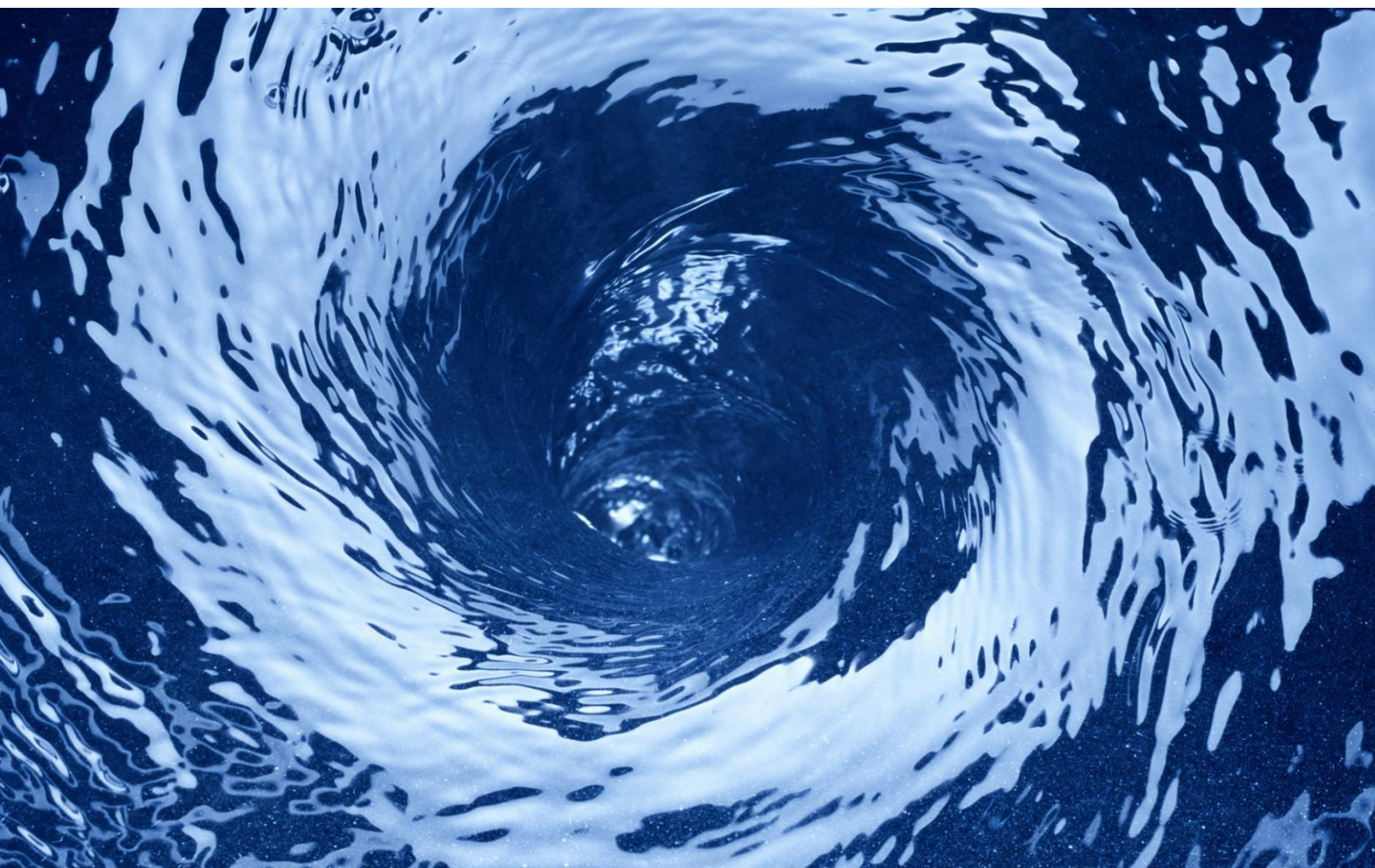


Ежемесячный обзор

Экономика

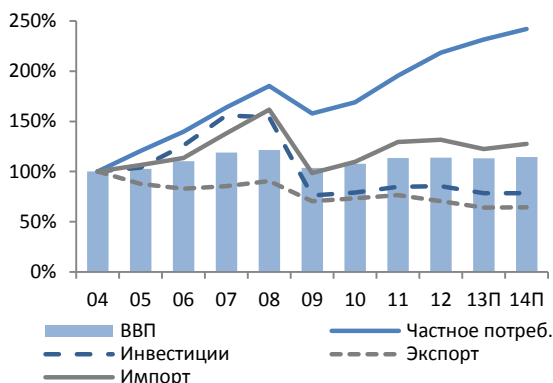
Макропоказатели и прогнозы

Рыночные мультипликаторы



Экономика

Динамика составляющих ВВП, реальные показатели, 2004 г. = 100%



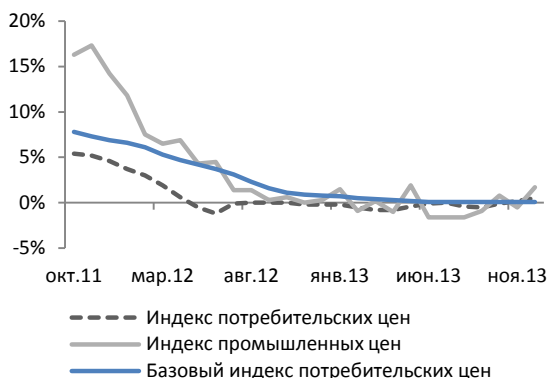
Источники: Госкомстат, SP Advisors

Изменение ВВП и его составляющих, г/г

	2012	2013П	2014П
ВВП	0.2%	-0.4%	1.2%
Частное потребление	11.7%	6.1%	4.5%
Инвестиции	0.9%	-8.5%	0.1%
Экспорт	-7.7%	-9.3%	0.8%

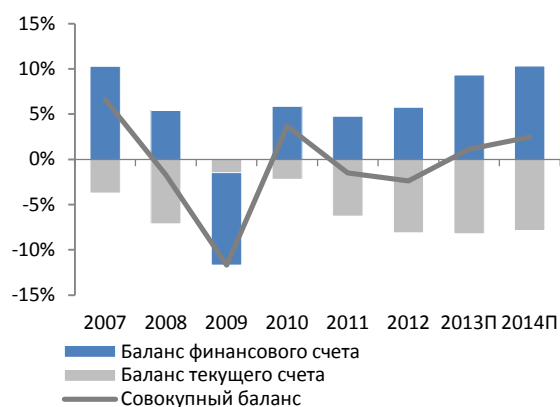
Источники: Госкомстат, SP Advisors

Инфляция и промышленные цены



Источник: Госкомстат

Платежный баланс, % ВВП



Источники: НБУ, SP Advisors

Договоренности между Украиной и Россией, достигнутые в конце декабря, значительно поменяли наши ожидания относительно многих экономических показателей. Кредит в объеме 15 млрд. долл. и скидка на газ позволят удерживать курс гривны относительно стабильным вплоть до президентских выборов в марте 2015 г. Кредит также позволит правительству в полной мере профинансировать дефицит бюджета. Однако в отличие от МВФ Россия не требует проведения экономических реформ, что усугубит фундаментальную проблему экономики – дефицит текущего счета будет оставаться на неприемлемо высоком уровне около 8% ВВП, а дефицит госбюджета превысит 4,5% ВВП. Фундаментальные дисбалансы в экономике будут нарастать, однако при этом мы не ожидаем никаких потрясений в перспективе 15 мес. Экономика наверняка столкнется со значительными проблемами, когда настанет срок возврата кредита.

ВВП снизится в 1 кв., медленное восстановление возможно со 2 кв.

Мы не ожидаем быстрого восстановления экономики в 2014 г. – темпы роста ВВП составят, по нашим прогнозам, 1,2%. Ниже мы приводим наши ожидания относительно составляющих ВВП:

Частное потребление домохозяйств было единственной составляющей, обеспечивающей позитивный вклад в динамику ВВП в 2013 г., и будет основным драйвером роста в 2014 г. Зарплаты в госсекторе и социальные выплаты вырастут на 8%, однако частный сектор вряд ли обеспечит сопоставимые темпы роста. Поэтому расходы домохозяйств замедлятся до 4,5% г/г против 6,1% г/г в 2013 г.

Инвестиции в основной капитал снизились в прошлом году на 8,5% (по нашим оценкам), и мы не ожидаем роста в текущем году. Основная причина – ухудшение инвестиционного климата и дороговизна кредитных ресурсов. Государственные инвестиции снизятся, поскольку правительство перенаправит часть ресурсов на текущие нужды.

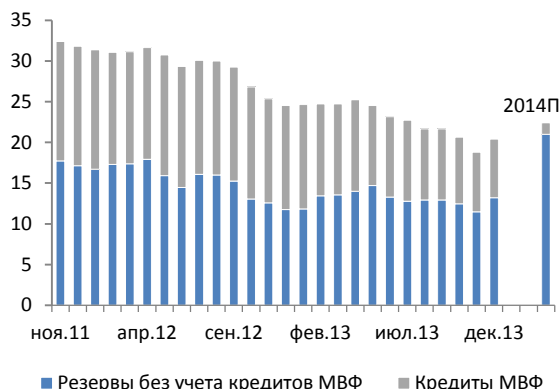
Экспорт начнет восстанавливаться в 2014 г. после двухлетнего падения (в реальных показателях). Спрос на украинский металл на внешних рынках будет оставаться слабым, однако экспорт продукции машиностроения значительно вырастет благодаря устранению нетарифных барьеров в торговле с Россией. Также снижение стоимости газа на 30% улучшит ценовую конкурентоспособность украинской продукции и поспособствует восстановлению экспорта. Мы не исключаем, что спрос на внешних рынках может существенно вырасти во втором полугодии, а темпы роста экспорта превысят наш прогноз в 1%.

Дефицит текущего счета останется высоким, но будет полностью перекрыт благодаря российскому кредиту

Российский кредит позволит НБУ и правительству удерживать курс гривны относительно стабильным как минимум до конца 1 кв. 2015 г. Мы ожидаем, что курс не будет опускаться ниже 8,4 грн./долл. Однако стабильность гривны приведет к значительному наращиванию дисбалансов внешних счетов, и экономику ожидают сложности, когда начнется возврат российского кредита с декабря 2015 г.

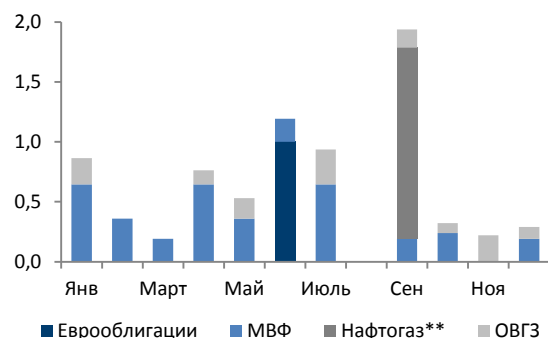
Учитывая относительную стабильность валютного курса, дефицит текущего счета платежного баланса в 2014 г. останется на уровне около 8% ВВП третий год подряд. Соглашение с Россией, достигнутое в декабре прошлого года, предусматривает сокращение расходов на закупку газа на 2,0-3,5 млрд. долл. в зависимости от объемов, что эквивалентно 2,4-4,2% товарного импорта в 2013 г.

Валовые резервы НБУ, млрд. долл. США



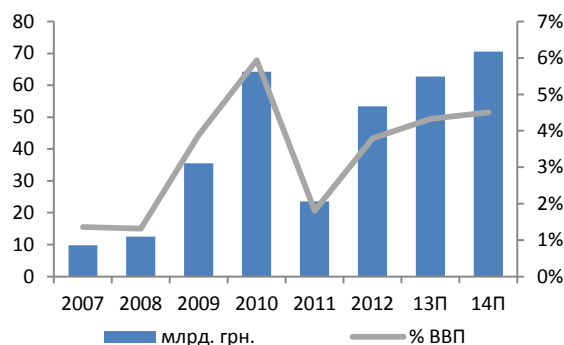
Источник: Госкомстат

График погашения суверенного валютного долга в 2014 г, млрд. долл. США*



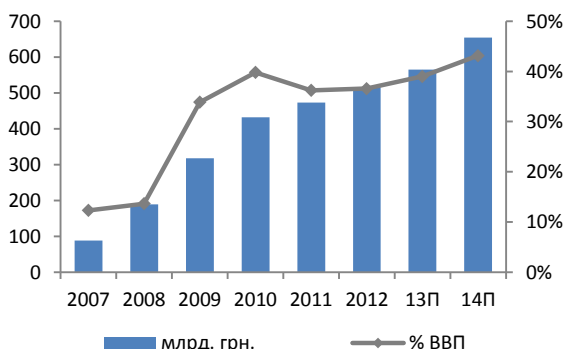
* не включает 1,2-1,4 млрд. долл. процентных выплат
 ** долг гарантирован государством
 Источники: МВФ, Министерство финансов, SP Advisors

Дефицит государственного бюджета



Источник: Министерство финансов, SP Advisors

Государственный долг (прямой + суверенный)



Источник: Министерство финансов, SP Advisors

Тем не менее, позитивный эффект от снижения газовых платежей вероятно будет полностью нивелирован за счет увеличения импорта потребительских товаров на фоне роста доходов населения.

Российский кредит позволит без проблем перекрыть дефицит текущего счета. Большее беспокойство у нас вызывает тот факт, что банковский и корпоративный сектора, скорее всего, сократят объем чистых заимствований на внешних рынках, а большая часть притока долгового капитала будет представлена 2-летними займами в государственный сектор. Мы также прогнозируем, что приток прямых иностранных инвестиций в 2014 г. упадет до 2,9 млрд. долл., что эквивалентно лишь 1,5% ВВП – это станет минимальным значением более чем за 10 лет.

В этом году правительству и НБУ предстоит погасить около 8,0 млрд. долл. валютных заимствований (в том числе 3,7 млрд. долл. по кредиту МВФ, 1,0 млрд. долл. по еврооблигациям и 1,6 млрд. долл. по евробондам Нафтогаза, привлеченным под государственные гарантии) и выплатить 1,2-1,4 млрд. долл. как проценты по валютным займам. Кроме того, мы прогнозируем, что НБУ придется направить значительные суммы на интервенции на валютном рынке. В связи с этим, мы считаем, что в 2014 г. резервы НБУ вырастут только на 10% г/г до 22,4 млрд. долл.

Снижение дефицита бюджета не стоит на повестке дня в 2014 году

Налогово-бюджетная политика в 2014 г. не будет взвешенной. Учитывая приближающиеся президентские выборы, правительство поставило амбициозную задачу повысить минимальную заработную плату и социальные выплаты в среднем на 8% г/г. Тем временем проблемы с выполнением планов по доходам бюджета растут. По нашим оценкам, в 2013 г. налоговые сборы упали на 1-2 % г/г. Чтобы компенсировать снижение налоговых поступлений, правительство намерено увеличить неналоговые доходы. Например, в 2013 г. НБУ увеличил отчисления в бюджет более чем на 60%, обеспечив, таким образом, рекордные 9% доходов госбюджета.

В условиях слабого экономического роста и умеренной инфляции доходы государственного бюджета в 2014 г. увеличатся лишь на 5-6% г/г, что ниже предполагаемого увеличения расходов на 7-8%. Таким образом, правительство определенно не сможет достичь запланированного дефицита бюджета на уровне 3,6% ВВП, и мы прогнозируем, что бюджетный дефицит достигнет 4,6% ВВП (по сравнению с 4,3% в 2013 г.). Однако с учетом дисбалансов бюджета Нафтогаза и пенсионного фонда общий дефицит государственного сектора составит около 6,1% ВВП.

Практически вся сумма из 71 млрд. грн. дефицита государственного бюджета должна быть покрыта за счет заимствований. Планы правительства получить 15 млрд. грн. через приватизацию нереалистичны – по нашим прогнозам доходы от продажи госкомпаний не превысят 4 млрд. грн. Привлечение 71 млрд. грн. на внутреннем и внешнем рынках могло бы стать значительной проблемой без российского кредита – он дает полную уверенность, что дефицит будет профинансирован в любом случае. Государственный долг Украины в 2014 г. увеличится на 15% г/г и достигнет рекордных 43% ВВП.

Приложение А

Ключевые макропоказатели и прогнозы

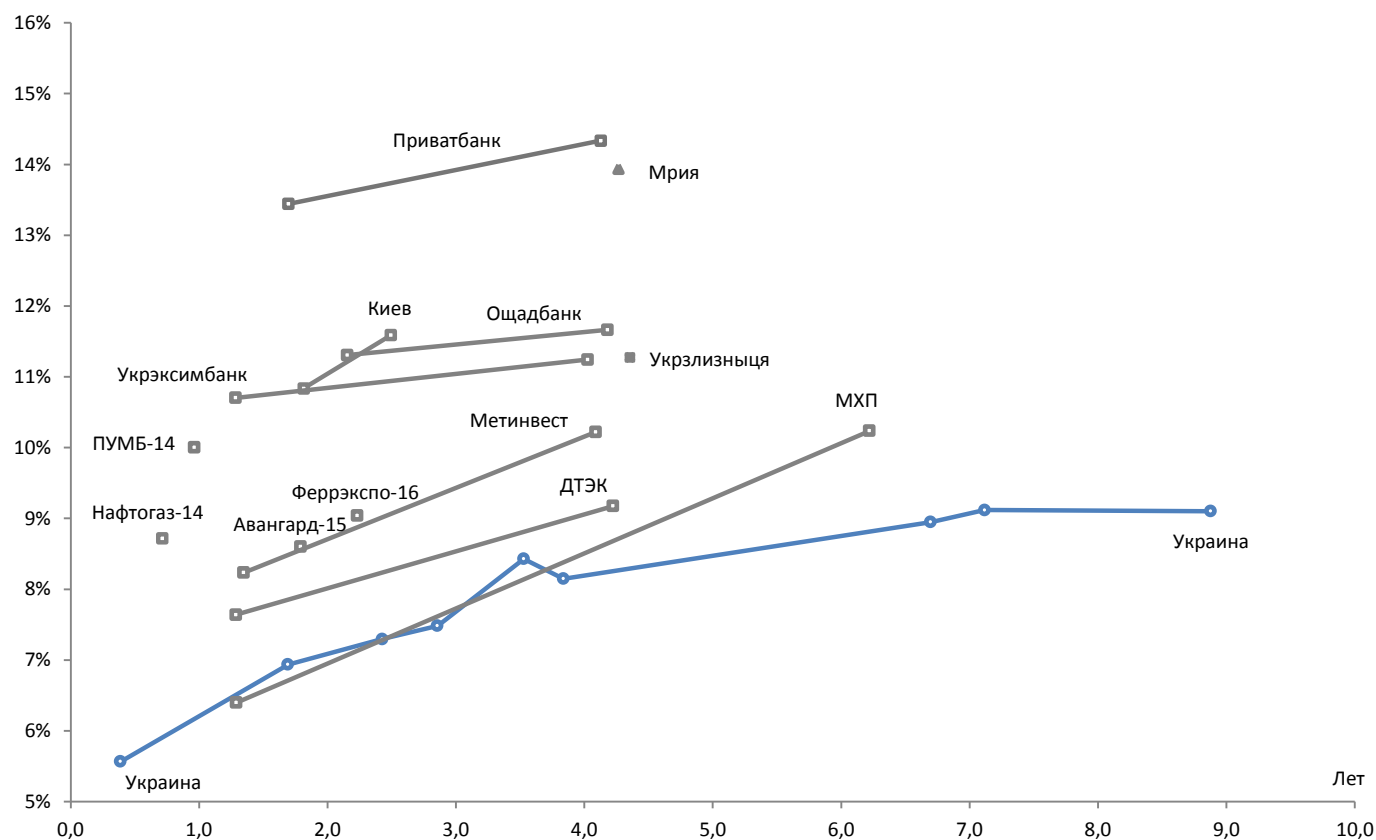
	2007	2008	2009	2010	2011	2012	2013П	2014П
Индикаторы экономических циклов								
Реальный ВВП, г/г	7,6%	2,3%	-14,8%	4,1%	5,2%	0,2%	-0,4%	1,2%
Потребление домохозяйств, г/г	17,1%	11,8%	-14,9%	7,1%	15,7%	11,7%	6,1%	4,5%
Инвестиции в основной капитал, г/г	23,9%	1,6%	-50,5%	3,9%	7,1%	0,9%	-8,7%	0,1%
Промышленное производство, г/г	7,6%	-5,2%	-21,9%	11,2%	7,6%	-1,8%	-4,1%	2,9%
Номинальный ВВП, млрд. грн.	721	948	913	1 083	1 302	1 409	1 448	1 534
Номинальный ВВП, млрд. долл.	143	180	117	136	163	176	181	192
ВВП на душу населения, долл.	3 078	3 891	2 550	2 982	3 585	3 875	3 983	4 230
Индекс потребительских цен (к. п.)	16,6%	22,3%	12,3%	9,1%	4,6%	-0,2%	0,5%	4,1%
Индекс потребительских цен (средний)	12,8%	25,2%	15,9%	9,4%	8,0%	0,6%	-0,3%	1,5%
Безработица (методология МОТ, среднее)	6,9%	6,9%	9,6%	8,8%	8,6%	8,1%	7,6%	7,2%
Платежный баланс								
Баланс текущего счета, млрд. долл.	-5,3	-12,8	-1,7	-3,0	-10,2	-14,3	-14,9	-15,1
% ВВП	-3,7%	-7,1%	-1,5%	-2,2%	-6,3%	-8,1%	-8,2%	7,9%
Баланс финансового счета, млрд. долл.	14,7	9,7	-12,0	8,0	7,8	10,1	16,9	18,1
% ВВП	10,3%	5,4%	-10,2%	5,9%	4,8%	5,8%	9,3%	9,4%
Прямые иностранные инвестиции., млрд. долл.	9,2	9,9	4,7	5,8	7,0	6,6	3,1	2,9
% ВВП	6,5%	5,5%	4,0%	4,2%	4,3%	3,8%	1,7%	1,5%
Валовые резервы НБУ, млрд. долл.	32,5	31,5	26,5	34,6	31,8	24,5	20,5	22,4
Монетарная политика и банковская система								
Монетарная база, млрд. грн.	142	187	195	226	240	255	285	322
Монетарная масса, г/г	46%	32%	4%	16%	6%	6%	12%	13
Монетарное предложение (МЗ), млрд. грн.	396	515	487	598	683	773	864	985
Монетарное предложение, г/г	52%	30%	-5%	23%	14%	13%	12%	14%
Монетарный мультипликатор (МЗ/МБ)	2,8	2,8	2,5	2,6	2,8	3,0	3,0	3,1
Банковские кредиты, г/г	74%	72%	-2%	1%	10%	2%	8%	9%
Банковские депозиты, г/г	52%	28%	-8%	26%	18%	16%	14%	14%
Кредиты/депозиты	152%	205%	219%	175%	162%	143%	135%	130%
Обменный курс								
Официальный курс грн./долл. (кон. периода)	5,05	7,70	7,99	7,96	7,99	7,99	7,99	7,99
Официальный курс грн./долл. (средний)	5,05	5,27	7,79	7,94	7,97	7,99	7,99	7,99
Рыночный курс грн./долл. (кон. периода)	5,05	7,82	8,01	7,97	8,04	8,05	8,24	8,40
Бюджет и государственный долг								
Доходы гос. бюджета, млрд. грн.	165,9	231,7	209,7	240,6	314,6	346,0	351,2	372,9
% ВВП	23,0%	24,4%	23,0%	22,2%	24,2%	24,6%	24,3%	24,3%
Расходы гос. бюджета, млрд. грн.	175,7	244,2	245,2	304,9	338,1	399,4	413,9	443,4
% ВВП	24,4%	25,8%	26,8%	28,2%	26,0%	28,3%	28,6%	28,9%
Дефицит гос. бюджета, млрд. грн.	-9,8	-12,5	-35,5	-64,3	-23,6	-53,4	-62,7	-70,6
% ВВП	-1,4%	-1,3%	-3,9%	-5,9%	-1,8%	-3,8%	-4,3%	-4,6%
Государственный долг, млрд. грн.	88,7	189,4	317,9	432,3	473,2	515,5	565,0	654,0
% ВВП	12,3%	20,0%	34,8%	39,9%	36,3%	36,6%	39,0%	42,6%

Источники: Госкомстат, НБУ, Министерство финансов, Bloomberg, SP Advisors

Приложение Б

Карта доходности еврооблигаций украинских эмитентов*

Доходность к погашению



*По состоянию на 13 января 2014 г. Источник: Bloomberg

Основные параметры еврооблигаций украинских эмитентов

	Валюта	Объем, млн	Погашение	Доходность к погашению,%		Mid изм.доходности к погашению, пп		Fitch	Рейтинг	
				Mid	Спред	1 месяц	с начала года		Moody's	S&P
Суверенные										
Украина-14	USD	1 000	04.06.2014	5.57	1.96	-10.49	-	B-	Caa1 /*-	B-
Украина-09/15	USD	500	23.09.2015	6.94	0.64	-5.09	-3.21	B-	Caa1 /*-	B-
Украина-10/15	EUR	600	13.10.2015	5.55	0.62	-5.59	-5.09	B-	Caa1 /*-	B-
Украина-06/16	USD	1 250	17.06.2016	7.30	0.46	-4.41	-2.56	B-	Caa1 /*-	B-
Украина-11/16	USD	1 000	21.11.2016	7.48	0.40	-3.92	-2.39	B-	Caa1 /*-	B-
Украина-07/17	USD	2 600	24.07.2017	8.43	0.37	-3.56	-	B-	Caa1 /*-	B-
Украина-11/17	USD	700	14.11.2017	8.15	0.40	-2.89	-2.25	B-	Caa1 /*-	B-
Украина-20	USD	1 500	23.09.2020	8.95	0.18	-1.67	-1.36	B-	Caa1 /*-	B-
Украина-21	USD	1 500	23.02.2021	9.12	0.18	-1.52	-0.88	B-	Caa1 /*-	B-
Украина-22	USD	2 250	28.11.2022	9.10	0.17	-1.31	-	B-	Caa1 /*-	B-
Украина-23	USD	1 250	17.04.2023	8.79	0.17	-1.30	-	B-	Caa1 /*-	B-
Инфр. проекты-11/17	USD	568	03.11.2017	10.74	0.51	-2.02	-1.48	-	Caa1 /*-	-
Инфр. проекты-12/17	USD	550	07.12.2017	10.11	0.77	-4.17	-	-	Caa1/*-	-
Инфр. проекты-18	USD	690	20.04.2018	10.49	0.52	-1.59	-1.91	-	Caa1 /*-	-
Муниципальные										
Киев-15	USD	250	06.11.2015	10.84	0.63	-4.74	-3.81	B-	Caa1 /*-	B-
Киев-16	USD	300	11.07.2016	11.59	0.61	-3.60	-3.95	B-	Caa1 /*-	B-
Банки										
Финансы и кредит-14	USD	95	25.01.2019	-	-	-	-	-	Ca	-
VAB Bank-14	USD	112	14.06.2014	-	-	-	-	WD	Caa1 /*-	-
ПУМБ-14	USD	252	31.12.2014	10.00	0.00	-2.56	-6.79	NR	Caa1 /*-	-
Укрэксимбанк-14	UAH	2 385	03.02.2014	-	-	-	-	B-	Caa1 /*-	-
Укрэксимбанк-15	USD	750	27.04.2015	10.70	0.00	-10.47	-2.44	B-	Caa1 /*-	-
Укрэксимбанк-16	USD	125	09.02.2016	13.21	1.19	-6.82	-4.20	CC	Caa2 /*-	-
Укрэксимбанк-18	USD	600	22.01.2018	11.24	0.52	-4.71	-	B-	Caa1 /*-	-
Ощадбанк-16	USD	700	10.03.2016	11.31	0.87	-5.71	-3.09	B-	Caa1 /*-	-
Ощадбанк-18	USD	500	20.03.2018	11.66	0.49	-4.51	-	B-	Caa1 /*-	-
Приватбанк-15	USD	200	23.09.2015	13.44	1.41	-8.37	-4.45	B-	Caa1 /*-	-
Приватбанк-16	USD	150	09.02.2016	17.78	3.47	-6.65	-2.92	-	Caa2 /*-	-
Приватбанк-18	USD	175	28.02.2018	14.34	1.09	-2.77	-	B-	Caa1 /*-	-
Корпоративные										
Нафтогаз-14	USD	1 595	30.09.2014	8.72	0.00	-11.15	-3.49	B-	-	-
Агротон-14	USD	50	14.07.2014	209.51	34.58	-1.78	187.18	WD	-	NR
Авангард-15	USD	200	29.10.2015	8.60	0.00	-2.63	-10.66	B-	-	-
МХП-15	USD	235	29.04.2015	6.40	0.00	-5.04	-6.77	B-	Caa1 /*-	-
МХП-20	USD	750	02.04.2020	10.24	0.00	-2.47	-	B-	-	B-
ДТЭК-15	USD	200	28.04.2015	7.64	0.00	-3.46	-4.47	B-	Caa1 /*-	-
ДТЭК-18	USD	750	04.04.2018	9.18	0.00	-2.51	-	B-	Caa1 /*-	-
Метинвест-15	USD	500	20.05.2015	8.23	0.00	-2.97	-3.66	B-	Caa1 /*-	-
Метинвест-18	USD	750	14.02.2018	10.22	0.00	-1.96	-2.64	B-	Caa1 /*-	-
Мрия-16	USD	72	30.03.2016	10.12	1.10	-2.60	-3.82	B-	-	B-
Мрия-18	USD	400	19.04.2018	13.94	0.00	-1.88	-	B-	-	B-
Феррэкспо-16	USD	500	07.04.2016	9.04	0.00	-2.49	-	B-	Caa1 /*-	B-
Укрлэндфарминг-18	USD	500	26.03.2018	12.51	0.55	-2.43	-	B-	-	B-
Укрэализныця-18	USD	500	21.05.2018	11.27	0.00	-5.54	-	B-	-	B-

Источник: Bloomberg

Приложение В

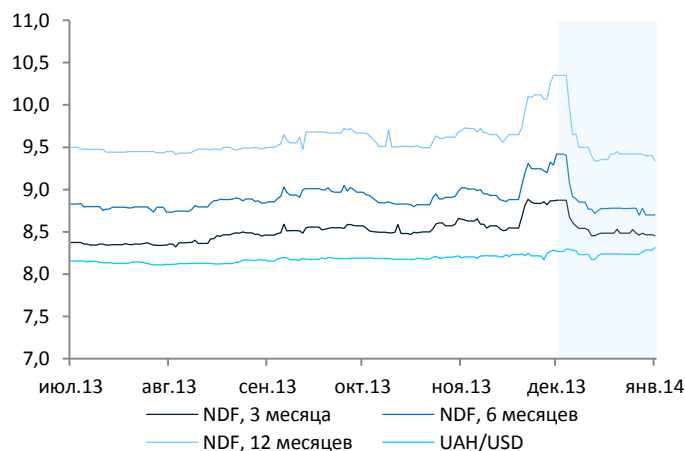
Рыночные мультипликаторы украинских компаний с листингом на международных биржах*

		Капитализация, млн. USD	EV/ EBITDA		EV/Продажи		Капитализация/ Собств. капитал		Капитализация/ Чистая прибыль		Чистый долг/ Собств. капитал	
Сектор / Компания	Тикер		2013П	2014П	2013П	2014П	2013П	2014П	2013П	2014П	2013П	2014П
Сельское хозяйство												
Kernel	KER PW	1 096	5.7	4.2	0.7	0.6	0.8	0.7	10.1	6.0	0.36	0.25
MHP	MHPC LI	1 902	7.1	5.4	2.0	1.7	1.5	1.4	8.8	6.4	0.93	0.69
Mriya	MAYA GR	769	4.2	4.3	3.0	2.5	-	-	4.8	5.1	-	-
Astarta	AST PW	526	6.8	4.5	1.6	1.3	1.0	0.8	8.0	4.4	0.59	0.43
IMC	IMC PW	131	5.4	3.3	1.7	1.0	0.8	0.6	5.0	3.1	0.62	0.34
KSG Agro	KSG PW	51	4.0	3.7	1.7	1.2	-	-	4.2	4.3	-	-
Agroton	AGT PW	20	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-
Sintal Agriculture	SNPS AV	1	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-
Медиана		-	5.5	4.3	1.7	1.3	0.9	0.8	6.5	4.7	0.60	0.38
Продукты питания												
Avangard	AVGR LI	722	2.9	2.4	1.2	0.9	0.5	0.5	3.2	3.2	0.08	-0.02
Ovostar	OVO PW	182	6.5	4.5	2.5	2.0	1.4	1.2	7.1	4.9	0.14	0.25
Milkiland	MLK PW	119	5.2	4.5	0.4	0.4	-	-	6.7	6.5	-	-
UkrProduct	UKR LN	7	3.1	2.1	0.2	0.2	0.2	0.2	3.9	2.5	0.39	0.24
Медиана		-	4.1	3.4	0.8	0.7	0.5	0.5	5.3	4.0	0.14	0.24
Нефть и газ												
JKX Oil & Gas	JKX LN	204	2.0	1.8	1.0	0.8	0.4	0.3	6.3	5.7	-0.01	-0.07
Kulczyk Oil	KOV PW	277	3.3	2.4	1.7	1.3	1.3	1.1	9.1	5.0	-0.09	-0.18
Regal Petroleum	RPT LN	70	-	-	-	-	-	-	13.9	-	-	-
Cadogan Petroleum	CAD LN	39	3.0	2.3	-	-	-	-	-	-	-	-
Медиана		-	3.0	2.3	1.4	1.0	0.8	0.7	9.1	5.4	-0.05	-0.12
Угледобывающая промышленность												
Coal Energy	CLE PW	17	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-
Sadovaya Group	SGR PW	9	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-
Медиана		-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-
Металлургия и горная промышленность												
Ferrexpo	FXPO LN	1 697	4.9	5.3	1.5	1.5	1.0	0.9	6.6	7.8	0.34	0.32
Медиана		-	4.9	5.3	1.5	1.5	1.0	0.9	6.6	7.8	0.34	0.32
Недвижимость												
TMM	TR61 GR	22	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-
Медиана		-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-
Аккумуляторные батареи												
Westa ISIC	WES PW	7	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-
Медиана		-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-
Транспорт												
KDM Shipping	KDM PW	96	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-
Медиана		-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-

* по состоянию на 13.01.2014 г.
Источник: Bloomberg

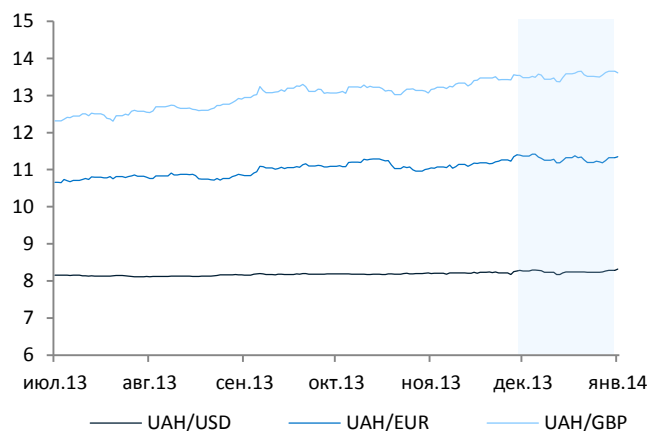
Приложение Г

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



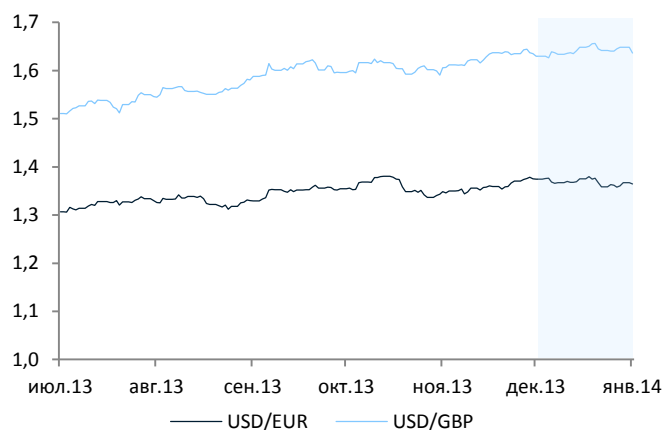
* беспоставочные форвардные контракты
Источник: Bloomberg

Спотовый курс гривны к основным мировым валютам



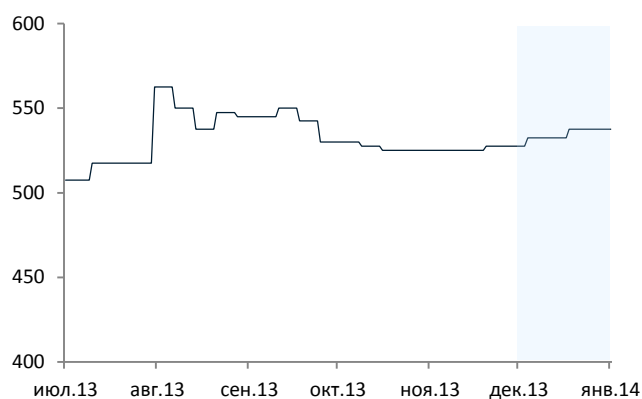
Источник: Bloomberg

Спотовый курс основных мировых валютных пар



Источник: Bloomberg

Стоимость горячекатаного рулона, долл США/тонна*



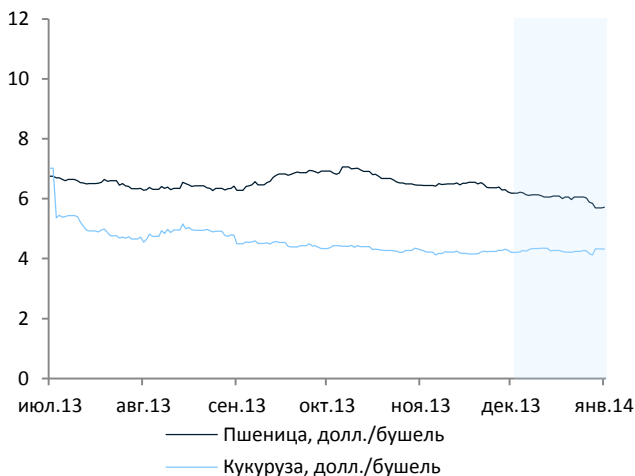
*цены FOB, порты Черного моря
Источник: Bloomberg

Динамика цен на золото и нефть



Источник: Bloomberg

Динамика фьючерсных контрактов на кукурузу и пшеницу



Источник: Bloomberg

Контакты

Генеральный директор**Ник Пицца**

npiazza@spadvisors.eu

Руководитель аналитического департамента**Виталий Ваврищук**

v.vavryshchuk@spadvisors.eu

Вице-президент, рынки капитала**Елена Зуйкова**

ozuikova@spadvisors.eu

Вице-президент, ценные бумаги**Татьяна Чуб**

tchub@spadvisors.eu

Директор по коммуникациям**Ольга Джелебова**

odzhelebova@spadvisors.eu

SP Advisors

spadvisors.eu

ул. Красноармейская, 72

офис 17, 12-й этаж

Киев 03680, Украина

+380 44 300 1425

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.