



Еженедельный обзор

- Реальный ВВП Украины в 3кв16 вырос на 1.8% г/г
- ИПЦ в октябре вырос на 2.8% м/м и на 12.4% г/г
- Fitch повысило долгосрочный РДЭ Украины в иностранной валюте с уровня “ССС” до “В-”
- Дефицит сводного бюджета на 2017 год пересмотрен с 2.9% до 3.2% от ВВП
- В 3кв16 чистая прибыль Укрэксимбанка составила 36 млн \$
- В 3кв16 чистая прибыль Ощадбанка составила 6 млн \$

Реальный ВВП Украины в 3кв16 вырос на 1.8% г/г, согласно предварительным данным ГССУ.

Наш взгляд: Опубликованное значение превысило наши собственные ожидания всего на 0.1пп, прогнозы НБУ на 0.2 пп, и совпало с консенсусом агентства Bloomberg. По нашим расчетам показатель за 9мес16 увеличился до 1.2% г/г, что в целом согласуется с нашей оценки роста индекса за год (также 1.2%). По сравнению с 3кв12, реальный ВВП сократился на 17% (без учета территории Крыма и зоны АТО).

Квартальный рост реального ВВП Украины

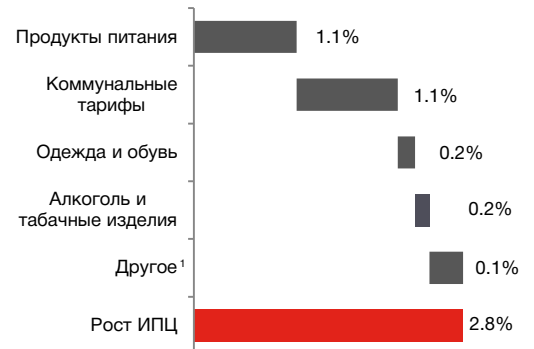


Источник: ГССУ, Adamant Capital

Индекс потребительских цен в октябре составил 2.8% м/м, что на 12.4% выше прошлогоднего уровня, согласно официальным данным ГССУ. Основными факторами ускорения инфляции стали рост цен на продовольственные товары (1.8% м/м) и коммунальные услуги, в особенности, на отопление (+43% м/м).

Наш взгляд: В октябре уровень инфляции оказался выше наших прогнозов преимущественно в силу неожиданного скачка цен на яйца (51% м/м), вклад которого в общий рост индекса составил 0.6пп. Поскольку двукратное повышение цен на горячую воду и отопление не полностью отразилось в индексе за октябрь, мы ожидаем, что рост ИПЦ продолжится и в ноябре, составив порядка 1.5%. Мы корректируем наш прогноз по инфляции к концу 2016 года и в среднем за период до 11.5% и 13.8%, соответственно.

Вклад в рост ИПЦ основных категорий



(1) Включает поправку на разницу в примененных и опубликованных весах категорий расходов в потребительской корзине
Источник: ГССУ, Adamant Capital

Fitch повысило долгосрочный рейтинг дефолта эмитента (РДЭ) Украины в иностранной валюте с уровня “ССС” до “В-” со стабильным прогнозом. Согласно пресс-релизу, новый рейтинг отразил ослабление давления на резервы НБУ и улучшение общей макроэкономической ситуации. В 2016 году агентство ожидает, что рост реального ВВП составит 1.1%, дефицит текущего счета 2.5% от ВВП; среднегодовая инфляция 14.9%, и общий государственный долг 74% от ВВП (89% включая гарантии).

Наш взгляд: Хотя изменения рейтинга и было неожиданным, результат нас не удивил, учитывая существенное улучшение макроэкономических показателей за последние 12 месяцев. Мы ожидаем соответствующего повышения РДЭ для ряда корпоративных эмитентов (например МХП, Ferrexpo, и государственных банков), рейтинги которых сейчас ограничены страновым потолком Украины.

Дефицит сводного бюджета на 2017 год пересмотрен с 2.9% до 3.2% от ВВП. В подготовленном ко второму чтению документе Кабмин предлагает увеличить вдвое (до 3,200 грн) минимальную заработную плату, ожидая таким образом повысить поступления от НДС на 16.4 млрд грн, ЕСВ на 14.7 млрд грн, и понести дополнительных 28.0 млрд грн расходов на повышения компенсаций госслужащих. Трансферты от НБУ были увеличены на 4.0 млрд грн, а расходы на множество мелких статей суммарно на 2.8 млрд грн.

Наш взгляд: Мы считаем, что предложенные изменения еще больше повышают риски невыполнения доходной части по сравнению с предыдущей редакцией. Теперь размер дефицита будет зависеть не только, к примеру, от успешного выполнения плана по сбору акцизов (+34% г/г) после существенного повышения ставок, но и от значительного увеличения и выхода из тени зарплатного фонда, который будет всячески стараться обойти принудительное повышение минимальной компенсации. По нашим расчетам, в последнем варианте закона размер доходов бюджета достигнет максимальной за последние десять лет отметки равной 35% от номинального ВВП. Учитывая, что в проект, скорее всего, больше не будет внесено существенных правок, мы видим высокие риски увеличения фискального дефицита в 2017 году.

В 3кв16 чистая прибыль Укрэксимбанка составила 36 млн \$. Процентный доход и показатель чистой процентной маржи (NIM) снизились на 21% до 25 млн \$ и на 0.5 пп до 2.1%, соответственно (в основном в силу сокращения выплат по финансовым инструментам). Чистые комиссии уменьшились на 10% кв/кв до 6млн \$, вновь составив незначительную часть от общих доходов. Банк дополнительно признал РВПС на сумму 136 млн \$, что втрое больше показателя предыдущего квартала, но смог компенсировать возникшие убытки доходами от активов, оцениваемых по справедливой стоимости (в частности ОВДП с привязкой к валютному курсу). Размер NPL (кредиты просроченные на 90 дней и более) и обесцененных кредитов снизился на 7% и 5% кв/кв, что привело к росту коэффициентов покрытия обеих категорий резервами (до 106% и 65%, соответственно). Размер депозитов снизился на 5% кв/кв до 1.2 млрд. \$, в то время, как среднее падение по системе составило 1%. Коэффициент CAR по стандарту Базель I вырос на 2.1 пп до 11.1%, благодаря направлению чистой прибыли на увеличение капитала (18%).

Наш взгляд: Как мы и ожидали, Укрэксимбанк продолжает направлять новую прибыль на формирование РВПС, все более повышая качество кредитного портфеля. Учитывая уже относительно низкие риски последнего, а также постоянную поддержку государства, мы больше не считаем обоснованным текущий спрэд доходности бумаг эмитента к суверену на уровне 200 бп (хотя и не видим конкретных механизмов, которые приведут к его сужению ближайшее время). Таким образом, мы повышаем нашу рекомендацию по облигациям Укрэксимбанка до уровня “покупать”.

Сводный бюджет 2017 (2 чтение), млрд. грн					
	2017ч2	2017ч1	2ч/1ч	2016	2ч/16
Доходы	903	877	3%	727	24%
НДС	289	282	2%	233	24%
Налог на прибыль	61	64	-5%	51	18%
Акцизы	110	110	0%	82	34%
НДФЛ ¹	167	151	11%	117	43%
Рента	55	55	0%	65	-15%
Импорт. пошлины	22	22	0%	19	16%
Местные налоги	46	46	0%	28	66%
Трансферты НБУ	45	41	10%	38	18%
Прибыль ГП ²	37	36	4%	36	4%
Другое	71	71	0%	59	20%
Расходы	977	946	3%	810	21%
Дефицит	82.8	77.5	0.1	93.0	-0.1
% ВВП	3.2%	3.0%	0.2пп	4.1%	0.9пп
Номинальный ВВП	2,585	2,585	0%	2,262	14%

(1) Включает в себя 5.5 млрд грн поступлений в центральный бюджет и 10.9 млрд грн в местные бюджеты

(2) Прибыль и дивиденды госпредприятий

Источник: ВРУ, Казначейство, Adamant Capital

Результаты Укрэксимбанка за 3кв16, млн. \$					
	3кв16	2кв16	кв/кв	1кв16	3кв/1кв
Процентный доход	25	32	-21%	32	-21%
Комиссионные	6	7	-10%	7	-10%
Отчисления РВПС ¹	-136	-46	нс	-49	нс
Прибыль	36	1	нс	-53	нс
Активы	5,915	6,153	-4%	6,000	-1%
Капитал	231	195	18%	179	29%
Кредиты	3,867	4,032	-4%	3,896	-1%
РВПС ¹	1,726	1,786	-3%	1,726	0%
% кредитов СЛ ²	30%	28%	2пп	30%	1пп
Депозиты	3,115	3,295	-5%	3,177	-2%
% депозитов СЛ ³	47%	39%	8пп	48%	-1пп
NIM ⁴	2.1%	2.6%	-1пп	2.9%	-1пп
CIR ⁵	2%	нс	нс	13%	нс
CAR (Basel I)	11.1%	9.0%	2пп	8.2%	3пп
NPLs ⁶	1,622	1,752	-7%	1,780	-9%
% NPLs	42%	43%	-2пп	46%	-4пп
Обесцененные ⁷	2,646	2,797	-5%	2,462	7%
% обесцененных	68%	69%	-1пп	63%	5пп
LLR/обесцененные	65%	64%	1пп	70%	-5пп
LLR/NPL	106%	102%	5пп	97%	9пп

(1) РВПС – резервы на возможные потери по ссудам

(2) Процент кредитов, выданных связанным лицам

(3) Процент депозитов, выданных связанным лицам

(4) Чистая процентная маржа – сумма чистого процентного дохода, деленная на генерирующие проценты активы; долларовый эквивалент в годовом измерении

(5) Соотношение операционных расходов к операционной прибыли

(6) Кредиты просроченные более 90 дней

(7) Обесцененные кредиты

Источник: данные компании, Adamant Capital

В 3кв16 чистая прибыль Ощадбанка составила 6 млн \$, оставшись на уровне предыдущего квартала. Процентный доход сократился на 21% до 52 млн \$, снизив показатель чистой процентной маржи на 0.5 пп до 2.0%. Комиссионный доход вырос на 6%. Размер депозитов увеличился на 1% кв/кв, в то время, как среднее падение по системе составило 1%. Размер NPL (кредиты просроченные на 90 дней и более) сократился на внушительные 12% до 1.9 млрд \$ или 43% от кредитного портфеля, в то время как количество обесцененных кредитов практически не изменилось кв/кв (67% от портфеля). Отчисления в РВПС составили 82 млн \$, что привело к увеличению показателей покрытия резервами NPL и обесцененных кредитов до 101% (+15 пп) и 67% (+4 пп), соответственно. Коэффициент CAR по стандарту Базель I прибавил 1.7 пп кв/кв и составил 12.7%.

Наш взгляд: По сравнению с предыдущим кварталом, доходы банка, с одной стороны, увеличились благодаря переоценке финансовых инструментов, оцениваемых по справедливой стоимости (+152 млн \$, по всей видимости, в связи с 4% девальвацией и снижением учетной ставки НБУ на 1.5 пп), а с другой, уменьшились, вследствие понесения убытков от курсовых разниц (открытая валютная позиция на конец сентября составляет - 1.2 млрд \$). Примечательным является тот факт, что руководство решило увеличить размер РВПС (+4% кв/кв) несмотря на существенное сокращение NPL (-12% кв/кв), что может свидетельствовать о желании банка занижать прибыль ради получения дополнительного финансирования от государства. В любом случае, мы считаем, что учитывая нынешнее качество кредитного портфеля, текущий спрэд между доходностями облигаций эмитента и суверенной кривой должен быть меньше текущих 200 бп. Как следствие, мы повышаем нашу рекомендацию по бумагам до отметки “покупать”.

Результаты Ощадбанка 3кв16 (МСФО), млн. \$

	3кв16	2кв16	кв/кв	1кв16	3кв/1кв
Процентный доход	52	66	-21%	70	-26%
Комиссионные	21	20	6%	19	15%
Отчисления РВПС ¹	-82	-111	нс	25	нс
Переоценка ФИ ²	152	2	нс	23	нс
Курсовые разницы	-49	73	нс	-119	нс
Прибыль	6	6	13%	4	44%
Активы	7,383	7,448	-1%	6,896	7%
Капитал	587	580	1%	507	16%
Кредиты	4,454	4,551	-2%	4,399	1%
РВПС ¹	40%	40%	0пп	39%	1пп
% кредитов СЛ ³	1,946	1,878	4%	1,776	10%
Депозиты	4,979	4,949	1%	4,278	16%
% депозитов СЛ ⁴	25%	27%	-2пп	26%	-2пп
NIM ⁵	2.0%	2.5%	0пп	2.8%	-1пп
CIR ⁶	30%	58%	-27пп	38%	-8пп
CAR (Basel I)	12.7%	11.0%	2пп	9.4%	3пп
NPLs ⁷	1,919	2,173	-12%	2,055	-7%
Обесцененные ⁸	2,889	2,927	-1%	2,976	-3%
% NPLs	43%	48%	-5пп	47%	-4пп
% обесцененных	67%	64%	3пп	66%	1пп
LLR/NPL	101%	86%	15пп	86%	15пп
LLR/обесцененные	65%	64%	1пп	61%	4пп

(1) РВПС – резервы на возможные потери по ссудам

(2) Переоценка финансовых инструментов, оцениваемых по справедливой стоимости

(3) Процент кредитов, выданных связанным лицам

(4) Процент депозитов, выданных связанным лицам

(5) Чистая процентная маржа – сумма чистого процентного дохода, деленная на генерирующие проценты активы; долларовый эквивалент в годовом измерении

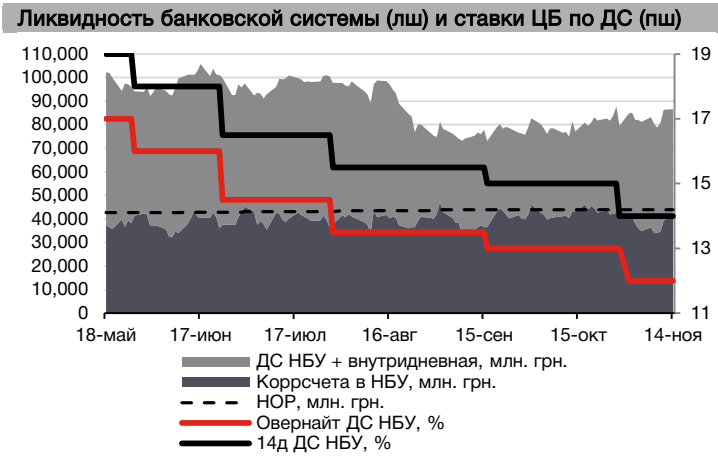
(6) Соотношение операционных расходов к операционной прибыли

(7) Кредиты просроченные более 90 дней

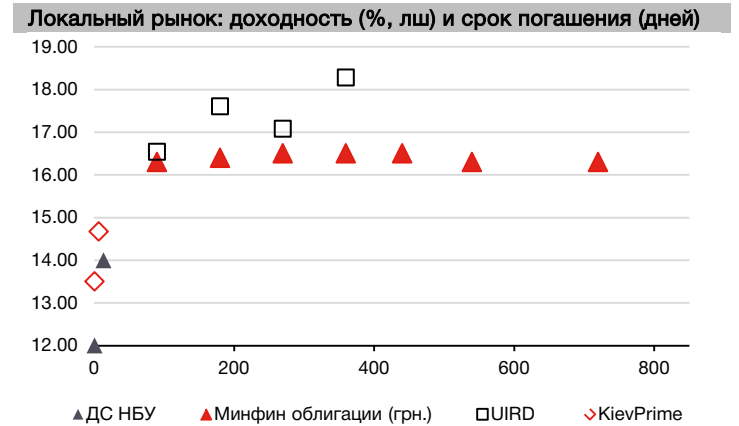
(8) Обесцененные кредиты

Источник: данные компании, Adamant Capital

Приложение



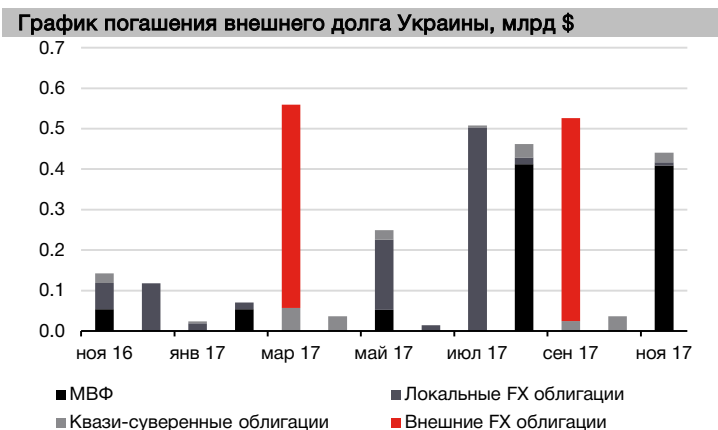
Источник: НБУ, Adamant Capital



Источник: НБУ, Bloomberg, Adamant Capital

Ликвидность локального рынка (сумма коррсчетов в НБУ, депозитных сертификатов и других внутридневных изменений) увеличилась на 5.1 млрд грн до 86.3 млрд грн за неделю. 15 ноября Министерство финансов провело аукцион по размещению ОВГЗ со сроками погашения в 2017 и 2019 годах и средней доходностью 15.20-15.75%, соответственно, но ни одна заявка со стороны банков не была подана.

Межбанковский курс грн/\$ на этой неделе ослаб, открывшись в начале недели на отметке 25.57 и закрывшись к концу на уровне 25.75. Девальвация составила 0.7%.



Квази-суверенный долг включает тело и проценты облигации государственных банков, Укрзапозначки и муниципалитетов

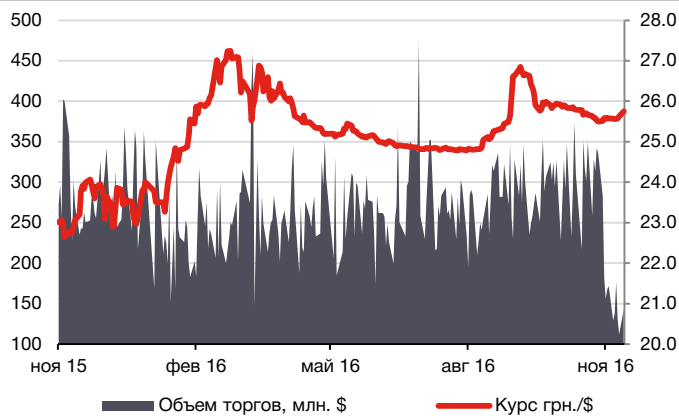
Источник: Bloomberg, Adamant Capital



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

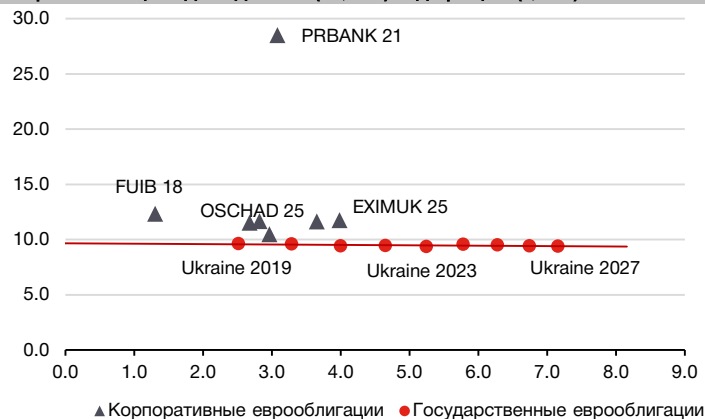
Источник: Минфин

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



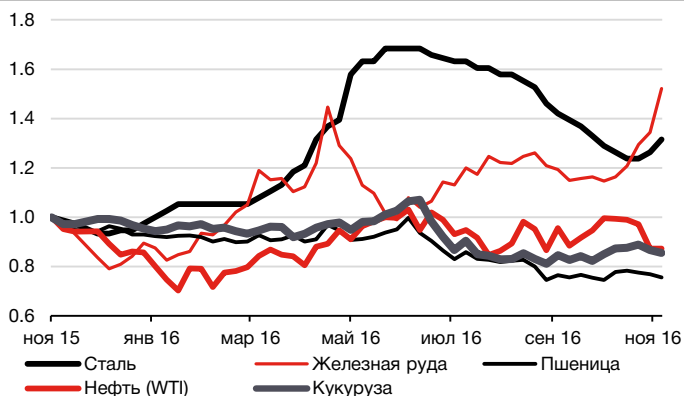
На основе официальных данных межбанковского рынка
Источник: НБУ

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



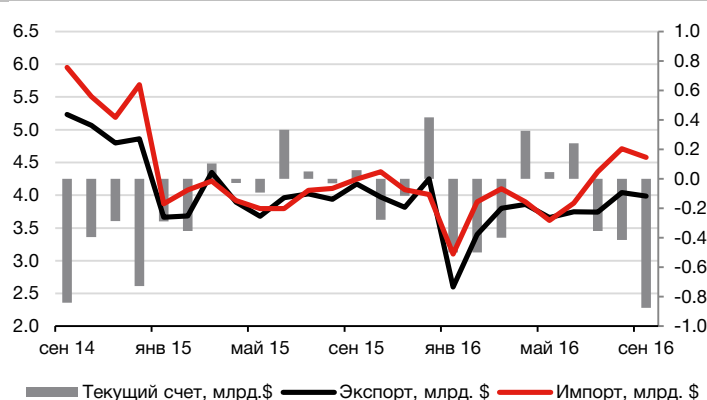
Источник: Bloomberg, Adamant Capital

Мировые индексы цен на сырье



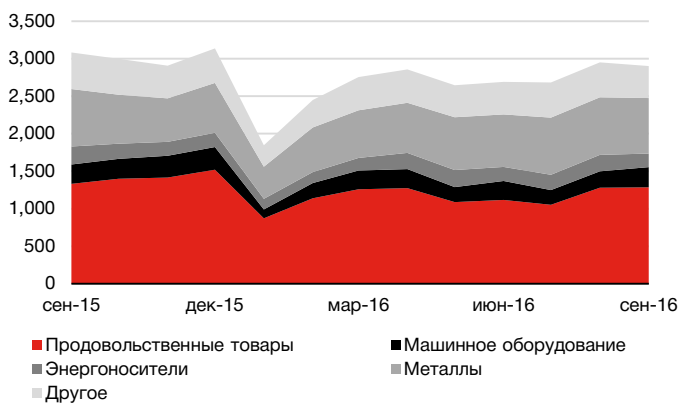
Источник: Bloomberg, Adamant Capital

Внешняя торговля (лш) и баланс текущих операций (пш)



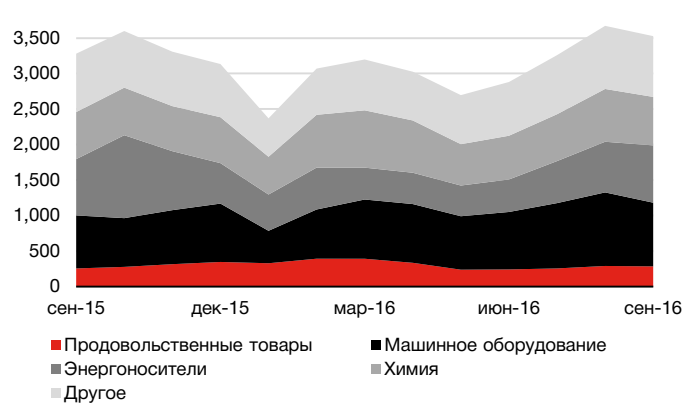
Источник: НБУ

Распределение экспорта Украины за 12м, млн \$



Источник: НБУ

Распределение импорта Украины за 12м, млн \$



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%	1.2%
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 % ¹	14.8%	42.0%	40.0%	33.9%	40.2%	20.5%	15.2%	13.3%
ИПЦ (средний за период), г/г %	12.1%	58.9%	53.3%	45.4%	48.5%	38.8%	8.1%	13.8%
ИПЦ (на конец периода), г/г %	24.9%	57.5%	51.9%	43.3%	43.3%	32.7%	6.9%	11.5%
Дефицит бюджета, % ВВП ^{1,2}	-4.6%	-0.4%	3.6%	-10.8%	-1.6%	-0.1%	-2.6%	-2.9%
Широкий дефицит бюджета, % ВВП ³	-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 ⁴	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	43.1
Импорт товаров и услуг, млрд \$	73.8	11.7	12.7	12.9	49.5	11.0	11.4	46.4
Сальдо торгового баланса, млрд \$	-5.3	-0.1	-0.4	-0.7	-1.7	-1.1	-1.5	-4.6
Текущий счет, млрд \$	-5.3	0.3	0.2	-0.3	-0.2	-1.0	0.9	-2.4
Капитальный и финансовый счет, млрд \$	8.0	-0.2	-1.0	-1.1	-0.6	0.6	0.3	2.2
Резервы НБУ, млрд \$	7.5	10.3	12.8	13.3	13.3	13.5	14.0	16.9
Средний курс на межбанке, грн/\$ ⁵	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	Рекомендация	Купон	Погашение	Доходность	Bid	Δ неделя	Дюрация, г.	Объем, млн \$	Валюта	
Украина 2019	Держать	7.8	Сен-19	9.6	95.5	-4.4	2.5	1,743	USD	
Украина 2023	Держать	7.8	Сен-23	9.4	92.0	-5.3	5.3	1,355	USD	
Украина 2027	Держать	7.8	Сен-27	9.4	89.1	-6.0	7.3	1,307	USD	
МХП 2020	Покупать	8.3	Апр-20	10.5	93.8	-4.0	3.0	750	USD	
ДТЭК 2018 (7.875)	Держать	7.9	Апр-18	-	76.8	-2.0	-	793	USD	
ДТЭК 2018 (10.375)	Держать	10.4	Мар-18	-	77.4	-2.9	-	156	USD	
Феррэкспо 2019	Продавать	10.4	Апр-19	10.5	99.8	0.0	1.8	160	USD	
Метинвест 2016	Покупать	10.3	Май-16	-	85.3	-1.0	-	89	USD	
Метинвест 2017	Покупать	10.5	Ноя-18	-	84.8	-1.1	-	304	USD	
Метинвест 2018	Покупать	8.8	Фев-18	-	85.0	-1.8	-	795	USD	
Укрлендфарминг 2018	Продавать	10.9	Мар-18	135.7	30.3	-2.1	1.2	521	USD	
Авангард 2018	Продавать	10.0	Окт-18	99.6	27.0	0.0	1.8	213	USD	
ПУМБ 2018	Держать	11.0	Дек-18	12.3	97.6	-0.6	1.3	197	USD	
ПриватБанк 2018 (10.250)	Держать	10.3	Янв-18	33.7	78.5	-2.3	0.7	160	USD	
ПриватБанк 2018 (10.875)	Держать	10.9	Фев-18	33.2	78.0	0.0	1.2	175	USD	
ПриватБанк 2021	Держать	11.0	Фев-21	28.5	58.4	0.0	3.1	220	USD	
Ощадбанк 2023	Покупать	9.4	Мар-23	11.5	90.7	-6.1	2.7	700	USD	
Ощадбанк 2025	Покупать	9.6	Мар-25	11.6	89.5	-6.4	3.7	500	USD	
Укрэксимбанк 2022	Покупать	9.6	Апр-22	11.7	92.0	-5.8	2.9	750	USD	
Укрэксимбанк 2025	Покупать	9.8	Янв-25	11.7	89.7	-6.1	4.1	600	USD	
Укрэксимбанк 2021	Держать	9.9	Сен-21	12.1	92.1	-3.6	2.7	500	USD	
Мрия 2018	-	9.5	Апр-18	-	6.9	+0.1	-	400	USD	

Данные на 15 ноября 2016

Источник: Bloomberg

Календарь событий на 2 недели		
Событие	Тип даты	Дата
МХП – финансовые результаты за 3кв и 9мес16	Точная	16-Ноя
ДТЭК – операционные результаты за 9мес16	Индикативная	17-Ноя
ГССУ – статистика по транспорту	Точная	21-Ноя
ГССУ – статистика по внутреннему товарообороту	Точная	21-Ноя
ГССУ – статистика по промышленной продукции	Точная	22-Ноя
НБУ – статистика по платежному балансу	Индикативная	27-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

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

Аналитика

Константин Фастовец | fks@adamant-capital.com
Валерия Васильчук | vvv@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.