



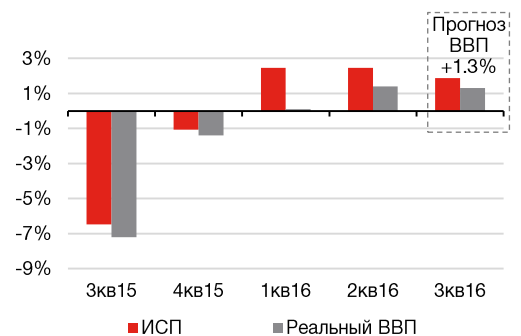
## Еженедельный обзор

- Промышленное производство и внутренняя торговля в августе выросли на 3.4% и 7.2% г/г соответственно, в то время как продукция сельского хозяйства сократилась на 0.9%
- Министерство финансов опубликовало проект сводного бюджета на 2017 год
- Украина разместила 5-летние еврооблигации под гарантии США на 1 млрд. \$ по ставке 1.47%
- Укрзалізниця (Ukrainian Railway) объявила о техническом дефолте по своим бумагам LPN со сроком погашения в 2021

**Промышленное производство и внутренняя торговля в августе выросли на 3.4% и 7.2% г/г соответственно, в то время как продукция сельского хозяйства сократилась на 0.9%**, согласно данным ГССУ и нашим подсчетам. В месячном сопоставлении индустриальное производство уменьшилось на 0.8%, что, значительно выше сезонной динамики (среднее падение за 2010-16 составило 2.7%). Перерабатывающая промышленность увеличилась на 5.5% г/г, тогда как добывающие отрасли уменьшили выход на 1.7% по сравнению с августом прошлого года. Розничная и оптовая торговля показали существенный рост на 8.8% и 7.2% г/г соответственно.

**Наш взгляд.** С учетом календарного эффекта, который, по всей видимости, позволил перерабатывающей промышленности проработать на два рабочих дня больше чем в прошлом году, индустриальное производство увеличилась всего на 1.5% г/г. Рост рассчитываемого нами индекса совокупного производства (ИСП) за июль-август составил 1.9%, что совместно с, вероятно, нулевой динамикой в финансовом секторе, дает основания предполагать, что рост реального ВВП в 3кв16 составит ожидаемые нами 1.3%.

**Рост ИСП и реального ВВП Украины, %**



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

**Министерство финансов опубликовало проект сводного бюджета на 2017 год.** Согласно предполагаемым расчетам рост доходов и расходов составит 21% и 17% г/г соответственно, а дефицит выйдет на уровень 76 млрд. грн. или 2.9% от номинального ВВП, который будет покрыт за счет 60 млрд. грн. займа (в основном внешнего) и 17 млрд. грн. поступлений от приватизации. Проект закона позволяет проводить дополнительные размещения облигаций в целях докапитализации государственных банков и фонда гарантирования вкладов физлиц, но не Нафтогаза. Предельный размер гарантированного государством долга установлен на уровне 31.7 млрд. грн.

**Наш взгляд.** Несмотря на то, что запланированный дефицит государственного бюджета (2.9%) соответствует прогнозной цифре МВФ (3.1%), опубликованной в новом меморандуме, мы считаем, что ожидаемое правительством увеличение доходов на 21% г/г является слишком оптимистичным, даже с учетом предполагаемой инфляции на уровне 12.7%. Например, отмена субсидий для сельхозпроизводителей, которая заявлена как ключевой фактор увеличения поступлений от НДС, по нашим расчетам может обеспечить рост в реальном измерении равный 4-5%, что значительно ниже 8-9% заложенных в бюджете. Также несколько нереалистичным выглядит план увеличения доходов от местных налогов на 66% г/г в условиях отсутствия подлинных изменений в системе налогообложения. В целом, мы ожидаем, существенного пересмотра документа в ближайшие несколько месяцев.

**Сводный бюджет Украины 2017**

|                            | 2017       | 2016       | Г/Г        |
|----------------------------|------------|------------|------------|
| <b>Доходы</b>              | <b>877</b> | <b>727</b> | <b>21%</b> |
| НДС                        | 282        | 233        | 21%        |
| Налог на прибыль           | 64         | 51         | 24%        |
| Акцизы                     | 110        | 82         | 34%        |
| НДФЛ                       | 151        | 117        | 29%        |
| Рента                      | 55         | 65         | -15%       |
| Импортные пошлины          | 22         | 19         | 16%        |
| Местные налоги             | 46         | 28         | 66%        |
| Трансферты НБУ             | 41         | 38         | 8%         |
| Прибыль госпредприятий     | 36         | 36         | -1%        |
| Другое                     | 71         | 59         | 20%        |
| <b>Расходы</b>             | <b>946</b> | <b>810</b> | <b>17%</b> |
| Обслуживание долга         | 112        | 100        | 12%        |
| Государственные функции    | 50         | 41         | 21%        |
| Оборона                    | 67         | 61         | 10%        |
| Безопасность и суды        | 74         | 63         | 18%        |
| Экономическая деятельность | 107        | 66         | 63%        |
| Коммунальное хозяйство     | 22         | 14         | 53%        |
| Медицина                   | 77         | 70         | 10%        |
| Образование                | 137        | 124        | 10%        |
| Социальное обеспечение     | 289        | 250        | 16%        |
| Другое                     | 12         | 22         | -45%       |
| Дефицит, % ВВП             | -2.9%      | -4.1%      | 1.2пп      |
| Среднегодовая инфляция     | 12.7%      | 13.7%      | -1пп       |
| Обменный курс, грн/\$      | 27.2       | 25.6       | 6%         |
| Рост реального ВВП         | 3.0%       | 1.0%       | 2пп        |
| Номинальный ВВП, млрд. грн | 2,585      | 2,262      | 14%        |

Источник: ВРУ, Казначейство, Adamant Capital

**Украина разместила 5-летние еврооблигации под гарантии США на 1 млрд. \$ по ставке 1.47%.** Согласно ранее озвученным условиям, получение гарантий стало возможным в связи с решением МВФ выделить Украине третий транш по программе расширенного финансирования.

**Наш взгляд:** Данный выпуск облигаций стал третьим из серии 5-летних размещений, гарантированных USAID (первые два были осуществлены в мае 2014 и 2015 годов). В целом, мы считаем, что новость является нейтральной, поскольку США озвучили готовность поддерживать украинский долг в случае выполнения условий МВФ еще в мае.

---

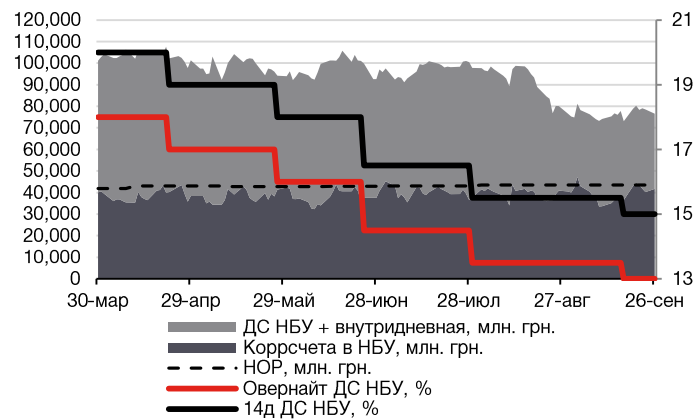
**Укрзализныця (Ukrainian Railway) объявила о техническом дефолте по своим бумагам LPN (ноты кредитного участия) со сроком погашения в 2021 году,** согласно сообщению, разосланному кредиторам. Дефолт произошел из-за просрочки выплат в размере 283 млн. \$ по локальному долгу, из которых 108 млн. \$ изначально были получены Донецкой железной дорогой (частично расположена на неподконтрольной Украине территории). Эмитент заверил, что работает совместно с Кабинетом министров для исправления ситуации и готовит проект соглашения с кредиторами, в котором попросит держателей бумаг согласиться на определенные ограничения и поправки к основному кредитному договору.

**Наш взгляд:** Мы считаем, что дефолт Укрзализныцы по 283 млн. \$ локального долга произошел по двум основным причинам. Во-первых, компания не располагает операционным контролем над Донецкой железной дорогой, а во-вторых, задержки с получением разрешения правительства на реструктуризацию, не позволили ей завершить переговоры с банками до окончания срока установленного в кредитном соглашении (14 сентября). Таким образом, мы ожидаем, что эмитент попросит кредиторов исключить обязательства на 108 млн. \$, полученных Донецкой железной дорогой, из условий кросс-дефолта и предоставить компании больше времени для завершения реструктуризации по остальной сумме. В целом, мы расцениваем новость как нейтральную для держателей LPN (ноты кредитного участия), поскольку она не несет никаких негативных последствий для доходов компании и ее способности обслуживать долговые обязательства.

---

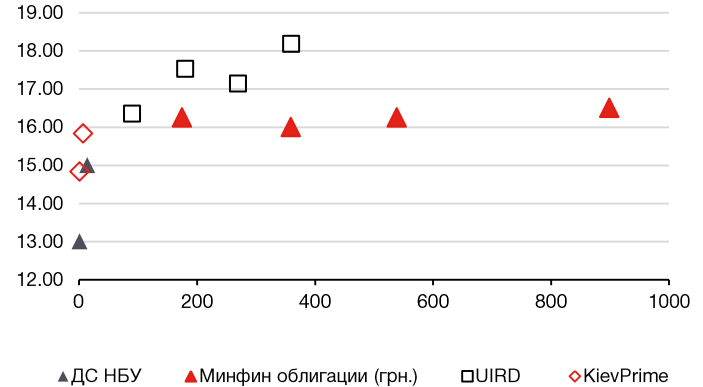
## Приложение

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



Источник: НБУ, Adamant Capital

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

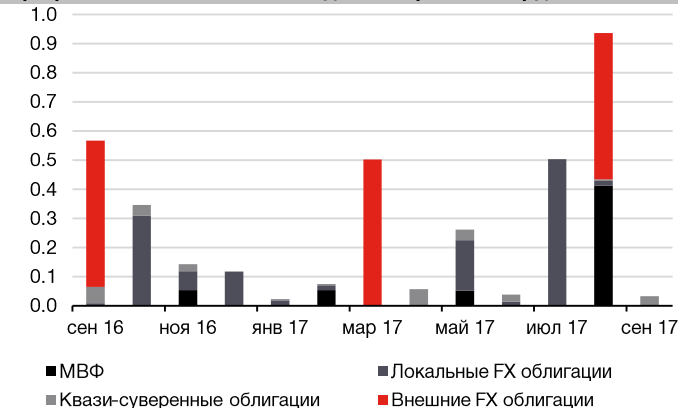


Источник: НБУ, Bloomberg, Adamant Capital

**Ликвидность локального рынка** (сумма коррсчетов в НБУ, депозитных сертификатов и других внутридневных изменений) снизилась на 2.2 млрд. грн. до 76.5 млрд. грн. за неделю. 27 сентября Министерство финансов провело аукцион по размещению ОВГЗ номинированных в гривне и индексных ОВГЗ (с привязкой к курсу грн/\$). Гривневые ОВГЗ были размещены на сумму 25.0 млн. грн. с доходностью 16.00% и со сроком погашения в 2018 году. Индексные ОВГЗ были размещены на сумму 5.0 млрд. грн. с доходностью 6.50% и погашением в 2023 году.

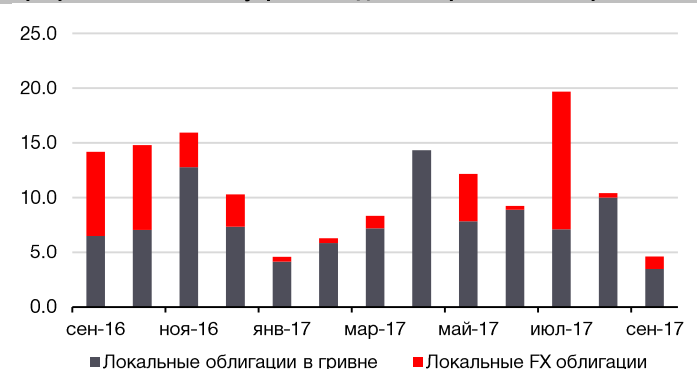
**Межбанковский курс грн./\$** на этой неделе немного ослаб, открывшись в начале недели на отметке 25.76 и закрывшись к концу на уровне 25.90. Девальвация составила 0.5%

График погашения внешнего долга Украины, млрд. \$



Квази-суверенный долг включает тело и проценты облигации государственных банков, Укрзапозначки и муниципалитетов  
Источник: Bloomberg, Adamant Capital

График погашения внутреннего долга Украины, млн. грн.

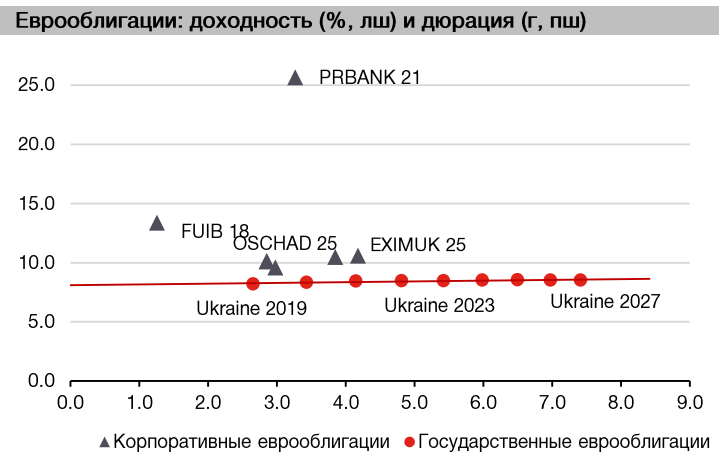


По курсу грн./\$ на уровне 25; EUR/\$ курс на уровне 1.15

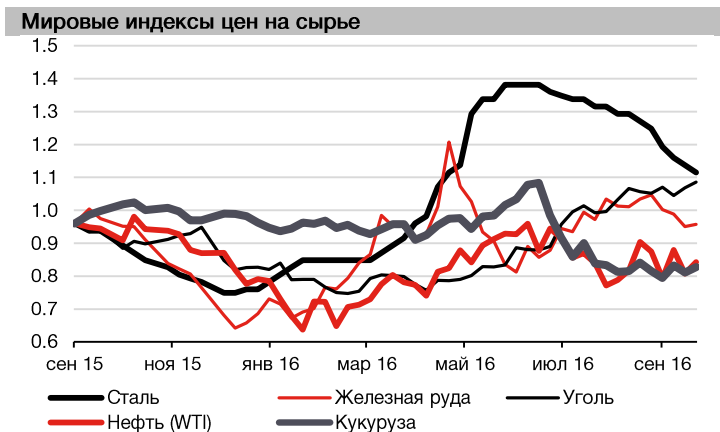
Источник: Минфин



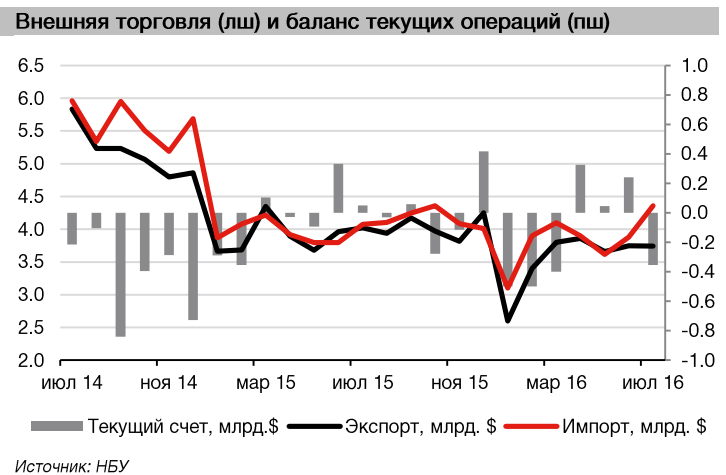
На основе официальных данных межбанковского рынка  
Источник: НБУ



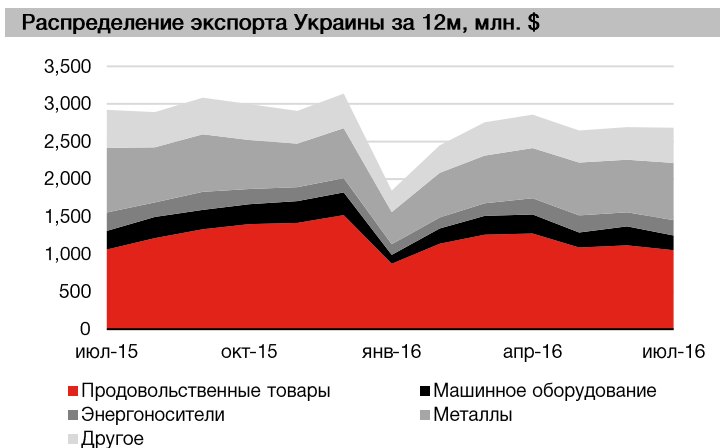
Источник: Bloomberg, Adamant Capital



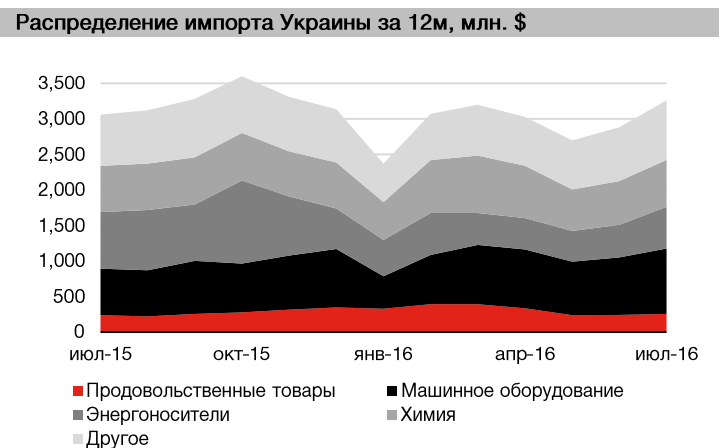
Источник: Bloomberg, Adamant Capital



Источник: НБУ



Источник: НБУ



Источник: НБУ

| Основные макроэкономические показатели           |        |        |       |        |       |       |       |       |
|--------------------------------------------------|--------|--------|-------|--------|-------|-------|-------|-------|
|                                                  | 2014   | 2кв15  | 3кв15 | 4кв15  | 2015  | 1кв16 | 2кв16 | 2016П |
| Рост реального ВВП, г./г. %                      | -1.6%  | -14.7% | -7.2% | -1.4%  | -9.9% | 0.1%  | 1.3%  | 1.0%  |
| Номинальный ВВП, млрд. грн.                      | 1,567  | 455    | 564   | 585    | 1,979 | 453   | 532   | 2,273 |
| Номинальный ВВП, млрд. \$                        | 132    | 21     | 25    | 25     | 90    | 18    | 21    | 89    |
| Рост дефлятора ВВП, г./г. % <sup>1</sup>         | 14.8%  | 42.0%  | 40.0% | 33.9%  | 40.2% | 20.5% | 15.2% | 13.7% |
| ИПЦ (средний за период), г./г. %                 | 12.1%  | 58.9%  | 53.3% | 45.4%  | 48.5% | 38.8% | 8.1%  | 13.7% |
| ИПЦ (на конец периода), г./г. %                  | 24.9%  | 57.5%  | 51.9% | 43.3%  | 43.3% | 32.7% | 6.9%  | 8.9%  |
| Дефицит бюджета, % ВВП <sup>1,2</sup>            | -4.6%  | -0.4%  | 3.6%  | -10.8% | -1.6% | -0.1% | -2.6% | -2.9% |
| Широкий дефицит бюджета, % ВВП <sup>3</sup>      | -13.6% | -10.3% | 1.7%  | -10.8% | -5.8% | -0.1% | -2.6% | -3.7% |
| Государственный долг, % ВВП                      | 52%    | 84.2%  | 82.8% | 79.4%  | 79.4% | 76.4% | 78%   | 78.0% |
| Внешний государственный долг, % ВВП <sup>4</sup> | 31%    | 42.2%  | 49.2% | 47.8%  | 47.8% | 50.0% | 49.4% | 52.3% |
| Общий внешний долг, млрд. \$                     | 137.1  | 125.7  | 125.1 | 125.1  | 118.7 | 117.4 | 115.0 | 130.0 |
| Экспорт товаров и услуг, млрд. \$                | 68.5   | 11.6   | 12.3  | 12.2   | 47.8  | 9.9   | 11.3  | 48.0  |
| Импорт товаров и услуг, млрд. \$                 | 73.8   | 11.7   | 12.7  | 12.9   | 49.5  | 11.0  | 11.4  | 49.5  |
| Сальдо торгового баланса, млрд. \$               | -5.3   | -0.1   | -0.4  | -0.7   | -1.7  | -1.1  | -1.5  | 0.5   |
| Текущий счет, млрд. \$                           | -5.3   | 0.3    | 0.2   | -0.3   | -0.2  | -1.0  | 0.9   | 0.5   |
| Капитальный и финансовый счет, млрд. \$          | 8.0    | -0.2   | -1.0  | -1.1   | -0.6  | 0.6   | 0.3   | 1.5   |
| Резервы НБУ, млрд. \$                            | 7.5    | 10.3   | 12.8  | 13.3   | 13.3  | 13.5  | 14.0  | 17.9  |
| Средний курс на межбанке, грн./\$ <sup>5</sup>   | 11.9   | 21.8   | 22.4  | 22.9   | 21.9  | 25.8  | 25.2  | 25.6  |

(1) Квартальные показатели рассчитываются при помощи данных за прошлые 12 мес.

(2) Исключает весь дефицит не включенный в официальный 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) На основе официальных данных НБУ без взвешивания на объемы торговли

Источник: НБУ, ГССУ, Минфин, МВФ, Adamant Capital

| Индикативные цены еврооблигаций и их доходность |       |           |            |       |          |             |                |        |  |
|-------------------------------------------------|-------|-----------|------------|-------|----------|-------------|----------------|--------|--|
| Название облигации                              | Купон | Погашение | Доходность | Bid   | Δ неделя | Дюрация, г. | Объем, млн. \$ | Валюта |  |
| Украина 2019                                    | 7.8   | Сен-19    | 8.2        | 98.9  | -0.3     | 2.7         | 1,743          | USD    |  |
| Украина 2023                                    | 7.8   | Сен-23    | 8.5        | 96.4  | -0.7     | 5.4         | 1,355          | USD    |  |
| Украина 2027                                    | 7.8   | Сен-27    | 8.5        | 94.6  | -0.6     | 7.4         | 1,307          | USD    |  |
| МХП 2020                                        | 8.3   | Апр-20    | 9.6        | 96.1  | 0.0      | 3.0         | 750            | USD    |  |
| ДТЭК 2018 (7.875)                               | 7.9   | Апр-18    | -          | 66.8  | 2.7      | -           | 793            | USD    |  |
| ДТЭК 2018 (10.375)                              | 10.4  | Мар-18    | -          | 66.8  | 2.3      | -           | 156            | USD    |  |
| Феррэкспо 2019                                  | 10.4  | Апр-19    | 11.4       | 97.8  | 0.0      | 1.8         | 160            | USD    |  |
| Метинвест 2016                                  | 10.3  | Май-16    | -          | 78.1  | 1.9      | -           | 89             | USD    |  |
| Метинвест 2017                                  | 10.5  | Ноя-18    | -          | 78.3  | 3.6      | -           | 304            | USD    |  |
| Метинвест 2018                                  | 8.8   | Фев-18    | -          | 78.2  | 2.3      | -           | 795            | USD    |  |
| Укрлендфарминг 2018                             | 10.9  | Мар-18    | 117.1      | 32.5  | 2.5      | 1.4         | 521            | USD    |  |
| Авангард 2018                                   | 10.0  | Окт-18    | 142.7      | 15.3  | 0.4      | 1.7         | 213            | USD    |  |
| ПУМБ 2018                                       | 11.0  | Дек-18    | 13.4       | 95.5  | 0.5      | 1.3         | 197            | USD    |  |
| ПриватБанк 2018 (10.250)                        | 10.3  | Янв-18    | 24.3       | 85.0  | 0.0      | 0.8         | 200            | USD    |  |
| ПриватБанк 2018 (10.875)                        | 10.9  | Фев-18    | 26.6       | 82.3  | -0.3     | 1.3         | 175            | USD    |  |
| ПриватБанк 2021                                 | 11.0  | Фев-21    | 25.7       | 62.8  | 0.0      | 3.3         | 220            | USD    |  |
| Ощадбанк 2023                                   | 9.4   | Мар-23    | 10.1       | 96.6  | -0.4     | 2.9         | 700            | USD    |  |
| Ощадбанк 2025                                   | 9.6   | Мар-25    | 10.5       | 95.4  | -0.3     | 3.8         | 500            | USD    |  |
| Укрэксимбанк 2022                               | 9.6   | Апр-22    | 10.1       | 98.1  | -0.7     | 2.9         | 750            | USD    |  |
| Укрэксимбанк 2025                               | 9.8   | Янв-25    | 10.6       | 95.5  | -0.9     | 4.2         | 600            | USD    |  |
| Укрзалізниця 2021                               | 9.9   | Сен-21    | 10.82      | 96.44 | 0.2      | 2.8         | 500            | USD    |  |

Данные на 27 сентября, 2016

Источник: Bloomberg

| Календарь событий на 2 недели                       |              |        |
|-----------------------------------------------------|--------------|--------|
| Событие                                             | Тип даты     | Дата   |
| Метинвест – месячный отчет за июль                  | Индикативная | 28-Сен |
| ДТЭК – операционные и финансовые результаты за 1п16 | Точная       | 29-Сен |
| НБУ – месячная статистика по платежному балансу     | Индикативная | 27-Сен |
| Фергехро – финансовые результаты за 3кв16           | Точная       | 5-Окт  |
| НБУ – статистика по международным резервам          | Индикативная | 7-Окт  |
| ГССУ – месячная статистика по инфляции              | Точная       | 7-Окт  |

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

Константин Вьюшинский | vka@adamant-capital.com  
Юрий Созинов | urs@adamant-capital.com

### Аналитика

Константин Фастовец | fks@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 отчет 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 копирована или воспроизведена без предварительного согласия Adamant Capital.