

Ежемесячный обзор Реструктуризация госдолга? Не в этот раз

Экономика

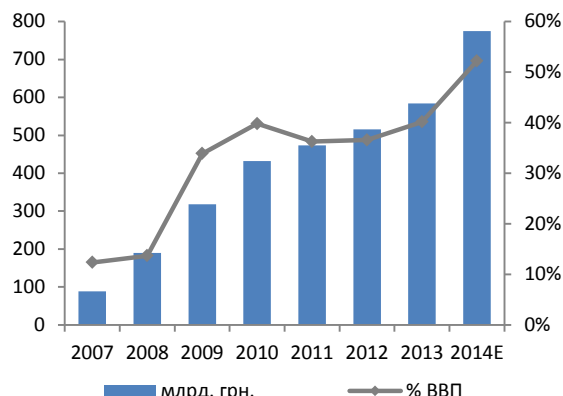
Макропоказатели и прогнозы

Рыночные мультипликаторы



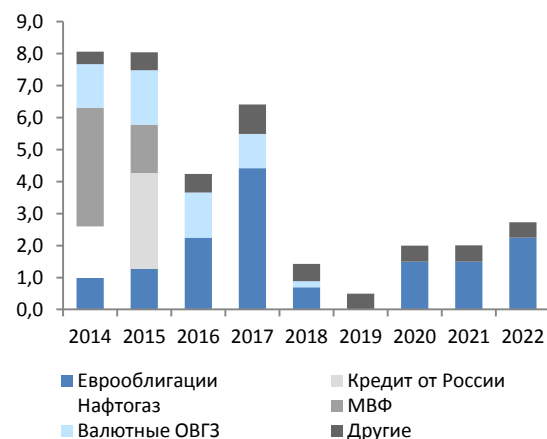
Экономика: Реструктуризация госдолга? Не в этот раз

Государственный долг Украины



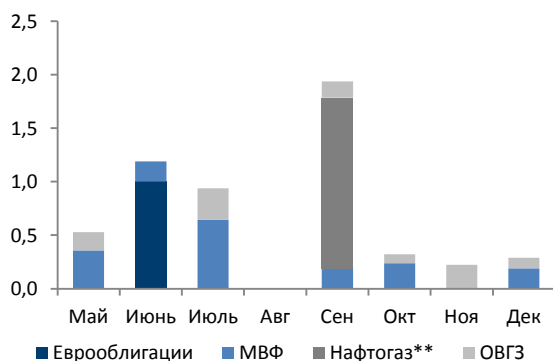
Источники: Госкомстат, SP Advisors

График погашения суверенного валютного долга, млрд. долл. США*



* Суммы погашения еврооблигаций включают суверенные еврооблигации и гарантированные государством облигации госпредприятий. Долг Нафтогаза гарантирован государством
Источники: Министерство финансов, МВФ, SP Advisors

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



* не включая несущественные кредитные обязательства и процентные выплаты, ** долг гарантирован государством
Источники: МВФ, Министерство финансов, SP Advisors

График погашения Украиной суверенных долговых обязательств в ближайшее время достаточно плотный. Мы приводим наши аргументы в пользу того, что Украина сможет и будет своевременно обслуживать свой долг.

Проблема внешнего долга – это проблема ликвидности, а не платежеспособности. На конец 2013 г. государственный долг Украины составил 40% ВВП, и, по нашим оценкам, увеличится до 52% в 2014 г. из-за мягкой фискальной политики и резкого обесценивания гривны. Ослабление гривны с 8,0 грн/долл до 10,6 грн/долл (наш прогноз курса на конец года) увеличивает это соотношение на 8 пп, поскольку номинальный ВВП в валютном эквиваленте снижается, в то время как 60% государственного долга Украины номинировано в иностранной валюте. Но даже такой уровень долга приемлем в случае, если Украина сможет быстро получить рефинансирование на гибких условиях. Нагрузка по обслуживанию суверенного долга резко снижается с 2016 г.

Пакет международной финансовой помощи для Украины беспрецедентно большой. Практически не остается сомнений, что Украина получит существенную финансовую поддержку от международных финансовых организаций (МФО) и других стран. МВФ, как крупнейший кредитор, готов предоставить Украине 14-18 млрд. долл. в течение двух лет. Еще около 5 млрд. долл. будут предоставлены другими кредиторами в качестве прямой бюджетной поддержки. Это позволит в полной мере рефинансировать текущую задолженность более дешевыми долгосрочными займами от лояльных кредиторов.

Отказ от реструктуризации долга, вероятно, является предусловием получения кредитов от МФО. Мы твердо убеждены, что отказ от реструктуризации суверенного долга является одним из ключевых условий получения финансовой помощи от МФО. Хотя этот принцип и не может быть технически прописан в документах, он остается критически важной (неформальной) составляющей договоренностей. Любая реструктуризация суверенного долга приведет к длительной паузе в работе с МФО, не оставляя Украине ни единого шанса привлечь деньги в этом году.

Реструктуризация государственного долга оставит внешние рынки закрытыми для частных заемщиков. Реструктуризация суверенного долга будет крайне губительна для корпоративного сектора, который остро нуждается в привлечении капитала за рубежом. Частные компании ищут пути рефинансирования валютных долгов и вынуждены будут объявить дефолт, если внешние рынки останутся закрытыми до конца года. Это значительно ухудшит и без того сложную ситуацию в экономике.

Структура суверенного валютного долга оставляет мало возможностей для реструктуризации в этом году. Из 5,4 млрд долл. долга с погашением до конца года, около 33% – это кредиты МВФ. На валютные ОВГЗ приходится 19% долга. Мы считаем, что ОВГЗ ни при каких условиях не будут реструктурированы, поскольку это может значительно усугубить ситуацию в банковском секторе. Таким образом, Украина теоретически может реструктурировать лишь суверенные облигации на сумму 1,0 млрд. долл. и еврооблигации Нафтогаза на сумму 1,6 млрд. долл. В целом эти 2,6 млрд. долл. – всего лишь 11-13% от суммы финансовой помощи Украине. Реструктуризация этой суммы существенно не облегчит график обслуживания долга, но приведет к значительным негативным побочным эффектам для Украины.

Снижение резервов НБУ прекратилось. В течение последних двух месяцев НБУ полностью воздерживался от интервенций на межбанковском валютном рынке, чтобы остановить неконтролируемое снижение резервов, которые в настоящее время близки к 15 млрд. долл. Такой подход НБУ, очевидно, не является оптимальным для валютного рынка. Но стабильность резервов Нацбанка – безусловно, хорошая новость для кредиторов Украины.

Приложение А

Ключевые макропоказатели и прогнозы

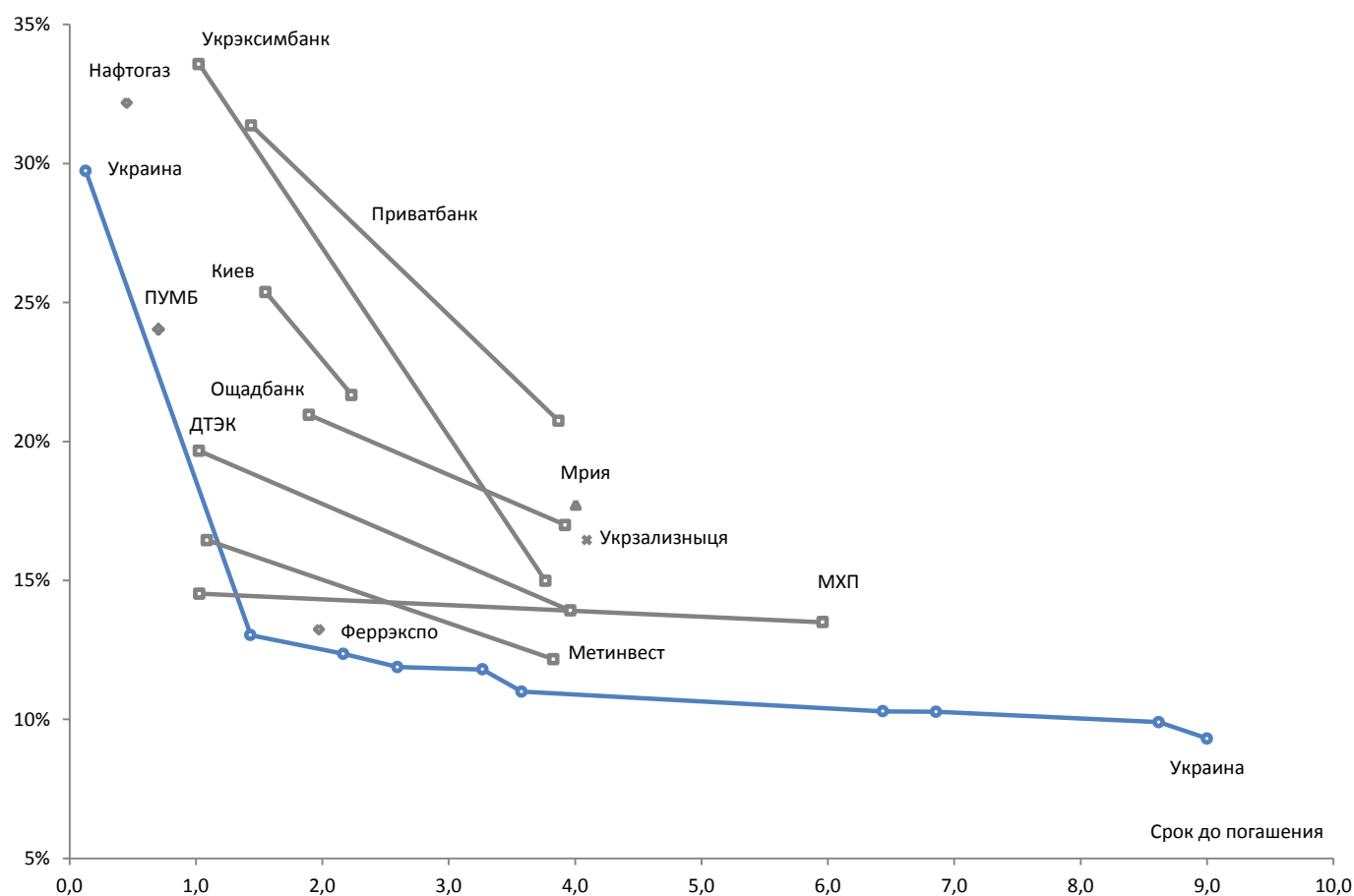
	2007	2008	2009	2010	2011	2012	2013	2014П
Индикаторы экономических циклов								
Реальный ВВП, г/г	7,6%	2,3%	-14,8%	4,1%	5,2%	0,2%	0,0%	-3,4%
Потребление домохозяйств, г/г	17,1%	11,8%	-14,9%	7,1%	15,7%	11,7%	7,8%	-3,5%
Инвестиции в основной капитал, г/г	23,9%	1,6%	-50,5%	3,9%	7,1%	0,9%	-6,6%	-15,0%
Промышленное производство, г/г	7,6%	-5,2%	-21,9%	11,2%	7,6%	-1,8%	-4,7%	-5,8%
Номинальный ВВП, млрд. грн.	721	948	913	1 083	1 302	1 409	1 455	1 484
Номинальный ВВП, млрд. долл.	143	180	117	136	163	176	182	140
ВВП на душу населения, долл.	3 078	3 891	2 550	2 982	3 585	3 875	4 002	3 084
Индекс потребительских цен (к. п.)	16,6%	22,3%	12,3%	9,1%	4,6%	-0,2%	0,5%	10,5%
Индекс потребительских цен (средний)	12,8%	25,2%	15,9%	9,4%	8,0%	0,6%	-0,3%	6,1%
Безработица (методология МОТ, среднее)	6,9%	6,9%	9,6%	8,8%	8,6%	8,1%	7,6%	7,8%
Платежный баланс								
Баланс текущего счета, млрд. долл.	-5,3	-12,8	-1,7	-3,0	-10,2	-14,3	-16,1	-5,9
% ВВП	-3,7%	-7,1%	-1,5%	-2,2%	-6,3%	-8,1%	-8,9%	-4,2%
Баланс финансового счета, млрд. долл.	14,7	9,7	-12,0	8,0	7,8	10,1	18,2	-4,0
% ВВП	10,3%	5,4%	-10,2%	5,9%	4,8%	5,8%	10,0%	-2,9%
Прямые иностранные инвестиции, млрд. долл.	9,2	9,9	4,7	5,8	7,0	6,6	3,3	1,9
% ВВП	6,5%	5,5%	4,0%	4,2%	4,3%	3,8%	1,8%	1,4%
Валовые резервы НБУ, млрд. долл.	32,5	31,5	26,5	34,6	31,8	24,5	20,4	15,5
Монетарная политика и банковская система								
Монетарная база, млрд. грн.	142	187	195	226	240	255	307	330
Монетарная база, г/г	46%	32%	4%	16%	6%	6%	20%	7%
Монетарная масса (М3), млрд. грн.	396	515	487	598	683	773	906	1 045
Монетарная масса, г/г	52%	30%	-5%	23%	14%	13%	17%	15%
Денежный мультипликатор (М3/МБ)	2,8	2,8	2,5	2,6	2,8	3,0	3,0	3,2
Банковские кредиты, г/г	74%	72%	-2%	1%	10%	2%	12%	11%
Банковские депозиты, г/г	52%	28%	-8%	26%	18%	16%	17%	10%
Кредиты/депозиты	152%	205%	219%	175%	162%	143%	136%	138%
Обменный курс								
Официальный курс грн./долл. (кон. периода)	5,05	7,70	7,99	7,96	7,99	7,99	7,99	10,60
Официальный курс грн./долл. (средний)	5,05	5,27	7,79	7,94	7,97	7,99	7,99	10,60
Рыночный курс грн./долл. (кон. периода)	5,05	7,82	8,01	7,97	8,04	8,05	8,24	10,60
Бюджет и государственный долг								
Доходы гос. бюджета, млрд. грн.	165,9	231,7	209,7	240,6	314,6	346,0	339,2	329,5
% ВВП	23,0%	24,4%	23,0%	22,2%	24,2%	24,6%	23,3%	22,2%
Расходы гос. бюджета, млрд. грн.	175,7	244,2	245,2	304,9	338,1	399,4	403,9	378,5
% ВВП	24,4%	25,8%	26,8%	28,2%	26,0%	28,3%	27,8%	25,5%
Дефицит гос. бюджета, млрд. грн.	-9,8	-12,5	-35,5	-64,3	-23,6	-53,4	-64,7	-49,0
% ВВП	-1,4%	-1,3%	-3,9%	-5,9%	-1,8%	-3,8%	-4,4%	-3,3%
Государственный долг, млрд. грн.	88,7	189,4	317,9	432,3	473,2	515,5	584,1	775,0
% ВВП	12,3%	20,0%	34,8%	39,9%	36,3%	36,6%	40,1%	52,2%

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

Приложение Б

Карта доходности еврооблигаций украинских эмитентов*

Доходность к погашению



*По состоянию на 17 апреля 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	29.73	13.54	-12.94	23.08	CCC	Caa3	CCC
Украина-09/15	USD	500	23.09.2015	13.03	1.26	-5.17	4.68	CCC	Caa3	CCC
Украина-10/15	EUR	600	13.10.2015	13.20	2.60	-3.84	5.78	CCC	Caa3	CCC
Украина-12/15	USD	3 000	20.12.2015	5.32	0.64	0.02	-	CCC	Caa3	CCC
Украина-06/16	USD	1 250	17.06.2016	12.36	0.88	-2.62	3.47	CCC	Caa3	CCC
Украина-11/16	USD	1 000	21.11.2016	11.88	0.75	-2.22	2.89	CCC	Caa3	CCC
Украина-07/17	USD	2 600	24.07.2017	11.80	0.40	-2.75	2.25	CCC	Caa3	CCC
Украина-11/17	USD	700	14.11.2017	11.00	0.56	-1.78	1.95	CCC	Caa3	CCC
Украина-20	USD	1 500	23.09.2020	10.29	0.35	-1.60	1.05	CCC	Caa3	CCC
Украина-21	USD	1 500	23.02.2021	10.28	0.33	-1.49	1.04	CCC	Caa3	CCC
Украина-22	USD	2 250	28.11.2022	9.90	0.19	-1.08	0.53	CCC	Caa3	CCC
Украина-23	USD	1 250	17.04.2023	9.31	0.94	-1.50	0.24	CCC	Caa3	CCC
Инфр. проекты-11/17	USD	568	03.11.2017	13.31	1.15	-2.95	-1.12	-	Caa3	-
Инфр. проекты-12/17	USD	550	07.12.2017	14.17	0.74	-2.65	2.99	-	(P)Caa3	-
Инфр. проекты-18	USD	690	20.04.2018	12.17	0.89	-2.34	-2.09	-	Caa3	-
Муниципальные										
Киев-15	USD	250	06.11.2015	25.37	1.96	0.76	13.00	CCC	Caa3	CCC
Киев-16	USD	300	11.07.2016	21.67	1.29	-1.23	8.96	CCC	Caa3	CCC
Банки										
VAB Bank-14	USD	112	14.06.2014	-	-	-	-	WD	Caa3	-
ПУМБ-14	USD	252	31.12.2014	24.03	-	-13.66	11.47	NR	Caa3	-
Укрэксимбанк-15	USD	750	27.04.2015	33.57	-	1.97	22.25	CCC	Caa3	-
Укрэксимбанк-16	USD	125	09.02.2016	-	-	-	-	C	Ca	-
Укрэксимбанк-18	USD	600	22.01.2018	14.98	-	-	2.85	CCC	Caa3	-
Ощадбанк-16	USD	700	10.03.2016	20.96	1.54	-3.11	9.03	CCC	Caa3	-
Ощадбанк-18	USD	500	20.03.2018	16.99	1.26	-0.89	4.69	CCC	Caa3	-
Приватбанк-15	USD	200	23.09.2015	31.37	0.00	-1.67	-	CCC	Caa3u	-
Приватбанк-16	USD	150	09.02.2016	33.69	5.27	3.11	10.63	-	Cau	-
Приватбанк-18	USD	175	28.02.2018	20.75	0.94	-2.92	3.72	CCC	Caa3u	-
Корпоративные										
Нафтогаз-14	USD	1 595	30.09.2014	32.18	-	-9.48	23.43	CCC	-	-
Авангард-15	USD	200	29.10.2015	11.60	-	-0.49	0.37	CCC	-	-
МХП-15	USD	235	29.04.2015	14.52	-	3.35	8.13	CCC	Caa2	-
МХП-20	USD	750	02.04.2020	13.50	-	0.99	3.10	CCC	-	CCC
ДТЭК-15	USD	200	28.04.2015	19.66	-	-5.02	11.08	CCC	Caa2	-
ДТЭК-18	USD	750	04.04.2018	13.92	-	-1.62	4.45	CCC	Caa2	-
Метинвест-15	USD	500	20.05.2015	16.45	-	-0.58	8.71	CCC	Caa2	-
Метинвест-18	USD	750	14.02.2018	12.17	-	-0.93	-0.02	CCC	Caa2	-
Мрия-16	USD	72	30.03.2016	15.91	-	-	-	CCC	-	CCC
Мрия-18	USD	400	19.04.2018	17.73	-	2.35	3.79	CCC	-	CCC
Феррэкспо-16	USD	500	07.04.2016	13.24	-	1.15	4.39	CCC	Caa2	CCC+
Укрзаализныця-18	USD	500	21.05.2018	16.46	-	-3.43	3.95	CCC	-	CCC
Укрлэндфарминг-18	USD	500	26.03.2018	18.11	-	0.85	-	CCC	-	CCC

Источник: Bloomberg

Приложение В

Рыночные мультипликаторы украинских компаний с листингом на международных биржах*

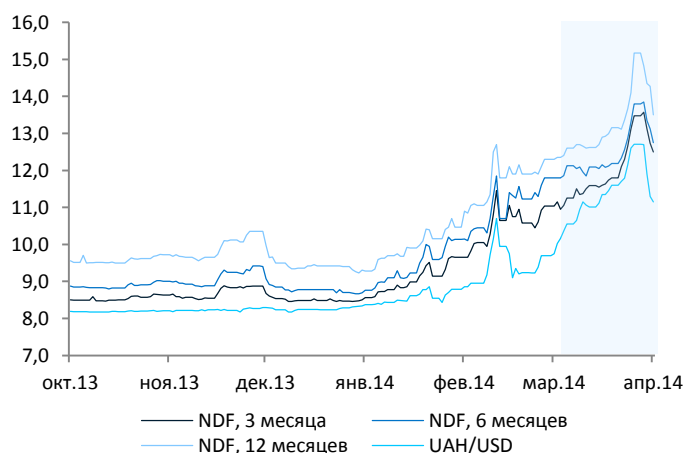
		Капитали- зация, млн. USD	EV/ EBITDA		EV/Продажи		Капитализация/ Собств. капитал		Капитализация/ Чистая прибыль		Чистый долг/ Собств. капитал	
Сектор / Компания	Тикер		2013	2014П	2013	2014П	2013	2014П	2013	2014П	2013	2014П
Сельское хозяйство												
Kernel	KER PW	758	4.8	3.4	0.6	0.4	0.5	0.5	9.3	4.1	0.40	0.29
MHP	MHPC LI	1 268	4.6	3.6	1.5	1.1	0.9	0.8	4.8	4.0	0.72	0.44
Mriya	MAYA GR	667	3.8	3.4	2.6	2.2	-	-	4.7	7.7	-	-
Astarta	AST PW	327	8.2	3.9	1.5	1.1	0.7	0.6	8.4	4.1	0.59	0.45
IMC	IMC PW	88	4.6	3.1	1.3	0.8	0.6	0.5	4.7	3.1	0.67	0.47
KSG Agro	KSG PW	24	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-
Agroton	AGT PW	15	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-
Медиана		-	4.6	3.4	1.5	1.1	0.7	0.6	4.8	4.1	0.63	0.45
Продукты питания												
Avangard	AVGR LI	621	2.0	1.3	0.8	0.5	0.4	0.4	3.1	2.8	-0.05	-0.15
Ovostar	OVO PW	136	5.6	3.4	1.9	1.4	1.1	0.9	5.3	3.7	0.16	0.10
Milkiland	MLK PW	77	3.9	3.4	0.4	0.4	-	-	3.8	4.3	-	-
UkrProduct	UKR LN	5	2.8	1.9	0.2	0.2	0.2	0.1	2.9	1.8	0.39	0.24
Медиана		-	3.4	2.6	0.6	0.5	0.4	0.4	3.4	3.2	0.16	0.10
Нефть и газ												
JKX Oil & Gas	JKX LN	167	2.1	2.1	1.0	0.9	-	-	12.9	6.0	-	-
Kulczyk Oil	KOV PW	234	2.1	1.5	1.3	1.0	1.4	1.1	5.9	4.1	-0.18	-0.19
Regal Petroleum	RPT LN	55	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-
Cadogan Petroleum	CAD LN	35	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-
Медиана		-	2.1	1.8	1.1	0.9	1.4	1.1	9.4	5.1	-0.18	-0.19
Угледобывающая промышленность												
Coal Energy	CLE PW	19	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-
Sadovaya Group	SGR PW	12	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-
Медиана		-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-
Металлургия и горная промышленность												
Ferrexpo	FXPO LN	1 485	4.5	4.9	1.3	1.3	0.8	0.7	6.0	7.3	0.30	0.25
Медиана		-	4.5	4.9	1.3	1.3	0.8	0.7	6.0	7.3	0.30	0.25
Недвижимость												
TMM	TR61 GR	10	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-
Медиана		-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-
Аккумуляторные батареи												
Westa ISIC	WES PW	8	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-
Медиана		-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-
Транспорт												
KDM Shipping	KDM PW	41	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-
Медиана		-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-

* по состоянию на 17.04.2014 г.

Источник: Bloomberg

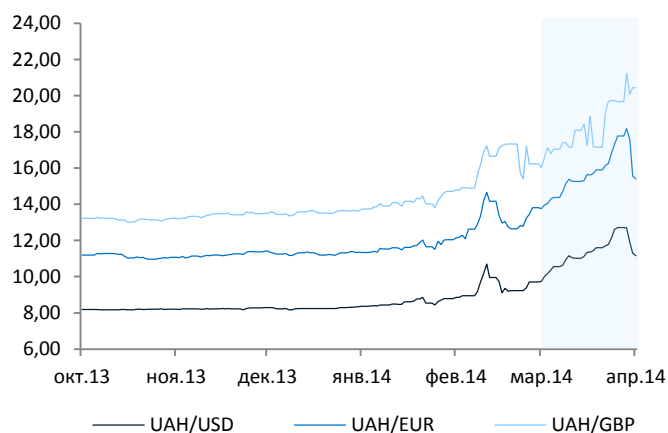
Приложение Г

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



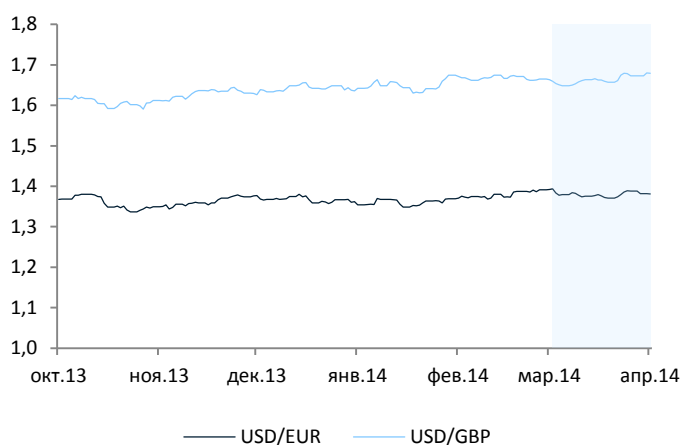
* беспоставочные форвардные контракты
Источник: Bloomberg

Спотовый курс гривны к основным мировым валютам



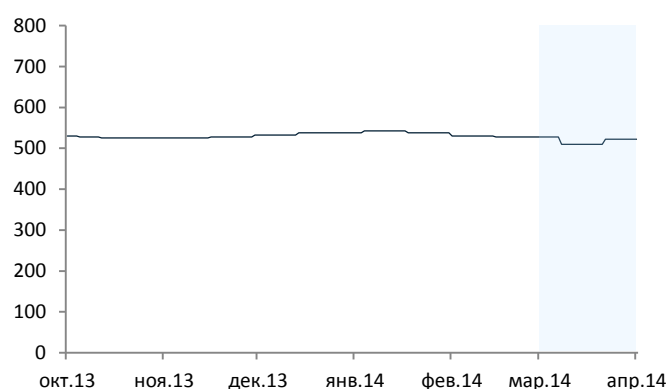
Источник: Bloomberg

Спотовый курс основных мировых валютных пар



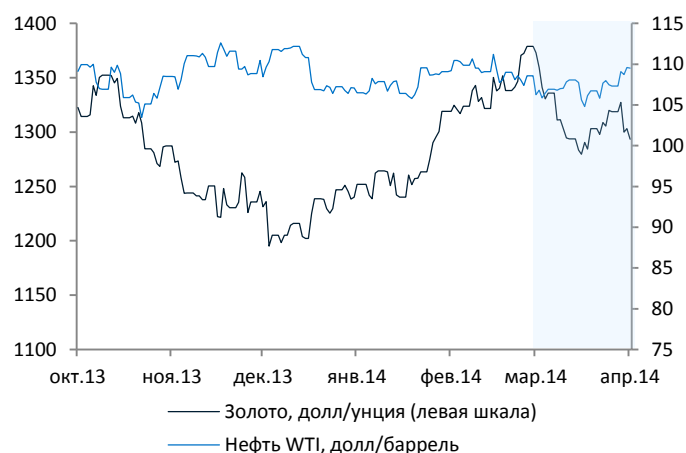
Источник: Bloomberg

Стоимость горячекатаного рулона, долл США/тонна*



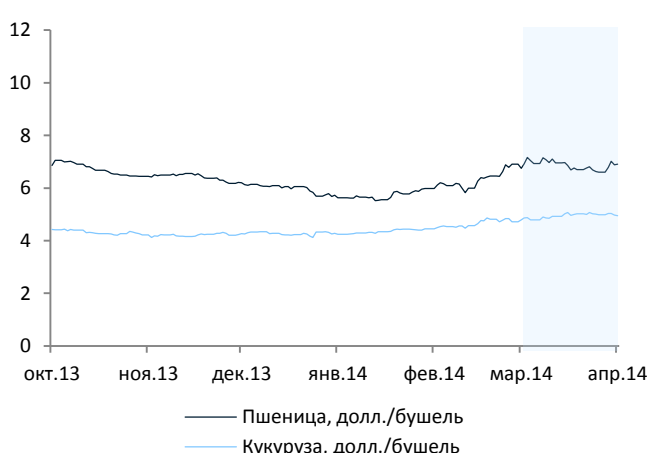
*цены FOB, порты Черного моря
Источник: Bloomberg

Динамика цен на золото и нефть



Источник: Bloomberg

Динамика фьючерсных контрактов на кукурузу и пшеницу



Источник: Bloomberg

Контакты

Генеральный директор**Ник Пиатца**

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.

