

## Ежемесячный обзор

Экономика

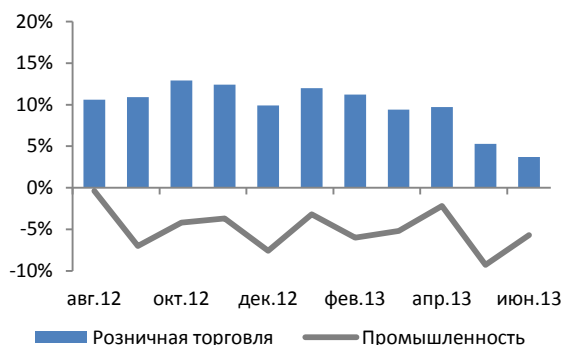
Макропоказатели и прогнозы

Рыночные мультипликаторы



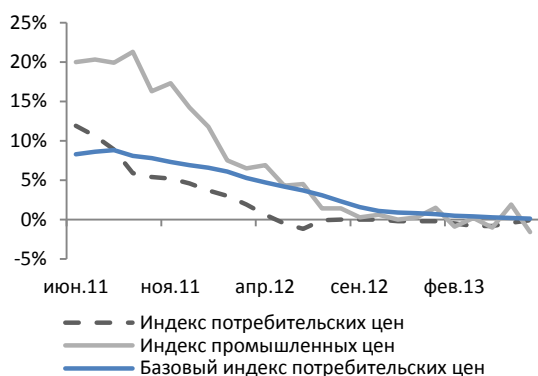
# Экономика

## Промышленное производство и розничная торговля, г/г



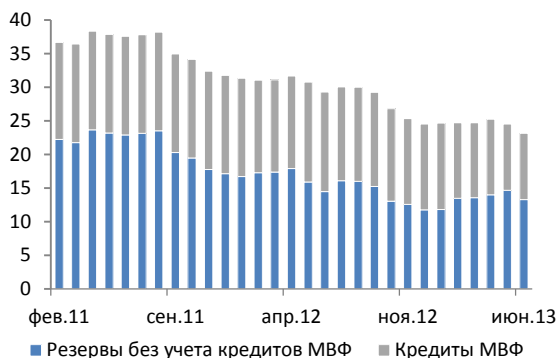
Источник: Госкомстат

## Инфляция и промышленные цены



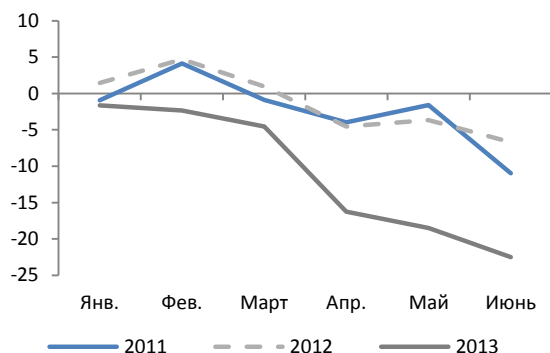
Источник: Госкомстат

## Валовые резервы НБУ, млрд. долл. США



Источник: НБУ, Министерство финансов

## Баланс госбюджета с начала года, млрд. грн.



Источник: Министерство финансов

## Высокий урожай обеспечит рост ВВП, но краткосрочно

По нашим прогнозам ВВП Украины вырастет в 3 кв. в годовом выражении после снижения в первом полугодии. Впрочем, такое улучшение произойдет исключительно за счет ожидаемого в этом году небывалого урожая зерновых и, вероятно, будет временным. Мы не видим фундаментальных предпосылок для изменения динамики ВВП до конца года. Ситуация на внешних рынках остается неблагоприятной. Спрос домохозяйств также замедляется - рост розничной торговли в июне снизился до 3,7% г/г с 12,0% в январе. В целом, мы и дальше ожидаем снижения ВВП на 0,5% в 2013 г.

## Резервы НБУ снизились до 6-летнего минимума

Резервы НБУ уменьшились в июне на 5,7% до 23,1 млрд. долл. преимущественно в связи с погашением суверенных еврооблигаций на сумму 1 млрд. долл. Правительство не смогло перекрыть отток средств новыми валютными займами на внутреннем или внешнем рынках. Учитывая значительное снижение резервов, перспективы стабильности валютного рынка до конца года становятся все более неопределенными. Дефицит текущего счета платежного баланса остается высоким (мы ожидаем 8,4% ВВП в 2013 г.), в то время как приток новых заимствований снизился в связи с ухудшением ситуации на долговом рынке. НБУ и дальше будет придерживаться политики стабильного обменного курса, однако сохранить стабильность гривны до конца года будет крайне сложно. Мы сохраняем наш прогноз обменного курса на конец 2013 г. на уровне 8,7 грн./долл.

## Бюджетная политика становится более рискованной

Доверие к бюджетной политике правительства за последние месяцы существенно пошатнулось, и мы ухудшаем прогноз дефицита госбюджета в 2013 г. до 4,5% ВВП с 3,4%. Трудности с выполнением бюджетного плана стали очевидны: рост доходов государственного бюджета в 1-м пол. 2013 г. был практически нулевым, в то время как план на год предусматривает рост на 5% г/г. Учитывая падение реального ВВП на фоне низкой инфляции, рост налогооблагаемой базы в текущем году будет практически нулевым. В то же время правительство не смогло сдержать рост бюджетных расходов. Дефицит бюджета в первом полугодии достиг 22,5 млрд. грн. Ситуация усложняется тем, что парламент в начале июля внес поправки в бюджетный закон, увеличив план по расходам на 6,4 млрд. грн. (0,4% ВВП). Такое увеличение должно быть покрыто за счет дополнительных перечислений в бюджет средств НБУ. В целом, план по отчислениям НБУ в пользу государственного бюджета на данный момент составляет 22,7 млрд. грн., или 6,1% общих доходов казны.

Поскольку дефицит госбюджета вероятно превысит план, а доходы от приватизации остаются незначительными, правительство вынуждено будет привлекать дополнительные займы. Хотя в банковском секторе и дальше наблюдается избыточная ликвидность, частные банки по-прежнему не готовы существенно увеличивать свои позиции в ОВГЗ. В связи с этим мы ожидаем, что государственные банки будут основными покупателями ОВГЗ. НБУ, в свою очередь, будет поддерживать ликвидность государственных банков путем выкупа у них ценных бумаг. Объем правительственных облигаций в портфеле Нацбанка увеличился на 3,3 млрд. долл. (1,8% ВВП) с начала года, что свидетельствует о частичной монетизации бюджетного дефицита. Несмотря на вышеупомянутые проблемы, мы считаем, что государственный долг будет обслуживаться стабильно. При этом ставка по новым заимствованиям до конца года, вероятно, будет повышаться.

# Приложение А

## Ключевые макропоказатели и прогнозы

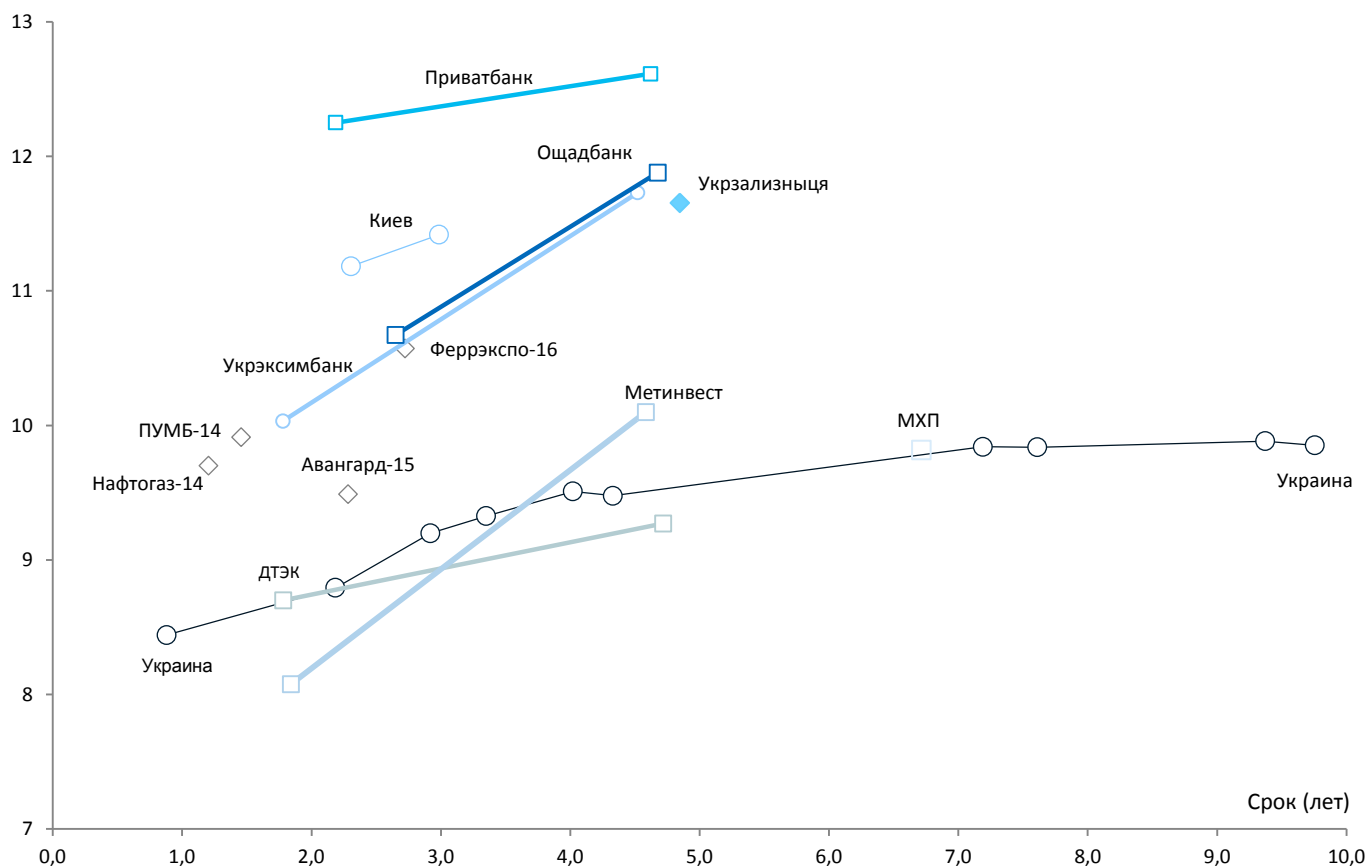
	2005	2006	2007	2008	2009	2010	2011	2012	2013П
<b>Индикаторы экономических циклов</b>									
Реальный ВВП, % г/г	3.0	7.4	7.6	2.3	-14.8	4.1	5.2	0.2	-0.5
Потребление домохозяйств, % г/г	20.1	15.9	17.1	11.8	-14.9	7.1	15.0	11.7	8.7
Инвестиции в основной капитал, г/г	3.9	20.9	23.9	1.6	-50.5	3.9	10.1	0.9	-5.4
Промышленное производство, % г/г	3.1	6.2	7.6	-5.2	-21.9	1.2	7.6	-1.8	-2.2
Номинальный ВВП, млрд. грн.	441	544	721	948	913	1 083	1 317	1 400	1 478
Номинальный ВВП, млрд. долл.	86	108	143	180	117	136	165	175	180
ВВП на душу населения, долл.	1 836	2 312	3 078	3 891	2 550	2 982	3 625	3 851	3 961
Индекс потребительских цен (к. п.), %	10.3	11.6	16.6	22.3	12.3	9.1	4.6	-0.2	6.3
Индекс потребительских цен (средний), %	13.5	9.1	12.8	25.2	15.9	9.4	8.0	0.6	2.4
Безработица (методология МОТ, среднее)	7.8%	7.4%	6.9%	6.9%	9.6%	8.8%	8.6%	8.1%	7.9%
<b>Платежный баланс</b>									
Баланс текущего счета, млрд. долл.	2.5	-1.6	-5.3	-12.8	-1.7	-3.0	-9.0	-14.8	-15.1
% ВВП	2.9%	-1.5%	-3.7%	-7.1%	-1.5%	-2.2%	-5.4%	-8.4%	-8.4%
Баланс финансового счета, млрд. долл.	8.2	4.0	14.7	9.7	-12.0	8.0	6.6	10.6	14.5
% ВВП	9.5%	3.7%	10.3%	5.4%	10.2%	5.9%	4.0%	6.0%	8.0%
Прямые иностранные инвест., млрд. долл.	7.5	5.7	9.2	9.9	4.7	5.8	7.0	6.6	5.5
% ВВП	8.7%	5.3%	6.5%	5.5%	4.0%	4.3%	4.2%	3.8%	3.1%
Валовые резервы НБУ, млрд. долл.	19.4	22.4	32.5	31.5	26.5	34.6	31.8	24.5	20.1
<b>Монетарная политика и банковская система</b>									
Монетарная база, млрд. грн.	83	97	142	187	195	226	240	255	268
Монетарная масса, % г/г	54%	17%	46%	32%	4%	16%	6%	6%	5%
Монетарное предложение (МЗ), млрд. грн.	194	261	396	515	487	598	683	773	851
Монетарное предложение, % г/г	54%	35%	52%	30%	-5%	23%	14%	13%	10%
Монетарный мультипликатор (МЗ/МБ)	2.3	2.7	2.8	2.8	2.5	2.6	2.8	3.0	3.2
Банковские кредиты, % г/г	62%	71%	74%	72%	-2%	1%	10%	2%	5%
Банковские депозиты, % г/г	60%	39%	52%	28%	-8%	26%	18%	16%	11%
Кредиты/депозиты	108%	133%	152%	205%	219%	175%	162%	143%	135%
<b>Обменный курс</b>									
Офиц. курс гривна/долл. (кон. периода)	5.05	5.05	5.05	7.70	7.99	7.96	7.99	7.99	8.70
Офиц. курс гривна/долл. (средний)	5.12	5.05	5.05	5.27	7.79	7.94	7.97	7.99	8.20
<b>Бюджет и государственный долг</b>									
Доходы консолид. бюджета, млрд. долл.	26.2	34.0	43.6	56.4	35.0	39.6	50.0	55.7	56.4
% ВВП	2.9%	-1.5%	-3.7%	-7.1%	-1.5%	-2.2%	-5.4%	31.8%	31.3%
Расходы консолид. бюджета, млрд. долл.	27.7	34.7	45.1	59.1	39.8	47.6	52.3	62.0	64.5
% ВВП	9.5%	3.7%	10.3%	5.4%	-10.2%	5.9%	4.0%	35.4%	35.8%
Дефицит консолид. бюджета, млрд. долл.	-1.6	-0.7	-1.5	-2.7	-4.8	-8.0	-2.3	-6.3	-8.1
% ВВП	-1.8%	-0.7%	-1.1%	-1.5%	-4.1%	-5.9%	-1.4%	-3.6%	-4.5%
Дефицит государ. финансов, млрд. долл.	нд	нд	нд	нд	-9.5	-10.1	-7.0	-8.6	-11.4
% ВВП	нд	нд	нд	нд	-8.1%	-7.4%	-4.2%	-4.9%	-6.3%
Государственный долг, млрд. долл.	15.5	15.9	17.6	24.6	39.7	54.3	59.2	64.5	72.1
% ВВП	18%	15%	12%	14%	34%	40%	36%	37%	40%

Источники: Госкомстат, НБУ, Министерство финансов, SP Advisors

## Приложение Б

### Карта доходности еврооблигаций украинских эмитентов\*

Доходность к погашению, %



По состоянию на 17 июля 2013 г. Источник: Bloomberg

# Основные параметры еврооблигаций украинских эмитентов

	Валюта	Объем	Погашение	Доходность к		Mid изм.доходности к		Fitch	Рейтинг	
		выпуска,		погашению,%	погашению, пп	с начала года	Moody's		S&P	
		млн		Mid	Спред	1 месяц				
Суверенные										
Украина-14	USD	1 000	04.06.2014	8.55	1.02	1.46	-	B	B3	B
Украина-09/15	USD	500	23.09.2015	8.79	0.79	1.37	-1.35	B	B3	B
Украина-10/15	EUR	600	13.10.2015	7.18	0.80	1.10	-3.46	B	B3	B
Украина-06/16	USD	1 250	17.06.2016	9.20	0.42	1.66	-0.65	B	B3	B
Украина-11/16	USD	1 000	21.11.2016	9.24	0.37	1.49	-0.64	B	B3	B
Украина-07/17	USD	2 600	24.07.2017	9.48	0.31	1.61	-	B	B3	B
Украина-11/17	USD	700	14.11.2017	9.35	0.31	1.51	-1.05	B	B3	B
Украина-20	USD	1 500	23.09.2020	9.81	0.21	1.27	-0.49	B	B3	B
Украина-21	USD	1 500	23.02.2021	9.86	0.20	1.42	-0.14	B	B3	B
Украина-22	USD	2 250	28.11.2022	9.91	0.23	1.43	-	B	B3	B
Инфр. проекты-11/17	USD	568	03.11.2017	9.86	0.23	1.36	-	B	B3	B
Инфр. проекты-12/17	USD	550	07.12.2017	10.44	0.62	0.93	-1.78	-	B3	-
Инфр. проекты-18	USD	690	20.04.2018	11.16	0.34	1.45	-	-	(P)B3	-
Муниципальные										
Киев-15	USD	250	06.11.2015	11.27	1.37	1.52	-3.38	B-	B3	B-
Киев-16	USD	300	11.07.2016	11.52	0.84	0.99	-4.02	B-	B3	B-
Банки										
Финансы и кредит-14	USD	100	25.01.2014	-	-	-	-	-	Caa1	-
VAB Bank-14	USD	125	14.06.2014	43.03	0.00	12.72	-	WD	Caa1	-
ПУМБ-14	USD	275	31.12.2014	9.91	2.24	0.34	-6.88	NR	B3	-
Укрэксимбанк-14	UAH	2 385	03.02.2014	21.51	2.09	0.10	-	B	B3	-
Укрэксимбанк-15	USD	750	27.04.2015	10.07	1.00	1.45	-3.08	B	B3	-
Укрэксимбанк-16	USD	125	09.02.2016	12.62	1.04	1.52	-4.79	CCC	Caa1	-
Укрэксимбанк-18	USD	500	22.01.2018	11.70	0.55	1.60	-	B	B3	-
Ощадбанк-16	USD	700	10.03.2016	10.73	0.61	1.01	-3.66	B	B3	-
Ощадбанк-18	USD	500	20.03.2018	11.97	0.63	1.33	-	B	B3	-
Приватбанк-15	USD	200	23.09.2015	12.25	1.05	0.72	-5.64	B	B3	-
Приватбанк-16	USD	150	09.02.2016	14.23	1.55	0.39	-6.47	-	B3	-
Приватбанк-18	USD	175	28.02.2018	12.59	0.92	0.88	-	B	B3	-
Корпоративные										
Нафтогаз-14	USD	1 595	30.09.2014	9.71	0.73	1.10	-2.50	B	-	-
Авангард-15	USD	200	29.10.2015	9.49	0.00	-0.74	-9.78	B	-	-
Агротон-14	USD	50	14.07.2014	62.96	13.56	20.73	40.62	CCC /*-	-	CCC
Укрлэндфарминг-18	USD	275	26.03.2018	11.85	0.18	0.61	-	B	-	B-
МХП-15	USD	585	29.04.2015	7.40	0.00	0.24	-5.78	B	B3	-
МХП-20	USD	750	02.04.2020	9.82	0.00	0.92	-	B	-	B
ДТЭК-15	USD	500	28.04.2015	8.70	0.00	0.69	-3.41	B	B3	-
ДТЭК-18	USD	600	04.04.2018	9.27	0.00	1.37	-	B	B3	-
Метинвест-15	USD	500	20.05.2015	8.08	0.00	1.42	-3.82	B	B3	-
Метинвест-18	USD	750	14.02.2018	9.86	0.46	0.47	-3.00	B	B3	-
Мрия-16	USD	250	30.03.2016	-	-	-	-	B	-	B
Феррэкспо-16	USD	500	07.04.2016	10.57	0.00	1.57	-	B	Caa1	B
Укрзализныця	USD	500	21.05.2018	11.67	0.48	1.12	-	B-	-	B

Источник: Bloomberg

# Приложение В

## Рыночные мультипликаторы украинских компаний с листингом на международных биржах

		Капитализация, млн. USD	EV/ EBITDA		EV/Продажи		Капитализация/ Собств. капитал		Капитализация/ Чистая прибыль		Чистый долг/ Собств. капитал	
Сектор / Компания	Тикер		2012П	2013П	2012П	2013П	2012П	2013П	2012П	2013П	2012П	2013П
Сельское хозяйство												
Kernel	KER PW	1 336	6.4	5.2	0.8	0.8	1.0	0.8	8.0	6.2	0.54	0.40
MHP	MHPC LI	1 860	5.4	4.2	1.8	1.4	1.4	1.1	6.5	4.9	0.59	0.35
Mriya	MAYA GR	644	3.3	-	2.5	-	-	-	4.3	5.0	-	-
Astarta	AST PW	496	5.4	3.9	1.5	1.2	0.9	0.7	6.6	4.1	0.48	0.34
IMC	IMC PW	150	3.8	3.0	1.5	1.1	0.9	0.7	3.5	2.9	0.39	0.28
KSG Agro	KSG PW	50	-	-	-	-	-	-	3.7	2.2	-	-
Agroton	AGT PW	11	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-
Sintal Agriculture	SNPS AV	4	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-
Медиана		323	5.4	4.1	1.5	1.2	1.0	0.8	5.4	4.5	0.51	0.34
Продукты питания												
Avangard	AVGR LI	543	2.4	1.7	0.9	0.6	0.4	0.3	2.6	2.4	0.09	-0.02
Ovostar	OVO PW	136	4.5	3.6	1.7	1.4	1.1	0.9	5.9	6.2	0.08	0.02
Milkiland	MLK PW	104	3.8	-	0.5	-	-	-	6.0	5.9	-	-
UkrProduct	UKR LN	8	3.2	2.2	0.2	0.2	0.2	0.2	4.3	2.7	0.39	0.24
Медиана		120	3.5	2.2	0.7	0.6	0.4	0.3	5.1	4.3	0.09	0.02
Нефть и газ												
JKX Oil & Gas	JKX LN	132	1.1	0.6	0.6	0.3	0.2	0.2	2.9	2.6	-0.03	-0.09
Kulczyk Oil	KOV PW	218	4.6	4.2	2.4	2.2	6.8	6.6	-	-	-0.81	-0.18
Regal Petroleum	RPT LN	81	-	-	-	-	-	-	4.5	9.4	-	-
Cadogan Petroleum	CAD LN	54	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-
Медиана		107	2.8	2.4	1.5	1.3	3.5	3.4	3.7	6.0	-0.42	-0.14
Угледобывающая промышленность												
Coal Energy	CLE PW	28	-	0.2	-	0.1	-	0.2	0.7	0.8	-	-0.11
Sadovaya Group	SGR PW	14	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-
Медиана		21	-	0.2	-	0.1	-	0.2	0.7	0.8	-	-0.11
Металлургия и горная промышленность												
Ferrexpo	FXPO LN	1 471	4.2	4.6	1.3	1.2	0.8	0.7	5.3	5.8	0.29	0.27
Медиана		1 471	4.2	4.6	1.3	1.2	0.8	0.7	5.3	5.8	0.29	0.27
Недвижимость												
TMM	TR61 GR	25	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-
Медиана		25	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-
Аккумуляторные батареи												
Westa ISIC	WES PW	8	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-
Медиана		8	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-
Транспорт												
KDM Shipping	KDM PW	97	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-
Медиана		97	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-

\* по состоянию на 17.07.2013 г.

Источник: Bloomberg

## Медианные значения мультипликаторов для компаний-аналогов\*

Компания	EV/ EBITDA		EV/ Продажи		Капитализация/ Собств. капитал		Капитализация/ Чистая прибыль		Чистый долг/ Собств. капитал	
	2012П	2013П	2012П	2013П	2012П	2013П	2012П	2013П	2012П	2013П
<b>Нефть и газ</b>										
Развивающиеся рынки (4)	3.0	2.8	0.4	0.4	0.8	0.7	4.3	3.3	0.33	0.31
Развитые рынки (6)	4.0	3.9	0.8	0.8	1.3	1.3	9.9	9.1	0.16	0.17
<b>Металлургия и горная промышленность</b>										
Развивающиеся рынки (11)	5.1	4.6	0.9	0.8	0.7	0.7	8.3	8.6	0.61	0.60
Развитые рынки (5)	7.3	5.1	0.4	0.4	0.9	0.9	29.9	12.3	0.96	0.85
<b>Продукты питания</b>										
Развивающиеся рынки (4)	16.2	9.5	1.3	1.1	5.2	4.6	27.0	23.0	0.17	0.04
Развитые рынки (10)	10.6	9.9	2.0	1.9	3.6	3.3	17.5	16.7	1.11	0.91
<b>Сельское хозяйство</b>										
Развивающиеся рынки (5)	5.0	2.6	1.1	0.8	0.6	0.5	15.2	3.8	0.16	0.12
Развитые рынки (4)	8.4	6.9	0.3	0.3	1.2	1.1	15.1	11.9	0.16	0.14

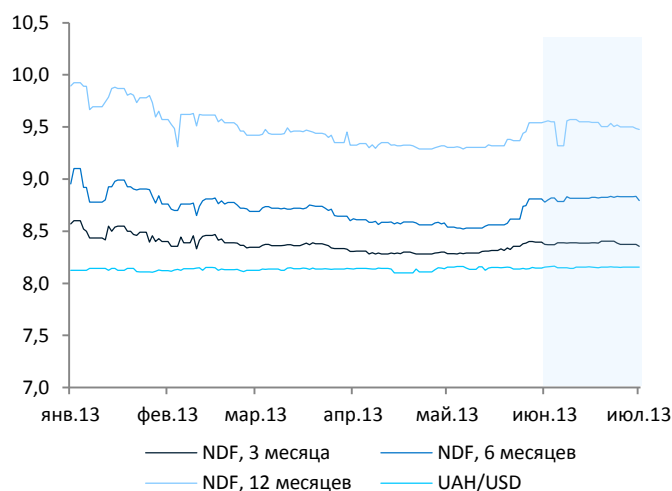
\* в скобках указано количество компаний-аналогов для расчета медианного значения мультипликаторов

Источник: Bloomberg



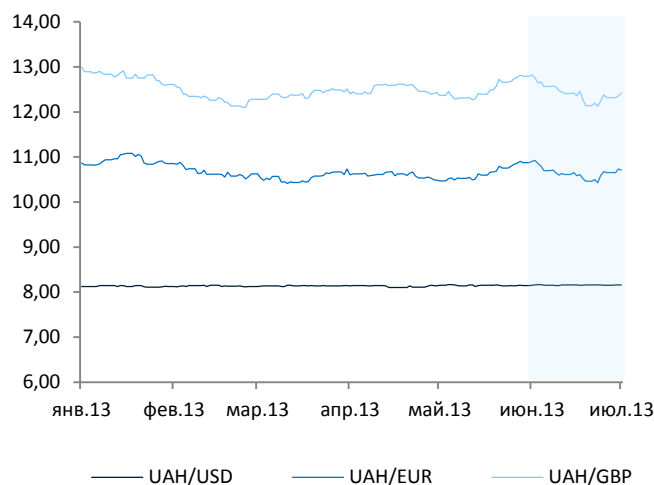
## Приложение Г

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



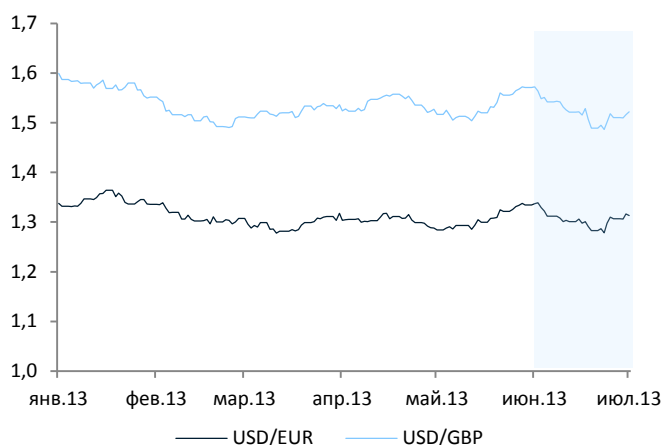
\* беспоставочные форвардные контракты  
Источник: Bloomberg

**Спотовый курс гривны к основным мировым валютам**



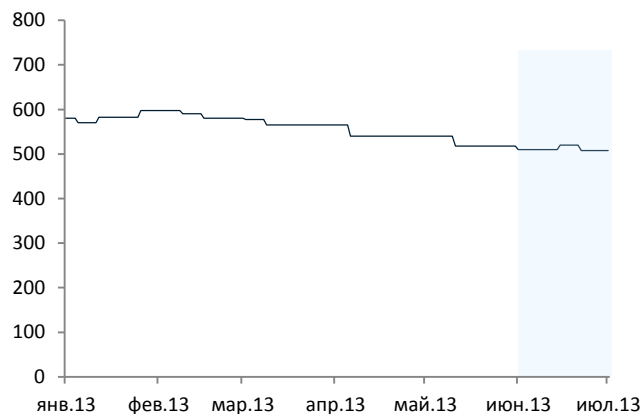
Источник: Bloomberg

**Спотовый курс основных мировых валютных пар**



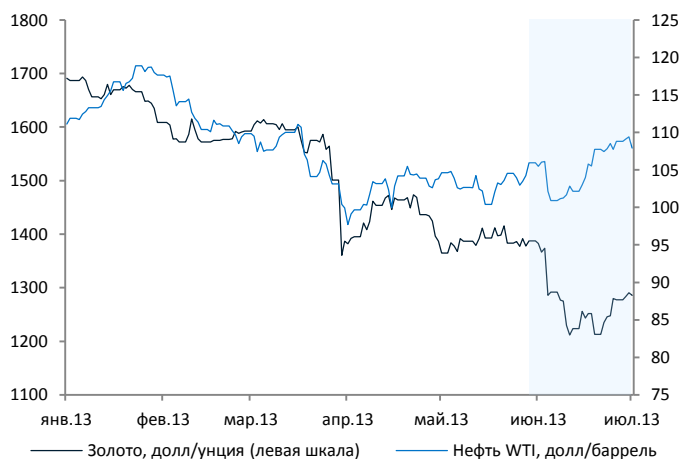
Источник: Bloomberg

**Стоимость горячекатаного рулона, долл США/тонна\***



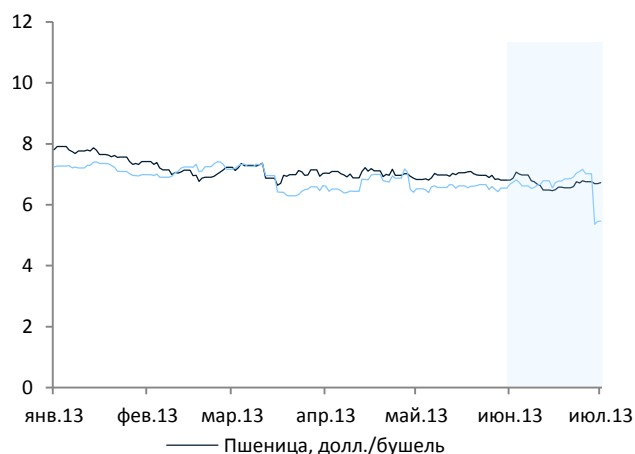
\*цены FOB, порты Черного моря  
Источник: Bloomberg

**Динамика цен на золото и нефть**



Источник: Bloomberg

**Динамика фьючерсных контрактов на кукурузу и пшеницу**



Источник: Bloomberg

## Контакты

### Генеральный директор

Ник Пиатца

[npiazza@spadvisors.eu](mailto:npiazza@spadvisors.eu)

### Начальник аналитического департамента

Виталий Ваврищук

[v.vavryshchuk@spadvisors.eu](mailto:v.vavryshchuk@spadvisors.eu)

### Вице-президент, рынки капитала

Елена Зуйкова

[ozuikova@spadvisors.eu](mailto:ozuikova@spadvisors.eu)

### Вице-президент, ценные бумаги

Татьяна Чуб

[tchub@spadvisors.eu](mailto:tchub@spadvisors.eu)

### Директор по коммуникациям

Ольга Джелебова

[odzhelebova@spadvisors.eu](mailto:odzhelebova@spadvisors.eu)

### SP Advisors

[spadvisors.eu](http://spadvisors.eu)

ул. Красноармейская, 72

офис 17, 12-й этаж

Киев 03680, Украина

+380 44 300 1425

[research@spadvisors.eu](mailto: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.