

Еженедельный обзор

- НБУ оставил учетную ставку равной 18.0%
- Украина разместила еврооблигации на 2 млрд \$
- Дефицит консолидированного бюджета в сентябре составил 20 млрд грн
- В сентябре выход основных секторов увеличился на 5.0% г/г

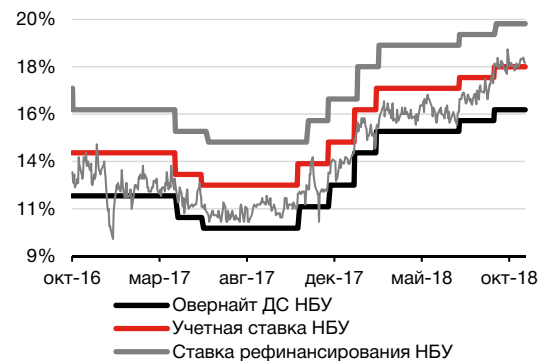
НБУ оставил учетную ставку равной 18.0%. Согласно официальному пресс-релизу, текущая монетарная политика уже является достаточно жесткой, чтобы обеспечить снижение инфляции до таргетируемых 5% к концу 2020 года. Сотрудничество Украины с МВФ в рамках новой программы SBA остается ключевым условием поддержания макроэкономической стабильности. Среди основных рисков повышения цен регулятор отмечает негативные инфляционные ожидания на фоне предстоящих выборов, возможное охлаждение мировой экономики, повышенные цены на энергоресурсы, и дальнейший отток капитала с развивающихся стран. НБУ также обновил прогнозы роста ИПЦ на 2018 и 2019 до 10.1% и 6.3%, соответственно (с 8.9% и 5.8% ранее).

Наш взгляд: Решение регулятора не оказалось для нас сюрпризом, учитывая недавнее достижение Украиной предварительного соглашения с МВФ и относительную стабильность на межбанковском валютном рынке в октябре. В то же время, мы отмечаем, что при текущей монетарной политике, спред между доходностями 24 месячных гривневых и долларовых ОВГЗ находится на уровне 11% годовых, чего может быть недостаточно для поддержания спроса на нацвалюту, с учетом последних доступных данных по ожидаемой инфляции бизнесом (банки: 11.5%). Таким образом, мы не исключаем дальнейших повышений учетной ставки, даже при условии продолжения сотрудничества страны с международными донорами. Наш прогноз данного показателя на конец года составляет 18.5%.

Украина разместила еврооблигации на 2 млрд \$. Согласно пресс-релизу Министерства финансов, объемы пятилетнего и десятилетнего выпусков составили 0.75 млрд \$ и 1.25 млрд \$, соответственно. Доходность бумаг установлена на уровне 8.994% и 9.750%. Привлеченные средства будут направлены на финансирование расходов государственного бюджета, а также на досрочное погашение полугодовых еврооблигаций, эмитированных в августе на сумму 725 млн \$.

Наш взгляд: Объем выпуска и прайсинг новых бумаг в целом соответствовали нашим ожиданиям, хотя размещение на 1.5 млрд \$ мы считали более вероятным. Как было озвучено нами ранее, для обслуживания внешнего долга Минфина и НБУ до конца 2019 года необходимо порядка 6 млрд \$ (включая купонные платежи). Таким образом, при условии своевременного поступления средств от международных доноров (3.9 млрд \$ от МВФ, 0.8 млрд \$ от Мирового банка и 1.0 млрд евро от ЕС), привлеченной суммы должно быть достаточно, чтобы избежать сокращения резервов. В то же время, учитывая предстоящую политическую турбулентность в период с марта по октябрь на фоне выборов (сначала президентских, а потом парламентских), мы не исключаем возможность проведения второго раунда размещений в 1кв19.

Динамика процентных ставок



Источник: НБУ

Дефицит консолидированного бюджета в сентябре составил 20 млрд грн. Показатель за 9м18 достиг -15 млрд грн или -0.6% от номинального ВВП. Доходы в этом месяце увеличились на 19% г/г в основном на фоне более высоких поступлений от НДС, НДСЛ и акцизов. Рост расходов существенно замедлился, составив, как и в августе, порядка 6%.

Наш взгляд: Основные показатели как расходной, так и доходной части бюджета оказались ниже наших ожиданий. Со стороны поступлений, мы не досчитались оставшихся трансфертов от НБУ на сумму 7 млрд грн (были отложены на следующие периоды), и сборов по НДС (в чистом виде), которые уменьшились на 6% м/м, несмотря на девальвацию гривны на 3%. Положительный вклад внесли лишь более высокие, чем предполагалось, поступления от сборов акцизов. Динамика расходов была знаменательна существенным сокращением субсидий в годовом выражении (с 5.6 млрд грн до 1.5 млрд грн – вероятно, в результате пересмотра условий их предоставления), а также общим замедлением отчислений по большинству категорий. По нашим подсчетам, рост затрат должен оставаться примерно на сентябрьском уровне на протяжении всего четвертого квартала, чтобы удержание дефицита на требуемом МВФ уровне в 2.6% от номинального ВВП стало реальностью. Как озвучивалось нами ранее, мы считаем, что вероятность выполнения данного условия является высокой.

Сводный госбюджет за 9м18, млрд грн

	сентябрь	г/г	9м18	г/г	ГП г/г
Доходы	88	19%	857	16%	14%
НДС	31	15%	268	20%	22%
Локальный НДС	5	-22%	60	27%	33%
Импортный НДС	27	26%	209	18%	20%
Налог на прибыль	2	116%	82	54%	22%
Акцизы	13	30%	89	10%	17%
НДСЛ	19	20%	164	24%	21%
Рента	4	-9%	34	-17%	-1%
Импортные пошлины	2	14%	19	10%	17%
Местные налоги	4	5%	44	14%	7%
Неналоговые доходы	11	24%	145	28%	4%
Трансферты НБУ	0	нс	45	49%	14%
Другое	1	7%	12	-71%	-46%
Расходы	107	6%	842	20%	20%
Обслуживание долга	19	-8%	87	-2%	18%
Гос. функции	5	3%	51	41%	35%
Оборона	7	6%	58	29%	19%
Безопасность и суды	10	24%	77	35%	26%
Экон. деятельность	13	29%	78	41%	57%
Коммун. хозяйство	3	41%	18	32%	10%
Медицина	10	4%	76	15%	11%
Образование	17	13%	145	20%	18%
Соц. обеспечение	21	-6%	229	16%	7%
Доходы ПФ	17	20%	145	29%	34%
Расходы ПФ	30	31%	265	37%	19%
Другое	3	30%	22	13%	23%
Чистый долг	0.28	нс	1.03	нс	240%
Дефицит¹	20	-27%	-15	нс	178%
% ВВП	нс	нс	-0.6%	1.4пп	1.9пп
Доходы центр бюджета	67	16%	669	15%	16%
Расходы центр бюджета	65	9%	455	22%	20%
Чистые трансферты	20	-7%	220	14%	13%
Доходы местн бюджетов	21	-7%	188	17%	18%
Расходы местн бюджетов	1	13%	386	18%	19%
Номинальный ВВП²	нд	нс	2,477	19%	19%

Примечание. ГП – годовой план Госказначейства (на 2018)

(1) Расходы минус доходы плюс чистое кредитование консолидированного бюджета

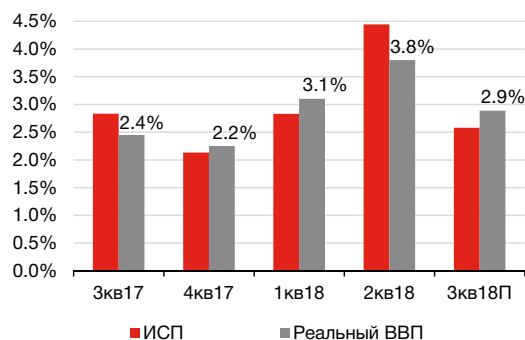
(2) Для расчетов использован наш прогноз

Источник: Государственная казначейская служба Украины, НБУ, ГССУ, Adamant Capital

В сентябре выход основных секторов увеличился на 5.0% г/г, согласно нашему расчетному индексу ИСП. Объемы промышленного производства сократились на 1.3% г/г (на 0.7% с учетом коррекции на сезонность), по сравнению с падением на 0.5% в прошлом месяце (календарный эффект был нулевым). Сельскохозяйственный сектор подскочил на 11.4% г/г после роста на 9.0% в августе. Объемы пассажирских перевозок увеличились на 3.3%, в то время как грузовые (включая трубопроводные) продемонстрировали спад на 4.1%. Строительство сократилось на 0.2% г/г, хотя инфраструктурные работы прибавили 11.7%.

Наш взгляд: Несмотря на сильный результат в этом месяце, консолидированный показатель оказался несколько ниже наших оценок, главным образом вследствие падения выхода промышленности, меньшего, чем ожидалось, урожая зерновых за период, и сокращения объемов транспортных услуг. Отрицательная динамика индустриального производства была вызвана календарным эффектом, снижением загрузки мощностей тепловой генерации электроэнергии (-16% г/г, в связи с более активной работой АЭС), а также сокращением продаж металлов на 1.3% (вероятно, как следствие продолжающихся задержек украинских кораблей в Керченском проливе). Грузооборот уменьшился в основном на фоне спада объемов транзита газа. Несмотря на более низкое значение индекса строительства в целом, положительная динамика реализации инфраструктурных проектов должна, по нашему мнению, привести к существенному увеличению реальной добавленной стоимости этого сектора (как и во 2кв18). В итоге, согласно нашим расчетам, индекс совокупного производства за 3кв18 вырос всего на 2.6% г/г, что заставляет нас понизить наш текущий прогноз роста реального ВВП за этот период на 30бп до 2.9%. В то же время, мы повышаем нашу оценку данного показателя для 4кв18 до 4.0% с 3.5% ранее, учитывая последние данные по урожаю кукурузы (согласно WASDE, общий объем должен увеличиться на 29% по сравнению с 2017). Таким образом, чистый результат для ожидаемой цифры за год, которая теперь равняется 3.5% (+10бп к озвученной ранее), оказался умеренно позитивным.

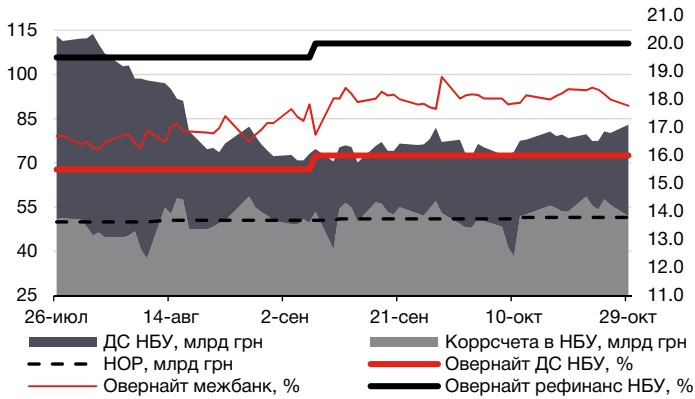
Динамика роста ИСП против реального ВВП



Примечание: Индекс совокупного производства - средневзвешенное значение промышленного производства, розничных и оптовых продаж, перевозок, строительства и выхода с/х продукции
Источник: ГССУ, Adamant Capital

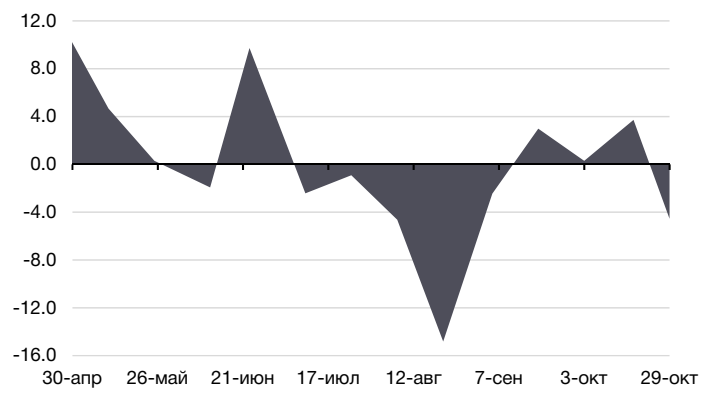
Приложение

Ликвидность банковской системы (лш) и ставки ЦБ по ДС (пш)



Источник: НБУ, Adamant Capital

Приток от Госказначейства и ФГВФЛ в систему¹, млрд грн

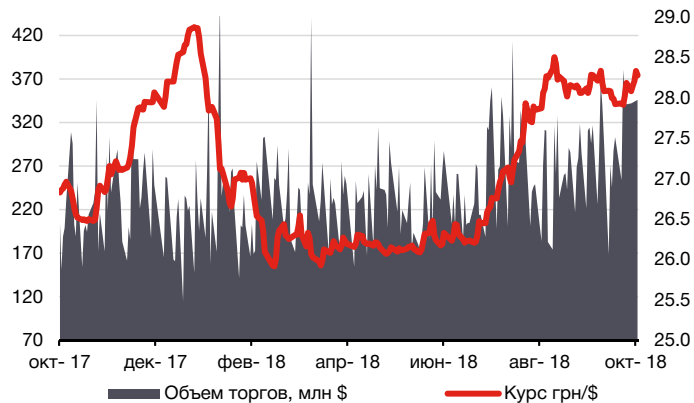


Точки на графике демонстрируют суммарные притоки по фискальному каналу за две недели
 (1) Банковская система
 Источник: НБУ

Ликвидность локального рынка (сумма коррсчетов в НБУ и депозитных сертификатов) увеличилась на 3.2 млрд грн до 82.9 млрд грн за неделю. Министерство финансов 30 октября разместило облигации в гривне с погашением в феврале 2019 с доходностью 19.0%, а также в долларах США с погашением в июне 2019 с доходностью 7.0%. Размещены были также облигации в евро с погашением в ноябре 2019 и доходностью 4.6%. Общие заимствования составили 14.8 млн грн, 37.0 млн \$ и 3.1 млн евро.

Межбанковский курс грн/\$ на этой неделе девальвировал на 0.1%, открывшись на отметке 28.15 и закрывшись к концу на уровне 28.18.

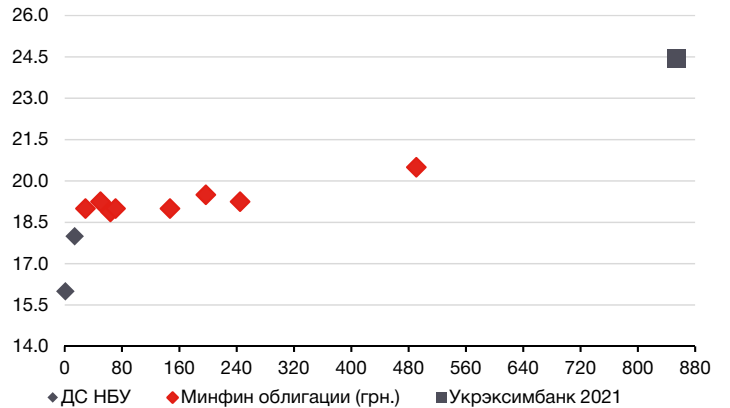
Курс валюты (пш) и объем межбанковских торгов (лш)



На основе официальных данных межбанковского рынка

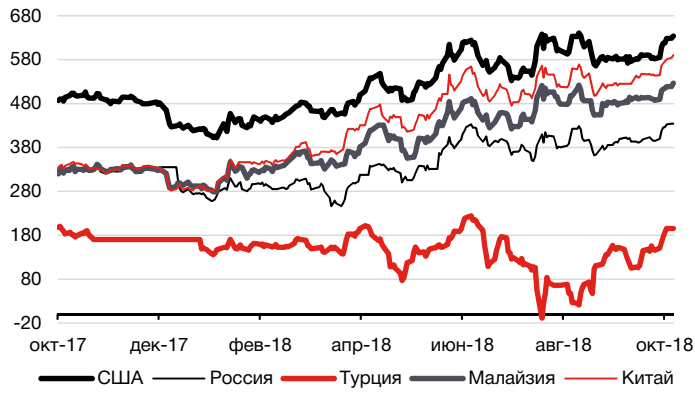
Источник: НБУ

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



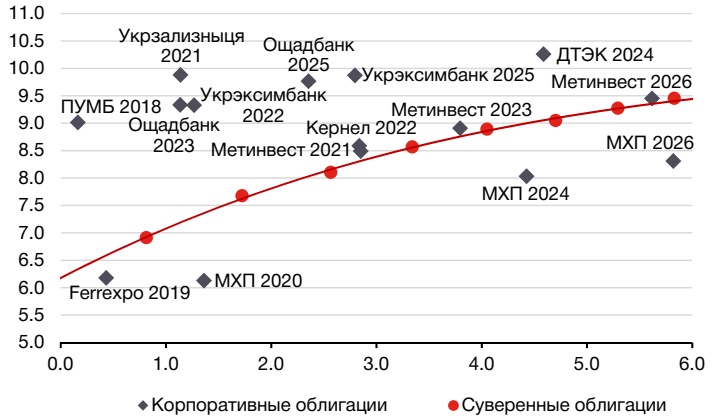
Источник: НБУ, Bloomberg, Adamant Capital

Премия 10 летней доходности Украины к другим странам, бп



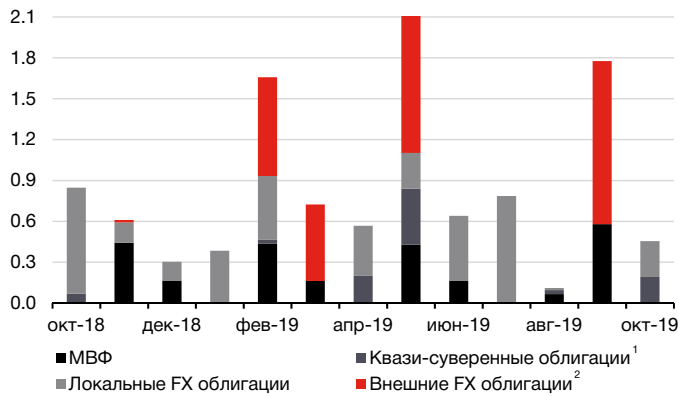
Источник: Bloomberg, Adamant Capital

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



Источник: Bloomberg, Adamant Capital

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



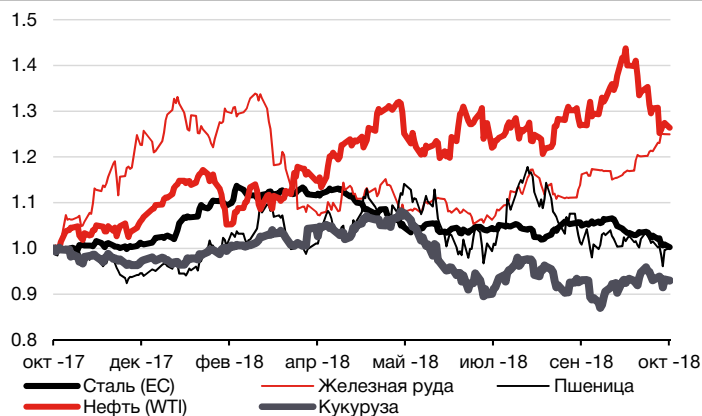
Процентные платежи включены в каждую категорию
 (1) Долг государственных банков, Укрзализныця и муниципалитетов
 (2) Включают кредитные гарантии США
 Источник: Bloomberg, Adamant Capital

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



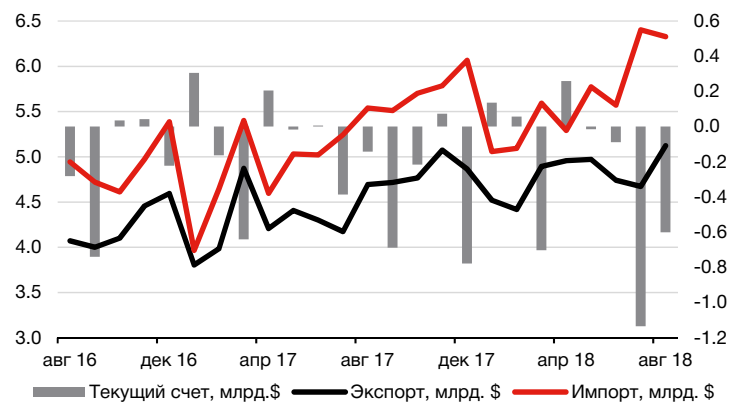
Процентные платежи включены в каждую категорию, амортизационные выплаты по локальным FX облигациям включены с сентября 2018
 (1) Долг государственных банков, Укрзализныця и муниципалитетов
 (2) Включают кредитные гарантии США
 Источник: Bloomberg, Adamant Capital

Мировые индексы цен на сырье



Все индексы приведены с базисом 1. Используются следующие котировки: North America HRC Spot; 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								
	1кв17	2кв17	3кв17	4кв17	2017	1кв18	2кв18	2018П
Рост реального ВВП, г/г %	2.8%	2.6%	2.4%	2.2%	2.5%	3.1%	3.8%	3.5%
Номинальный ВВП, млрд грн	591	665	833	894	2,983	700	807	3,536
Номинальный ВВП, млрд \$	22	26	32	33	112	26	31	129
Рост дефлятора ВВП, г/г % ¹	26.2%	20.9%	21.1%	20.9%	22.0%	14.9%	17.0%	14.6%
ИПЦ (средний за период), г/г %	14.0%	13.8%	16.1%	14.0%	14.5%	13.8%	11.6%	11.0%
ИПЦ (на конец периода), г/г %	15.1%	15.6%	16.4%	13.7%	13.7%	13.2%	9.9%	10.0%
Дефицит бюджета, % ВВП ^{1,2,6}	-0.7%	-7.2%	1.3%	9.4%	1.4%	0.4%	-1.6%	2.5%
Широкий дефицит бюджета, % ВВП ³	3.8%	-7.2%	4.0%	12.7%	4.1%	0.4%	-1.2%	2.6%
Государственный долг, % ВВП	77.4%	73.9%	72.7%	71.8%	71.8%	66.4%	61.8%	63.3%
Внешний государственный долг, % ВВП ⁴	46.9%	47.4%	46.5%	43.7%	43.7%	41.7%	38.7%	39.0%
Общий внешний долг, млрд \$	114	115	116	115	115	115	114	117
Экспорт товаров и услуг, млрд \$	12.6	12.9	13.6	14.9	60.8	13.8	14.6	54.8
Импорт товаров и услуг, млрд \$	13.7	14.2	15.9	17.0	54.0	15.7	16.6	65.1
Сальдо торгового баланса, млрд \$	-1.1	-1.3	-2.3	-2.1	6.8	-1.9	-2.0	-10.3
Текущий счет, млрд \$	-0.8	-0.3	-1.7	-1.0	-3.8	-0.7	0.0	-3.5
Финансовый счет, млрд \$ ⁵	-0.2	-1.9	-2.5	-1.7	-6.4	-0.4	-0.5	-3.5
Резервы НБУ, млрд \$	15.1	18.0	18.6	18.8	18.8	18.2	18.0	17.4
Средний курс на межбанке, грн/\$ ⁷	27.1	26.0	25.9	26.9	26.6	27.3	26.2	27.5
Курс на межбанке (на конец периода), грн/\$	27.0	26.0	26.6	28.1	28.1	26.3	26.3	29.0
Учетная ставка НБУ (на конец периода), %	14.0%	12.5%	12.5%	14.5%	14.5%	17.0%	17.0%	18.5%

(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 (бескупонная)	-	-	0.0	фев-19	11.3	96.5	0.1	0.3	725
Украина 2019	Держать	1-дек-16	7.8	сен-19	6.9	100.7	0.0	0.8	661
Украина 2023	Держать	1-дек-16	7.8	сен-23	8.9	95.6	-0.8	4.1	1,355
Украина 2027	Держать	1-дек-16	7.8	сен-27	9.5	89.8	-1.0	6.3	1,307
Украина 2032	Держать	1-дек-16	7.4	сен-32	9.5	83.5	-0.5	8.1	3,000
МХП 2024	Держать	23-окт-18	7.8	май-24	8.0	98.8	-0.5	4.4	500
МХП 2026	Держать	23-окт-18	7.0	апр-26	8.3	92.6	-0.4	5.8	550
ДТЭК 2024	Покупать	25-сен-18	10.8	дек-24	10.3	102.2	-0.8	4.6	1,344
Феррэкспо 2019	Покупать	9-окт-18	10.4	апр-19	6.2	101.8	-0.1	0.4	346
Метинвест 2023	Держать	9-окт-18	7.8	апр-23	8.9	95.8	-0.1	3.8	945
Метинвест 2026	Держать	9-окт-18	8.5	апр-26	9.4	95.0	-0.2	5.6	648
Укрлендфарминг в дефолте	Продавать	13-июн-17	10.9	мар-18	нс	20.6	-0.1	нс	543
Авангард в дефолте	Продавать	5-июн-18	10.0	окт-18	нс	20.5	0.0	нс	214
ПУМБ 2018	Покупать	7-авг-18	11.0	дек-18	9.0	100.3	0.0	0.2	59
ПриватБанк в дефолте (10.250)	-	-	10.3	янв-18	нс	22.0	-0.2	нс	160
ПриватБанк в дефолте (10.875)	-	-	10.9	фев-21	нс	22.5	0.6	нс	175
Ощадбанк 2023	Покупать	7-авг-18	9.4	мар-23	9.3	100.1	-0.4	1.1	700
Ощадбанк 2025	Покупать	7-авг-18	9.6	мар-25	9.8	99.3	-0.4	2.4	500
Укрэксимбанк 2021 (в гривне)	Покупать	7-авг-18	16.5	мар-21	25.7	84.4	-0.3	1.9	150
Укрэксимбанк 2022	Покупать	7-авг-18	9.6	апр-22	9.3	100.9	-0.5	1.3	750
Укрэксимбанк 2025	Покупать	7-авг-18	9.8	янв-25	9.9	99.4	-0.6	2.8	600
Укрзалізниця 2021	Покупать	9-окт-18	9.9	сен-21	9.9	100.0	-0.3	1.1	500
Кернел 2022	Покупать	23-окт-18	8.8	янв-22	8.6	100.4	-0.7	2.8	500

Источник: Bloomberg, Adamant Capital

Календарь событий на 2 недели		
Событие	Тип даты	Дата
НБУ - статистика по платежному балансу	Точная	31 окт
Приватбанк - финансовые результаты за 3кв18 МСФО	Индикативная	31 окт
ПУМБ - финансовые результаты за 3кв18 МСФО	Индикативная	31 окт
Метинвест - отчет за август	Индикативная	2 ноя
Метинвест - операционные результаты за 3кв и 9мес18	Индикативная	2 ноя
НБУ - статистика по международным резервам	Точная	7 ноя
ГССУ - статистика по инфляции	Точная	9 ноя

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 | fkf@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.