мая и своим первым указом распустил Верховную Раду, ссылаясь на фактическое отсутствие коалиции с 2016 года. Он также призвал народных депутатов проголосовать за новый Избирательный кодекс, который отменит одномандатные округа в пользу партийных списков. Согласно социологическому исследованию, проведенному с 30 апреля по 10 мая (общая выборка составляет 3,000 респондентов), политическую силу Зеленского «Слуга народа» готовы поддержать 39.9% определившихся опрошенных. Второе и третье место в рейтинге заняли пророссийская «Оппозиционная платформа» (10.9%) и Блок Порошенка «Солидарность» (10.6%), соответственно.

**Наш взгляд:** Назначение досрочных выборов оказалось для нас несколько неожиданным, учитывая предпринятые накануне попытки представителей парламента заблокировать роспуск Рады при помощи официального развала коалиции (по закону, дает депутатам 30 дней на создание новой). Однако, несмотря на неоднозначную правомерность данного решения (Зеленский утверждает, что коалиция не существовала уже более двух лет, поскольку состояла менее чем из 226 депутатов), голосование 21 июля, скорее всего, состоится, учитывая озвученную поддержку большинством политических партий. Согласно нашим расчетам, основанным на результатах соцопроса, «Слуга народа» может получить более 45% мест в новом законодательном органе.

**Потенциальный состав парламента 2019**



Примечание: расчеты предполагают 3% проходной барьер  
Источник: Rating Group, Центр «Социальный мониторинг», Украинский институт социальных исследований имени Александра Яременко, Adamant Capital

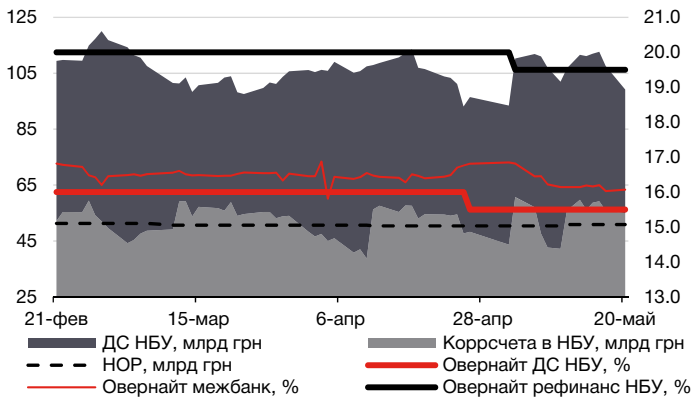
**Финальная стадия судебного разбирательства по национализации Приватбанка назначена на 13 июня**, согласно СМИ. На текущий момент неправомерность процедуры 2016 года признали незаконной уже дважды: решением Окружного административного суда от 2 марта в пользу Triantal Investments Ltd (бывшего акционера, 100% которого принадлежит Коломойскому и Боголобову), и отклонением апелляции по данному вердикту 13 мая. Третье, и вероятно завершительное, слушание состоится в кассационной инстанции. Согласно заявлению Первого заместителя главы НБУ Рожковой, в случае проигрыша, Приватбанк может снова перейти в частную собственность. Реализация такого сценария сразу же приведет к неплатежеспособности финучреждения, поскольку государству необходимо будет вернуть 155 млрд грн (5.9 млрд \$) потраченных на докапитализацию. В последствии правительство может снова обратиться к механизму национализации банка для предотвращения его банкротства.

**Наш взгляд:** Учитывая неординарность процедуры и, порой, противоречивое украинское законодательство, факт нарушения определенных правовых норм со стороны Минфина, ФГВФО, или же НБУ теоретически мог иметь место (оценка не находится в нашей компетенции). Однако, принимая во внимание обстоятельства (приход новых лиц, потенциально аффилированных с Коломойским, во власть) и распространенность коррупции в судебной системе страны, данное разбирательство скорее похоже на обслуживание частных интересов бывших владельцев банка. В этом ключе судьба окончательного решения в июне будет зависеть не столько от логических аргументов юристов, сколько от готовности Зеленского отделить свою личную политику от поддерживающего его олигарха. Признание национализации незаконной, скорее всего, вызовет очень негативную реакцию со стороны МВФ и других международных доноров. Последствия для бывших держателей еврооблигаций банка, которые все еще оспаривают проведенную в 2016 процедуру bail-in в Лондоне, неочевидны.

---

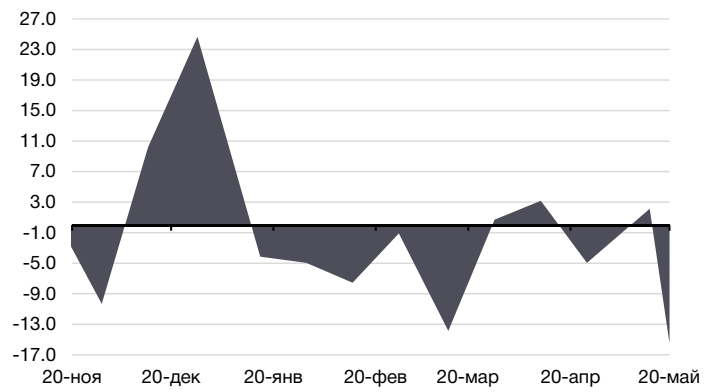
## Приложение

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

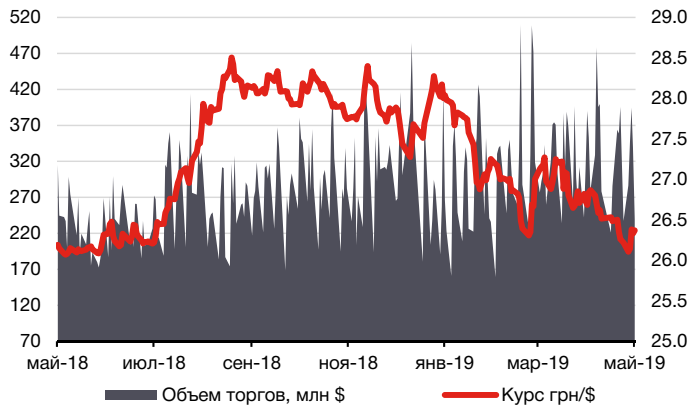


Точки на графике демонстрируют суммарные притоки по фискальному каналу за две недели  
(1) Банковская система  
Источник: НБУ

**Ликвидность локального рынка** (сумма коррсчетов в НБУ и депозитных сертификатов) сократилась на 12.4 млрд грн до 99.1 млрд грн за неделю. Министерство финансов 21 мая разместило облигации в гривне с погашением в сентябре 2019, ноябре 2019, мае 2020, сентябре 2020 и августе 2023 с доходностью 17.89%, 18.5%, 18.5%, 18.0% и 16.0%, соответственно, а также в долларах США с погашением в октябре 2019, апреле 2020 и феврале 2021 с доходностью 6.7%, 7.25% и 7.75%, соответственно. Общие заимствования составили 2.1 млрд грн и 112.4 млн \$.

**Межбанковский курс грн/\$** на этой неделе укрепился на 0.2%, открывшись на отметке 26.14 и закрывшись к концу на уровне 26.10.

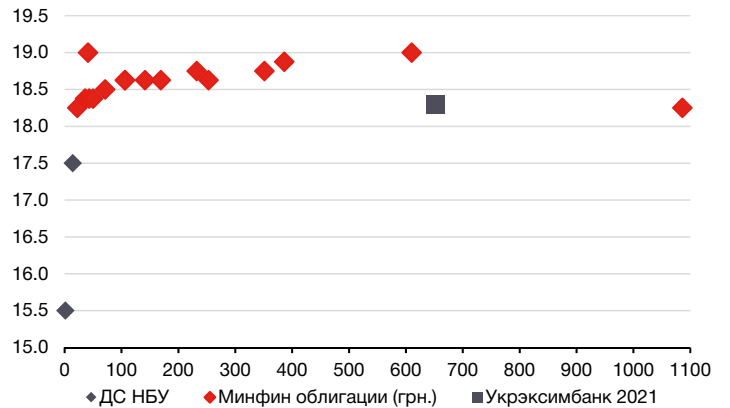
Курс валюты (пш) и объем межбанковских торгов (лш)



На основе официальных данных межбанковского рынка

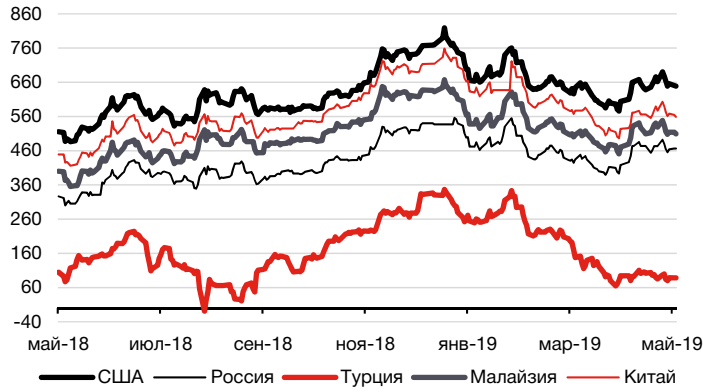
Источник: НБУ

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



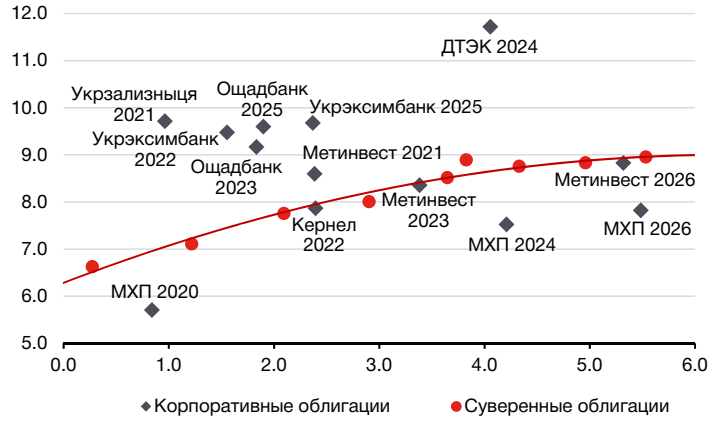
Источник: НБУ, Bloomberg, Adamant Capital

Премия 10 летней доходности Украины к другим странам, бп



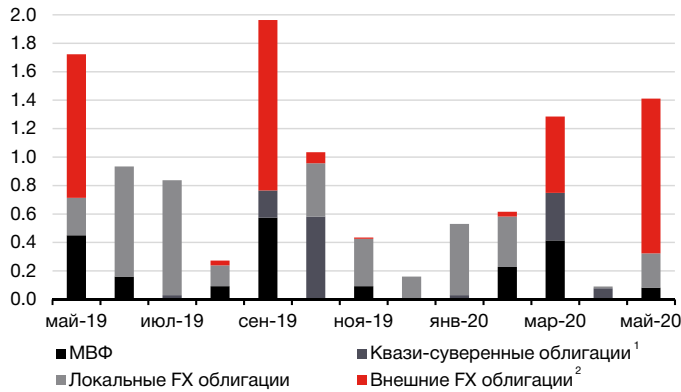
Источник: Bloomberg, Adamant Capital

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



Источник: Bloomberg, Adamant Capital

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



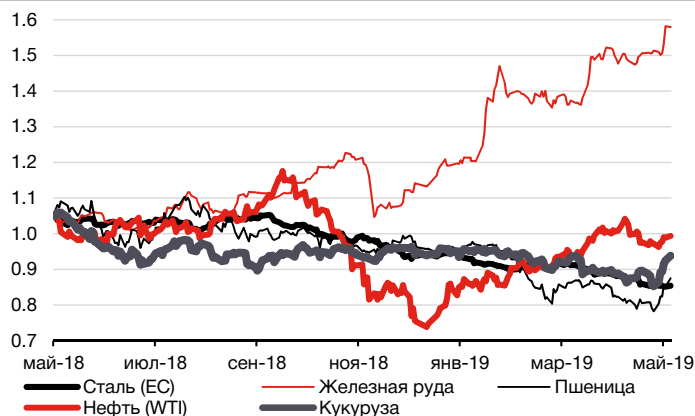
Процентные платежи включены в каждую категорию  
 (1) Долг государственных банков, Укрзалізниця и муниципалитетов  
 (2) Включают кредитные гарантии США  
 Источник: Bloomberg, Adamant Capital

График погашения внешнего долга Украины на 2019-29, млрд \$



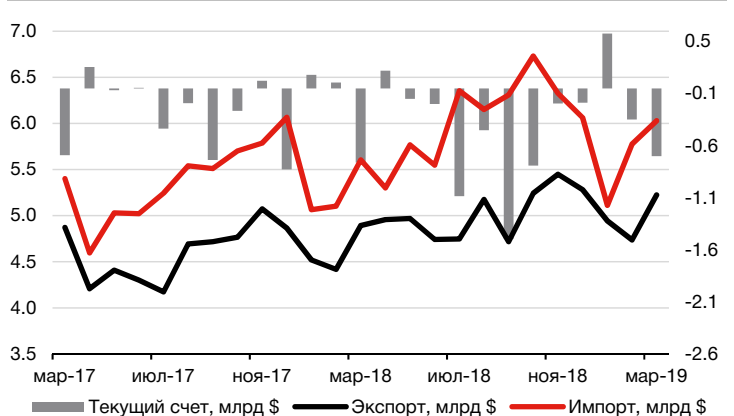
Процентные платежи включены в каждую категорию, амортизационные выплаты по локальным FX облигациям включены с сентября 2018  
 (1) Долг государственных банков, Укрзалізниця и муниципалитетов  
 (2) Включают кредитные гарантии США  
 Источник: Bloomberg, Adamant Capital

Мировые индексы цен на сырье



Все индексы приведены с базисом 1. Используются следующие котировки: Platts TSI HRC N Europe; 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								
	2017	1кв18	2кв18	3кв18	4кв18	2018	1кв19П	2019П
Рост реального ВВП, г/г %	2.5%	3.3%	3.8%	2.8%	3.5%	3.3%	2.2%	2.8%
Номинальный ВВП, млрд грн	2,984	705	811	995	1,048	3,559	795	4,024
Номинальный ВВП, млрд \$	113	26	31	36	37	131	29	141
Рост дефлятора ВВП, г/г % <sup>1</sup>	22.1%	15.1%	17.4%	16.0%	13.5%	15.0%	10.4%	10.0%
ИПЦ (средний за период), г/г %	14.5%	13.8%	11.6%	8.9%	9.7%	11.0%	9.1%	8.8%
ИПЦ (на конец периода), г/г %	13.7%	13.2%	9.9%	8.9%	9.8%	9.8%	9.2%	6.8%
Дефицит бюджета, % ВВП <sup>1,2,6</sup>	1.4%	0.4%	-1.7%	-0.4%	7.9%	1.9%	1.1%	2.3%
Широкий дефицит бюджета, % ВВП <sup>3</sup>	4.0%	0.4%	-1.2%	-0.4%	8.3%	2.2%	1.1%	2.3%
Государственный долг, % ВВП	71.8%	66.3%	61.6%	62.1%	60.9%	60.9%	58.8%	56.2%
Внешний государственный долг, % ВВП <sup>4</sup>	43.5%	41.6%	38.6%	37.6%	38.6%	38.6%	37.6%	35.6%
Общий внешний долг, млрд \$	115	115	114	114	115	115	115	112
Экспорт товаров и услуг, млрд \$	53.9	13.8	14.7	14.6	16.0	59.1	14.9	61.5
Импорт товаров и услуг, млрд \$	62.5	15.8	16.6	18.8	19.1	70.3	16.9	73.0
Сальдо торгового баланса, млрд \$	-8.6	-1.9	-1.9	-4.2	-3.1	-11.2	-2.0	-11.5
Текущий счет, млрд \$	-2.4	-0.5	-0.1	-2.9	-1.0	-4.5	-0.4	-4.5
Финансовый счет, млрд \$ <sup>5</sup>	-5.0	-0.3	-0.7	-2.1	-4.3	-7.4	-0.8	-3.9
Резервы НБУ, млрд \$	18.8	18.2	18.0	16.6	20.8	20.8	20.6	19.5
Средний курс на межбанке, грн/\$ <sup>7</sup>	26.5	27.3	26.2	27.4	28.0	27.2	27.3	28.5
Курс на межбанке (на конец периода), грн/\$	28.1	26.3	26.3	28.3	27.7	27.7	27.2	30.0
Учетная ставка НБУ (на конец периода), %	14.5%	17.0%	17.0%	18.0%	18.0%	18.0%	17.5%	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	6.6	100.3	0.0	0.3	661
Украина 2023	Держать	-	7.8	сен-23	8.5	97.3	1.0	3.6	1,355
Украина 2024	Держать	-	9.0	фев-24	8.9	100.4	1.0	3.8	750
Украина 2027	Держать	-	7.8	сен-27	8.9	93.1	1.6	6.1	1,307
Украина 2028	Держать	-	9.8	ноя-28	9.3	102.9	1.9	6.4	1,600
Украина 2032	Держать	-	7.4	сен-32	8.8	88.8	1.7	8.0	3,000
МХП 2024	Держать	23-апр-19	7.8	май-24	7.5	100.9	0.5	4.2	500
МХП 2026	Держать	23-апр-19	7.0	апр-26	7.8	95.4	0.6	5.5	550
ДТЭК 2024	Покупать	5-мар-19	10.8	дек-24	11.7	96.2	0.4	4.1	1,344
Метинвест 2023	Держать	7-мая-19	7.8	апр-23	8.4	98.0	0.5	3.4	945
Метинвест 2026	Держать	7-мая-19	8.5	апр-26	8.8	98.3	0.8	5.3	648
Укрлендфарминг в дефолте	Продавать	13-июн-17	10.9	мар-18	нс	14.0	0.6	нс	543
Авангард в дефолте	Продавать	9-апр-19	10.0	окт-18	нс	17.9	0.0	нс	214
ПриватБанк в дефолте (10.250)	-	-	10.3	янв-18	нс	31.0	0.1	нс	160
ПриватБанк в дефолте (10.875)	-	-	10.9	фев-21	нс	30.3	-0.8	нс	175
Ощадбанк 2023	Покупать	14-мая-19	9.4	мар-23	9.2	100.6	0.1	1.8	700
Ощадбанк 2025	Покупать	14-мая-19	9.6	мар-25	9.6	100.1	0.3	1.9	500
Укрэксимбанк 2021 (в гривне)	-	-	16.5	мар-21	19.2	96.0	0.5	1.6	150
Укрэксимбанк 2022	Покупать	14-мая-19	9.6	апр-22	9.5	100.4	0.1	1.6	750
Укрэксимбанк 2025	Покупать	14-мая-19	9.8	янв-25	9.7	100.3	0.0	2.4	600
Укрэксимбанк 2021	Покупать	7-мая-19	9.9	сен-21	9.7	100.3	0.0	1.0	500
Кернел 2022	Покупать	23-апр-19	8.8	янв-22	7.9	102.1	0.0	2.4	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 - статистика промышленности	Точная	23-май
Казначейство - месячный отчет по госбюджету	Индикативная	24-май
Кернел - финансовые результаты за 3кв19	Точная	27-май
Метинвест - отчет за март	Индикативная	30-май
Метинвест - финансовые результаты за 1кв19	Индикативная	30-май
НБУ - статистика по платежному балансу	Точная	31-май
ДТЭК - операционные результаты за 1кв19	Индикативная	31-май

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

#### Аналитика

Константин Фастовец | fks@adamant-capital.com

Людмила Дунаева | ldu@adamant-capital.com

#### PR

Инна Звягинцева | 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.