

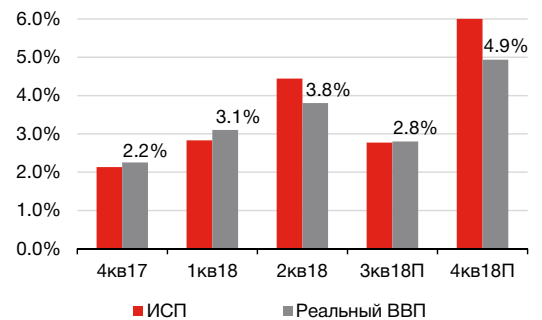
Еженедельный обзор

- В октябре выход основных секторов увеличился на 11.8% г/г
- Дефицит консолидированного бюджета в октябре сократился на 20 млрд грн м/м до нуля
- Ощадбанк выиграл иск против России о компенсации убытков на 1.3 млрд \$ в связи с аннексией Крыма
- Парламент принял государственный бюджет на 2019 год
- Украина ввела 30-дневное военное положение для приграничных с Россией и прибрежных областей

В октябре выход основных секторов увеличился на 11.8% г/г, согласно нашему расчетному индексу ИСП. Главным источником роста послужил сельскохозяйственный сектор, где объемы производства прибавили 28.5% г/г, преимущественно на фоне рекордного урожая кукурузы (+50% за период). Выход промышленности повысился на 1.4% г/г (на 0.3% с учетом коррекции на сезонность), по сравнению с сокращением на 1.3% в сентябре (на 0.7%, учитывая поправку). Объемы пассажирских и грузовых перевозок прибавили 3.2% г/г, в основном благодаря стремительно растущему спросу на авиатранспорт. Динамика розничных продаж замедлилась с сентября на 1.9 пп до 5.0%. Согласно нашим расчетам, объемы оптовой торговли продемонстрировали аналогичные показатели. Выход строительства увеличился на 5.8% г/г частично в связи с высокой активностью инфраструктурных работ (+9.6% г/г).

Наш взгляд: Консолидированный показатель оказался значительно выше наших предположений, преимущественно на фоне результатов сельскохозяйственного сектора. При этом, поскольку рост объемов производства произошел главным образом в связи со сдвигом уборочной кампании кукурузы на более раннюю дату относительно прошлого года, данная динамика частично является альтернативным распределением ожидаемого нами эффекта. В отношении промышленности, новые данные дают основания предполагать продолжение практически нулевого роста в течение нескольких следующих месяцев, поскольку значимые отклонения от этой отметки были в последнее время обусловлены лишь календарным эффектом. Объемы внутренней торговли также имеют хорошие шансы продлить уже намеченную траекторию, учитывая, что ритейл все еще находится на 10-15% ниже докризисного уровня (2013 год) в реальном измерении, а номинальные зарплаты населения в среднем повышаются. Выход транспортных услуг, по нашим оценкам, несколько прибавит на фоне расширения спроса на пассажирские авиаперелеты (+51% в октябре). Строительство также может продолжать демонстрировать положительные результаты, учитывая, что заложенные в госбюджет расходы на инфраструктурные работы исчерпаны лишь на 53% по состоянию на конец третьего квартала. В целом, показатели за октябрь позволяют нам повысить наш текущий прогноз роста реального ВВП за 4кв18 на 90 бп до 4.9%, а за год – на 20 бп до 3.7%.

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*

Дефицит консолидированного бюджета в октябре сократился на 20 млрд грн м/м до нуля. Показатель за 10м18 достиг -14 млрд грн или -0.5% от номинального ВВП. Доходы в этом месяце увеличились на 15% г/г, в основном на фоне более высоких поступлений от НДС, НДСФЛ и ренты. Рост расходов замедлился на 3.1 пп с сентября, составив лишь 3%.

Наш взгляд: Основные показатели как расходной, так и доходной части бюджета оказались несколько лучше наших ожиданий. Со стороны поступлений, государственную казну пополнили более высокие сборы по НДС (+23% м/м в чистом виде) благодаря одновременному росту вклада импортной составляющей на 15% м/м и сокращению возмещений на 18%. Такая ситуация стала возможной, в том числе, в связи с девальвацией нацвалюты в последние месяцы. Доходы местных бюджетов продемонстрировали исторический рекорд, составив 7.4 млрд грн. Динамика расходов была знаменательна существенным сокращением издержек на обслуживание долга (составили всего 5.8 млрд грн, против 12.2 млрд грн в прошлом году) и более низкими, чем ожидалось, трансфертами в пенсионный фонд, собственные поступления которого увеличились на 6% м/м. В целом, с учетом новых данных, мы оцениваем вероятность удержания дефицита на требуемом МВФ уровне (2.6% от ВВП) как очень высокую. Согласно нашим расчетам, годовые поступления могут превысить плановые показатели на сумму эквивалентную 0.3% от ВВП, а заложенные в документе затраты на обслуживание долга переоценены на 0.5% от ВВП.

Сводный госбюджет за 10м18, млрд грн

	октябрь	г/г 10м18	г/г	ПП г/г	г/г
Доходы	96	15%	953	16%	14%
НДС	38	28%	306	21%	22%
Локальный НДС	7	18%	67	26%	33%
Импортный НДС	31	31%	240	20%	20%
Налог на прибыль	2	1%	83	52%	22%
Акцизы	13	0%	102	9%	17%
НДСФЛ	20	24%	184	24%	22%
Рента	4	126%	39	-11%	-1%
Импортные пошлины	3	21%	22	12%	17%
Местные налоги	7	16%	51	14%	8%
Неналоговые доходы	9	-28%	153	23%	5%
Трансферты НБУ	0	нс	45	27%	14%
Другое	1	4%	13	-69%	-46%
Расходы	96	3%	938	18%	20%
Обслуживание долга	6	-52%	93	-8%	18%
Гос. функции	6	22%	57	39%	36%
Оборона	8	34%	67	29%	19%
Безопасность и суды	9	25%	86	34%	26%
Экон. деятельность	13	35%	91	40%	59%
Коммун. хозяйство	3	59%	22	36%	12%
Медицина	10	6%	85	14%	13%
Образование	18	22%	163	20%	18%
Соц. обеспечение	20	-20%	249	12%	7%
Доходы ПФ	18	25%	163	28%	34%
Расходы ПФ	30	3%	295	32%	19%
Другое	3	21%	25	14%	23%
Чистый долг	-0.16	нс	0.87	нс	240%
Дефицит¹	0	нс	-14	нс	183%
% ВВП	нс	нс	-0.5%	0.8пп	1.9пп
Доходы центр бюджета	72	18%	741	15%	16%
Расходы центр бюджета	51	-7%	507	18%	20%
Чистые трансферты	20	0%	240	13%	13%
Доходы местн бюджетов	21	1%	212	16%	19%
Расходы местн	45	16%	431	18%	20%
Номинальный ВВП²	нд	нс	2,837	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

Ощадбанк выиграл иск против России о компенсации убытков на 1.3 млрд \$ в связи с аннексией Крыма. Согласно официальному заявлению, слушание проводилось в международном арбитражном суде Парижа.

Наш взгляд: Хотя новость является однозначно положительной, Министерство юстиции РФ уже заявило о непризнании данного решения, что свидетельствует о потенциальных трудностях исполнения судебного приговора. Более того, на текущий момент возможности инициирования апелляции проигравшей стороной и реальные временные рамки ее рассмотрения остаются под вопросом (судебное разбирательство по данному иску тянулось 4 года).

Парламент принял государственный бюджет на 2019 год. Хотя окончательной версии закона еще нет в публичном доступе (некоторые правки во время второго чтения вносились непосредственно перед голосованием), доходы и расходы доработанного документа составили 1,026 млрд грн и 1,112 млрд грн, соответственно (на 20 млрд грн и 18 млрд грн больше, чем в изначальном проекте). Целевой уровень дефицита (90 млрд грн или 2.3% от ВВП) и предполагаемые ресурсы для его финансирования (74 млрд грн путем внутренних и внешних заимствований и 17 млрд грн от приватизации) остались без изменений.

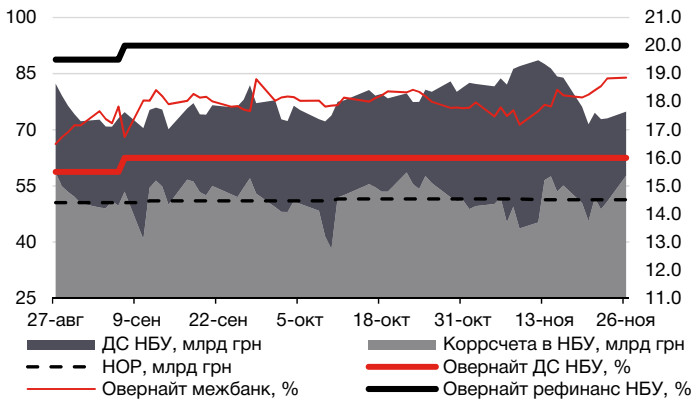
Наш взгляд: Хотя некоторые источники роста доходов с изначальной версии выглядят не до конца обоснованно (например, повышение плановых поступлений от налога на прибыль и от оказания госуслуг), общий подход к составлению документа остался консервативным. Согласно нашим расчетам, казна должна будет получить дополнительные 11.7% по сравнению с прошлым годом, что вполне соответствует инфляционным целям НБУ и возможному увеличению реального ВВП (мы считаем, что 2.5-3.0% является реалистичным). Кроме того, показатели за 10M18 свидетельствуют о потенциальном превышении плановых показателей реальными данными. В целом, мы считаем, что если финальный вариант закона не отличается кардинально от доработанного, то вероятность одобрения его МВФ является высокой. В случае такого развития событий Украине останется лишь повысить тарифы на отопление чтобы иметь возможность претендовать на первый транш SBA уже в декабре.

Украина ввела 30-дневное военное положение для приграничных с Россией и прибрежных областей. Согласно соответствующим законам, данная мера фактически позволяет властям ограничивать некоторые права и свободы граждан в экстренных случаях. Речь идет о лимитированном передвижении населения в стратегически важных территориях, введении комендантского часа и даже об использовании частной собственности для нужд обороны. В ходе пресс-конференции Президент заявил, что данные действия будут рассмотрены только в случае полномасштабного наземного вторжения РФ на материковую часть. До момента принятия резолюции, парламент проголосовал за назначение президентских выборов на 31 марта. Пресс-служба офиса МВФ в Киеве сообщила, что у Фонда нет формальных юридических запретов, препятствующих продолжению сотрудничества в свете последних событий.

Наш взгляд: Учитывая, что принятая мера вряд ли повлияет на повседневную жизнь граждан при условии отсутствия дальнейшей эскалации военных действий со стороны РФ и, что международные доноры готовы продолжать сотрудничество с Украиной, мы оцениваем экономический эффект последних событий как незначительный. Тем не менее, как внешние так и внутренние инвесторы в активы страны отреагировали на данные новости отрицательно: в течение 48 часов спред по доходности десятилетних еврооблигаций Украины к США вырос на 50 бп, а гривна девальвировала на 1%.

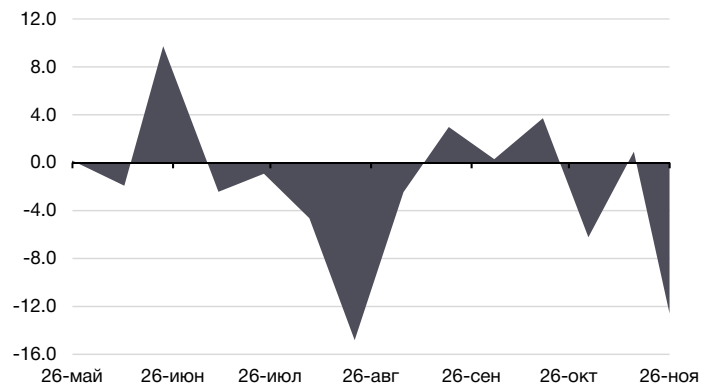
Приложение

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



Источник: НБУ, Adamant Capital

Приток от Госказначейства и ФГВФЛ в систему¹, млрд грн

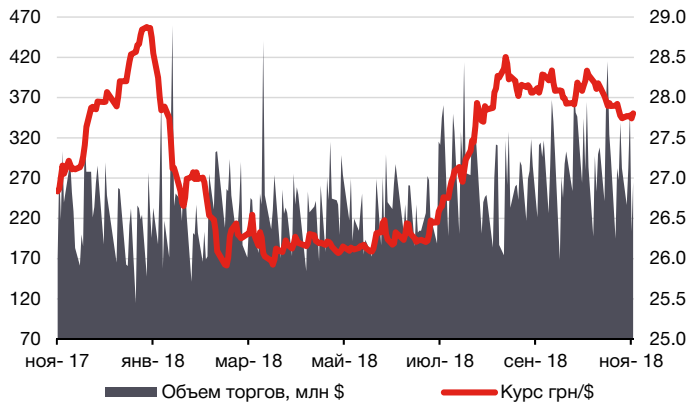


Точки на графике демонстрируют суммарные притоки по фискальному каналу за две недели
(1) Банковская система
Источник: НБУ

Ликвидность локального рынка (сумма коррсчетов в НБУ и депозитных сертификатов) сократилась на 1.3 млрд грн до 74.8 млрд грн за неделю. Министерство финансов 27 ноября разместило облигации в гривне с погашением в феврале и мае 2019 с доходностью 19.0% и 18.5%, соответственно. Общие заимствования составили 48.1 млн грн.

Межбанковский курс грн/\$ на этой неделе девальвировал на 1.2%, открывшись на отметке 27.77 и закрывшись к концу на уровне 28.10.

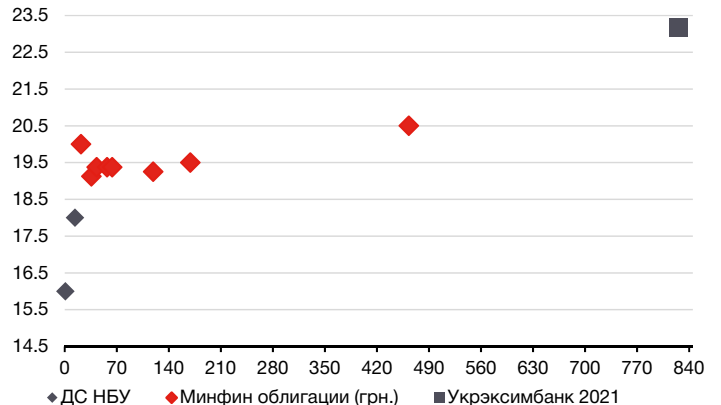
Курс валюты (пш) и объем межбанковских торгов (лш)



На основе официальных данных межбанковского рынка

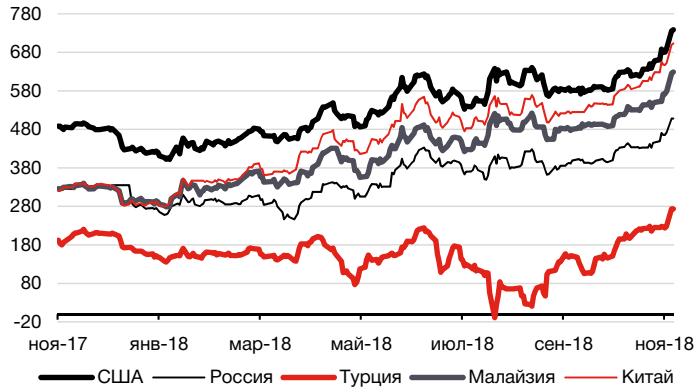
Источник: НБУ

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



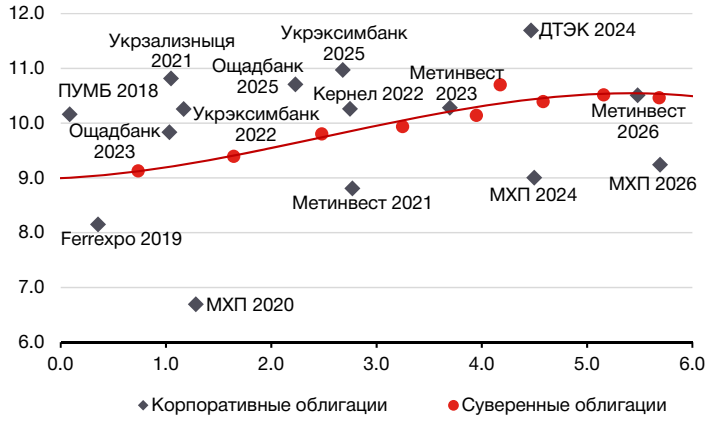
Источник: НБУ, Bloomberg, Adamant Capital

Премия 10 летней доходности Украины к другим странам, бп



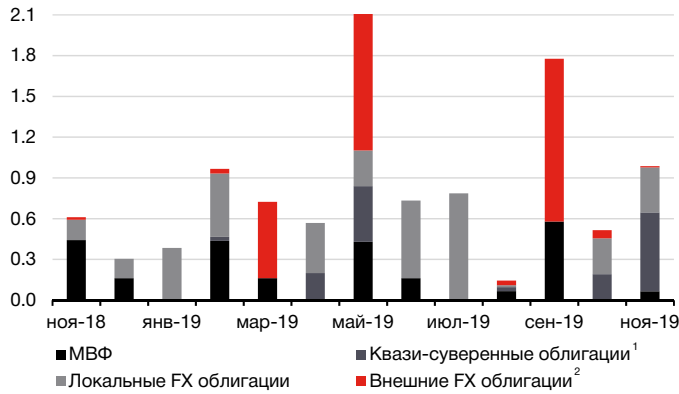
Источник: Bloomberg, Adamant Capital

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



Источник: Bloomberg, Adamant Capital

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



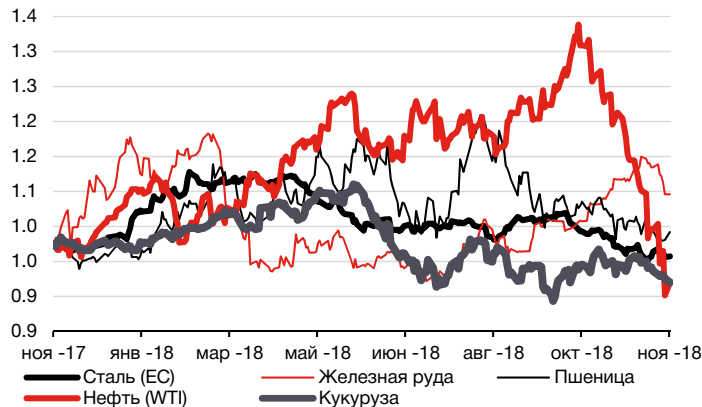
Процентные платежи включены в каждую категорию
 (1) Долг государственных банков, Укрзалізниця и муниципалитетов
 (2) Включают кредитные гарантии США
 Источник: Bloomberg, Adamant Capital

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



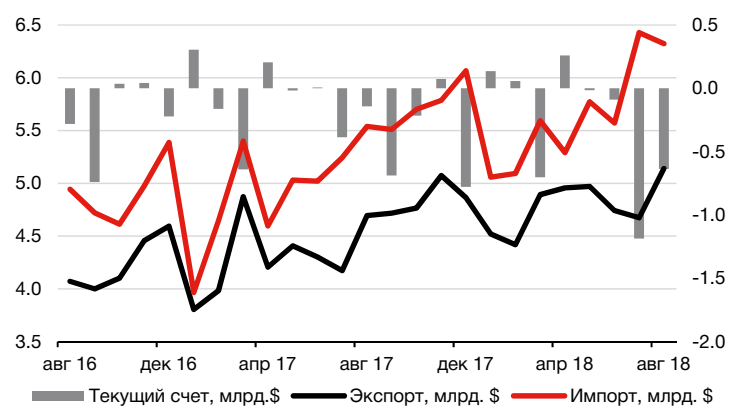
Процентные платежи включены в каждую категорию, амортизационные выплаты по локальным FX облигациям включены с сентября 2018
 (1) Долг государственных банков, Укрзалізниця и муниципалитетов
 (2) Включают кредитные гарантии США
 Источник: Bloomberg, Adamant Capital

Мировые индексы цен на сырье



Все индексы приведены с базисом 1. Используются следующие котировки: 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								
	3кв17	4кв17	2017	1кв18	2кв18	3кв18П	4кв18П	2018П
Рост реального ВВП, г/г %	2.4%	2.2%	2.5%	3.1%	3.8%	2.8%	4.9%	3.7%
Номинальный ВВП, млрд грн	833	894	2,983	700	807	969	1,082	3,559
Номинальный ВВП, млрд \$	32	33	113	26	31	35	38	130
Рост дефлятора ВВП, г/г % ¹	21.1%	20.9%	22.0%	14.9%	17.0%	13.2%	15.3%	15.1%
ИПЦ (средний за период), г/г %	16.1%	14.0%	14.5%	13.8%	11.6%	8.9%	10.4%	11.2%
ИПЦ (на конец периода), г/г %	16.4%	13.7%	13.7%	13.2%	9.9%	8.9%	11.0%	11.0%
Дефицит бюджета, % ВВП ^{1,2,6}	1.3%	9.4%	1.4%	0.4%	-1.7%	-0.4%	9.2%	2.6%
Широкий дефицит бюджета, % ВВП ³	4.0%	12.7%	4.1%	0.4%	-1.2%	-0.4%	9.2%	2.7%
Государственный долг, % ВВП	72.7%	71.8%	71.8%	66.4%	61.8%	62.7%	62.8%	62.8%
Внешний государственный долг, % ВВП ⁴	46.5%	43.5%	43.5%	41.7%	38.7%	38.0%	38.2%	38.2%
Общий внешний долг, млрд \$	116	115	115	115	114	114	117	117
Экспорт товаров и услуг, млрд \$	13.6	14.7	53.9	13.8	14.7	14.4	15.7	58.6
Импорт товаров и услуг, млрд \$	16.3	17.6	62.5	15.7	16.6	19.1	18.2	69.7
Сальдо торгового баланса, млрд \$	-2.7	-2.9	-8.6	-1.9	-2.0	-4.7	-2.5	-11.1
Текущий счет, млрд \$	-1.2	-0.9	-2.4	-0.5	0.2	-3.5	-0.6	-4.5
Финансовый счет, млрд \$ ⁵	-2.1	-1.6	-5.0	-0.2	-0.4	-2.8	-2.1	-5.5
Резервы НБУ, млрд \$	18.6	18.8	18.8	18.2	18.0	16.6	18.9	18.9
Средний курс на межбанке, грн/\$ ⁷	25.9	26.9	26.5	27.3	26.2	27.4	28.5	27.3
Курс на межбанке (на конец периода), грн/\$	26.6	28.1	28.1	26.3	26.3	28.3	29.0	29.0
Учетная ставка НБУ (на конец периода), %	12.5%	14.5%	14.5%	17.0%	17.0%	18.0%	18.5%	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	Держать	-	7.8	сен-19	9.1	99.0	-0.4	0.7	661
Украина 2023	Держать	-	7.8	сен-23	10.1	91.1	-1.9	3.9	1,355
Украина 2024	Держать	-	9.0	фев-24	10.7	93.4	-3.1	4.2	750
Украина 2027	Держать	-	7.8	сен-27	10.5	84.4	-2.6	6.2	1,307
Украина 2028	Держать	-	9.8	ноя-28	11.0	92.6	-2.8	6.4	1,250
Украина 2032	Держать	-	7.4	сен-32	10.3	78.6	-2.0	7.8	3,000
МХП 2024	Держать	20-ноя-18	7.8	май-24	9.0	94.7	-2.4	4.5	500
МХП 2026	Держать	20-ноя-18	7.0	апр-26	9.2	88.0	-2.4	5.7	550
ДТЭК 2024	Держать	13-ноя-18	10.8	дек-24	11.7	95.9	-1.8	4.5	1,344
Феррэкспо 2019	Покупать	9-окт-18	10.4	апр-19	8.1	100.7	-0.5	0.4	346
Метинвест 2023	Держать	6-ноя-18	7.8	апр-23	10.3	91.2	-2.8	3.7	945
Метинвест 2026	Держать	6-ноя-18	8.5	апр-26	10.5	89.8	-3.0	5.5	648
Укрлендфарминг в дефолте	Продавать	13-июн-17	10.9	мар-18	нс	13.3	-0.1	нс	543
Авангард в дефолте	Продавать	5-июн-18	10.0	окт-18	нс	20.4	0.0	нс	214
ПУМБ 2018	Покупать	6-ноя-18	11.0	дек-18	10.2	100.1	0.0	0.1	59
ПриватБанк в дефолте (10.250)	-	-	10.3	янв-18	нс	21.1	0.0	нс	160
ПриватБанк в дефолте (10.875)	-	-	10.9	фев-21	нс	22.5	0.0	нс	175
Ощадбанк 2023	Покупать	6-ноя-18	9.4	мар-23	9.8	98.4	-1.2	1.0	700
Ощадбанк 2025	Покупать	6-ноя-18	9.6	мар-25	10.7	95.1	-2.5	2.2	500
Укрэксимбанк 2021 (в гривне)	Покупать	6-ноя-18	16.5	мар-21	24.2	87.0	0.0	1.9	150
Укрэксимбанк 2022	Покупать	6-ноя-18	9.6	апр-22	10.3	98.2	-1.3	1.2	750
Укрэксимбанк 2025	Покупать	6-ноя-18	9.8	янв-25	11.0	94.6	-2.1	2.7	600
Укрэлизныця 2021	Покупать	9-окт-18	9.9	сен-21	10.8	97.8	-1.8	1.0	500
Кернел 2022	Покупать	23-окт-18	8.8	янв-22	10.3	96.0	-2.0	2.7	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
Метинвест - отчет за сентябрь	Индикативная	29 ноя
НБУ - статистика по платежному балансу	Точная	30 ноя
НБУ - статистика по международным резервам	Точная	7 дек
ГССУ - статистика по инфляции	Точная	10 дек

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.