

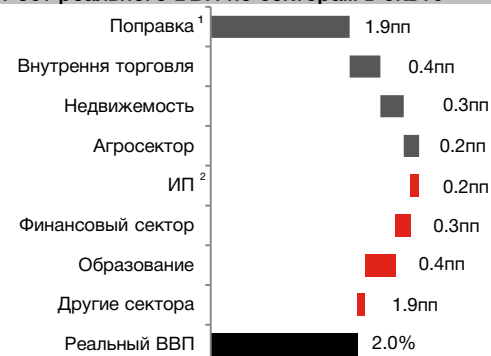
Еженедельный обзор

- В 3кв16 рост реального ВВП составил 2.0%, согласно окончательным данным ГССУ
- ДТЭК получил одобрение кредиторов на завершение процесса реструктуризации еврооблигаций
- ПриватБанк был национализирован с применением механизма “bail-in” к еврооблигациям

В 3кв16 рост реального ВВП составил 2.0%, согласно окончательным данным ГССУ. Итоговая цифра была пересмотрена в сторону увеличения на 0.2 пп по сравнению с предварительной оценкой, сделанной в ноябре.

Наш взгляд: Анализ расчета ВВП производственным методом демонстрирует, что основной причиной роста показателя стало, прежде всего, увеличение методологической поправки (статистическое расхождение между ВВП и суммарной добавленной стоимостью всех секторов экономики), вызванное все большим отдалением текущей статистики от базового 2010 года. Тем не менее, как мы и ожидали, положительная динамика все же прослеживается в торговле, строительстве и сельском хозяйстве. Отрицательный эффект на рост ВВП оказала в основном сфера услуг: образование, финансовый сектор и здравоохранение. По расходному методу, третий квартал подряд было зафиксировано увеличением инвестиций в капитал (на 25% г/г в реальном выражении в 3кв16), что должно положительно сказаться на создании добавленной стоимости в будущих периодах. Так как мы не ожидаем значительного замедления роста экономики в 4кв16, мы увеличиваем наш годовой прогноз реального ВВП на 0.1 пп до 1.4%.

Рост реального ВВП по секторам в 3кв16



(1) Методологическая поправка: разница между ВВП и суммарной добавленной стоимостью сгенерированной всеми секторами
(2) Индустриальное производство
Источник: ГССУ, Adamant Capital

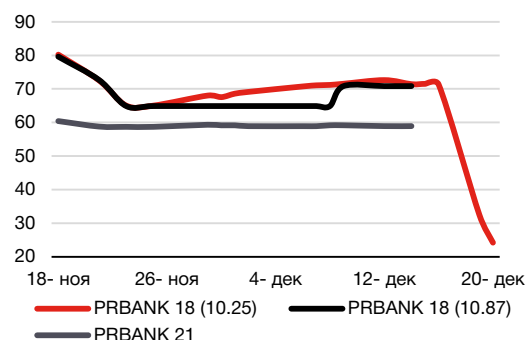
ДТЭК получил одобрение кредиторов на завершение процесса реструктуризации еврооблигаций. Держатели, владеющие 89% общей стоимости бумаг, проголосовали в пользу предложенных условий во время собрания 19 декабря. Ожидается, что обмен существующих выпусков на новый будет осуществлен 29 декабря, при условии принятия положительного решения по поводу последнего на судебном слушании 21 декабря.

Наш взгляд: Соглашение кредиторов было вполне ожидаемым, поскольку условия сделки были ранее согласованы с комитетом, а на момент распространения официального документа держатели 33% выпущенного объема уже участвовали в соглашении lock-up. Как отмечалось ранее, оба выпуска еврооблигаций будут конвертированы в один с погашением равными частями (по 50%) в декабре 2023 и 2024 годов. Согласно нашим расчетам, предполагая ставки дисконтирования 15% и 13%, справедливая стоимость долговых бумаг после реструктуризации составит 79% и 87%, соответственно. Мы оставляем нашу рекомендацию на уровне “покупать”.

ПриватБанк был национализирован с применением механизма “bail-in” к еврооблигациям. Во время общего брифинга 19 декабря НБУ и Министерство финансов объявили об официальном переходе банка во владение государства. Недостачу капитала, которая была оценена регулятором в 148 млрд грн (5.7 млрд \$), планируется покрыть средствами от выпуска ОБГЗ в размере 117 млрд грн (4.5 млрд \$), а также при помощи использования механизма “bail-in”: полного или частичного списания долга по еврооблигациям и конфискации депозитов связанных лиц на общую сумму в 31 млрд грн (1.2 млрд \$). Правительство также заявило о предстоящей продаже ПриватБанка после наступления стабилизации в секторе во избежание надменной концентрации государственных компаний в банковской системе (53% рынка по активам на начало 2017 года).

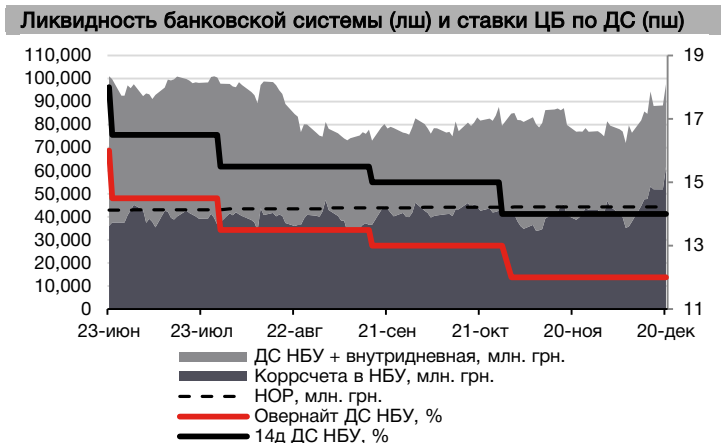
Наш взгляд: Несмотря на то, что баланс банка явно вызывал вопросы в части раскрытия реального объема проблемных кредитов и необходимого размера резервов, мы сомневались в реализации сценария национализации вплоть до его наступления, учитывая существенное влияние главного акционера Коломойского в Парламенте при сложившейся коалиции. ПриватБанк также до последнего момента следовал реструктуризационному плану НБУ и даже очистил баланс от кредитов связанных лиц на сумму 1.1 млрд \$, получив в собственность залоговые активы аналогичной стоимости. Хотя детали операции “bail-in” не раскрываются, мы не исключаем возможности полного списания обязательств по еврооблигациям (в итоге будет зависеть от размера депозитов связанных лиц оставшихся в банке) и меняем нашу рекомендацию по бумагам на “продавать”. С точки зрения общей картины, национализация безусловно является благоприятным событием для украинской экономики и банковской системы, поскольку поспособствовала устранению значительного источника рисков для финансовой стабильности. В тоже время, государству придется взять на себя дополнительную долговую нагрузку в размере 4.5% от номинального ВВП, стоимость обслуживания которой увеличит расходы сводного бюджета уже в 2017 году примерно на 1%.

Цена облигаций ПриватБанка, % от номинала

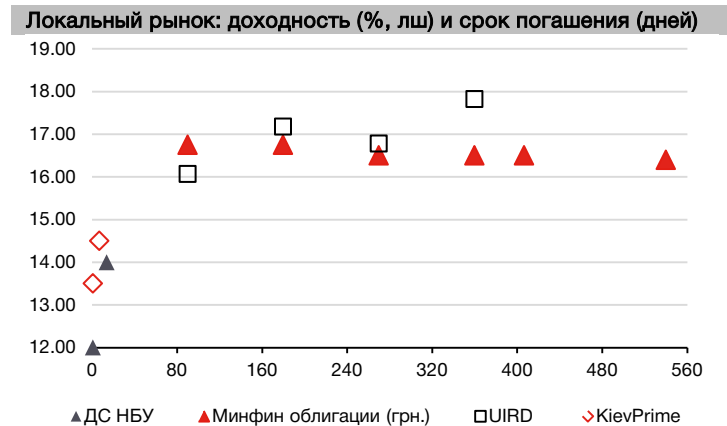


Источник: Bloomberg

Приложение



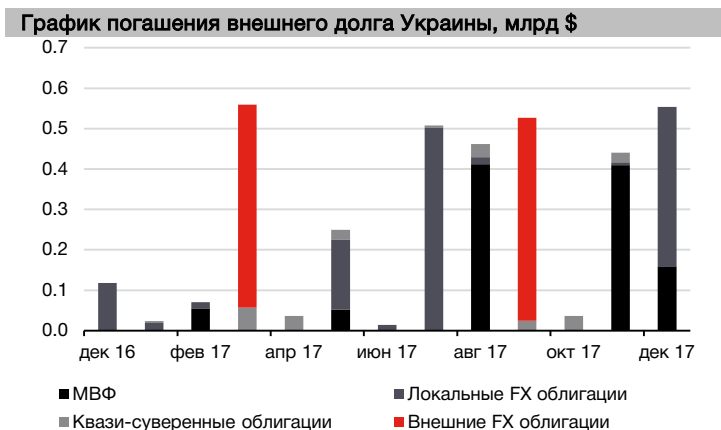
Источник: НБУ, Adamant Capital



Источник: НБУ, Bloomberg, Adamant Capital

Ликвидность локального рынка (сумма коррсчетов в НБУ, депозитных сертификатов и других внутридневных изменений) увеличилась на 11.8 млрд грн до 97.5 млрд грн за неделю. 13 декабря Министерство финансов провело аукцион по размещению ОВГЗ, номинированных в гривне и индексных ОВГЗ (с привязкой к курсу грн/\$). Гривневые ОВГЗ были размещены на сумму 0.4 млн грн с доходностью 15.30% и со сроком погашения в 2017 году. Индексные ОВГЗ были размещены на сумму 8.5 млрд грн с доходностью 6.20-6.30% и погашением в 2018 году.

Межбанковский курс грн/\$ на этой неделе девальвировал на 0.9%, открывшись в начале недели на отметке 26.17 и закрывшись к концу на уровне 26.39.



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

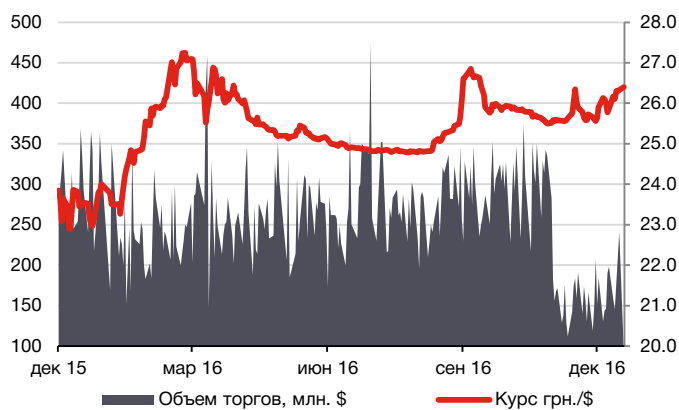
Источник: Bloomberg, Adamant Capital



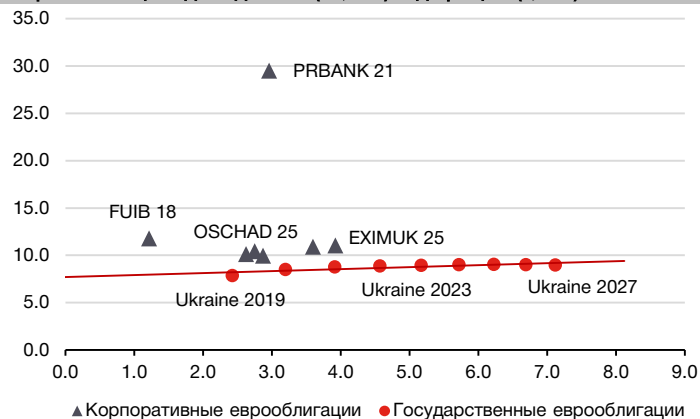
По курсу грн/\$ на уровне 25; EUR/\$ курс на уровне 1.15

Источник: Минфин

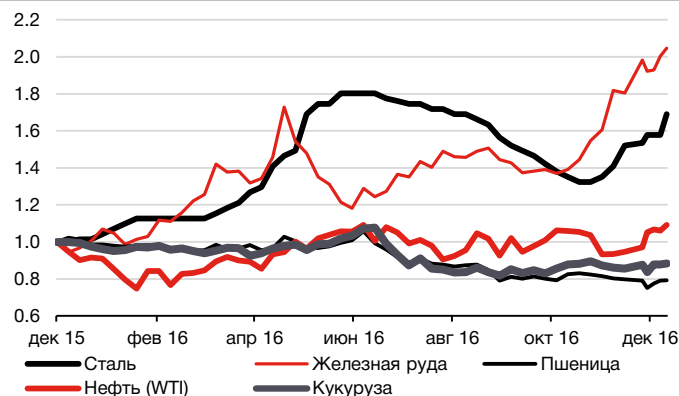
Курс валюты (пш) и объем межбанковских торгов (лш)



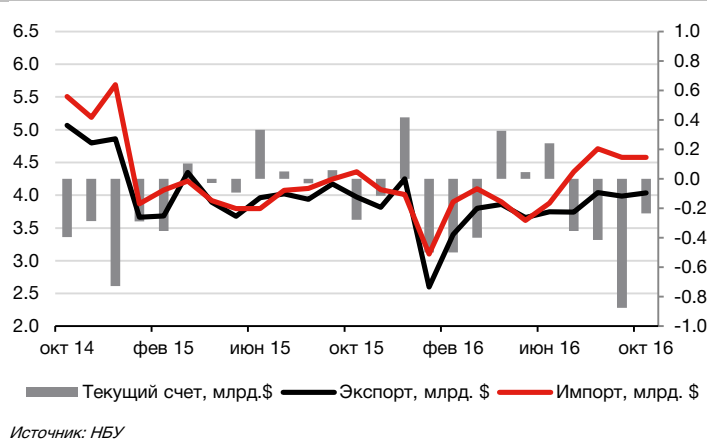
Еврооблигации: доходность (% лш) и дюрация (г, пш)



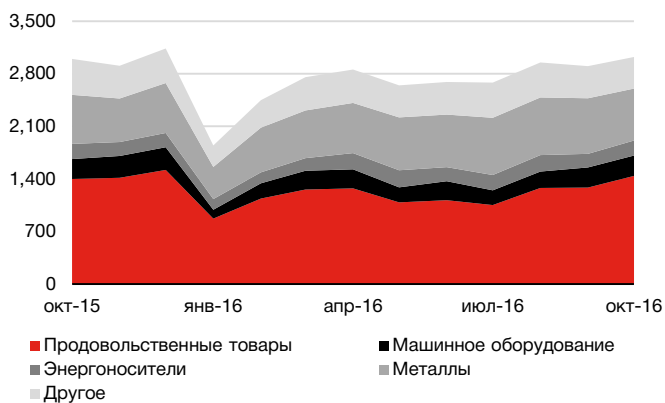
Мировые индексы цен на сырье



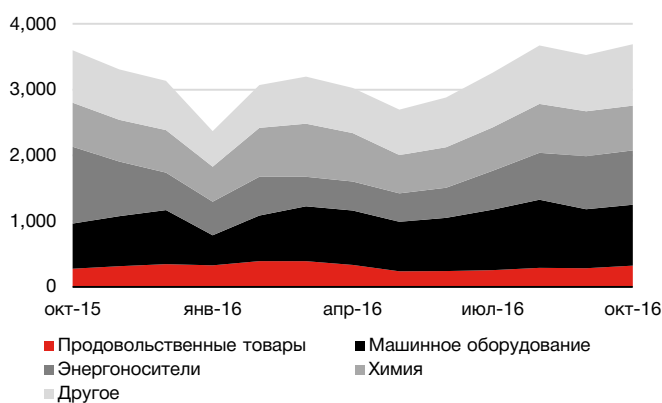
Внешняя торговля (лш) и баланс текущих операций (пш)



Распределение экспорта Украины за 12м, млн \$



Распределение импорта Украины за 12м, млн \$



Основные макроэкономические показатели								
	2014	3кв15	4кв15	2015	1кв16	2кв16	3кв16	2016П
Рост реального ВВП, г/г %	-1.6%	-7.2%	-1.4%	-9.9%	0.1%	1.3%	2.0%	1.4%
Номинальный ВВП, млрд грн	1,567	564	585	1,979	453	532	665	2,273
Номинальный ВВП, млрд \$	132	25	25	90	18	21	26	89
Рост дефлятора ВВП, г/г % ¹	14.8%	40.0%	33.9%	40.2%	20.5%	15.2%	15.5%	13.3%
ИПЦ (средний за период), г/г %	12.1%	53.3%	45.4%	48.5%	38.8%	8.1%	8.1%	13.9%
ИПЦ (на конец периода), г/г %	24.9%	51.9%	43.3%	43.3%	32.7%	6.9%	7.9%	11.9%
Дефицит бюджета, % ВВП ^{1,2}	-4.6%	3.6%	-10.8%	-1.6%	-0.1%	-2.6%	-2.9%	-2.9%
Широкий дефицит бюджета, % ВВП ³	-13.6%	1.7%	-10.8%	-5.8%	-0.1%	-2.6%	-2.9%	-3.7%
Государственный долг, % ВВП	52%	82.8%	79.4%	79.4%	76.4%	78%	79.6%	78.0%
Внешний государственный долг, % ВВП ⁴	31%	49.2%	47.8%	47.8%	50.0%	49.4%	51.4%	52.3%
Общий внешний долг, млрд \$	137.1	125.1	125.1	118.7	117.4	115.0	116.0	130.0
Экспорт товаров и услуг, млрд \$	68.5	12.3	12.2	47.8	9.9	11.3	11.7	43.1
Импорт товаров и услуг, млрд \$	73.8	12.7	12.9	49.5	11.0	11.4	13.6	46.4
Сальдо торгового баланса, млрд \$	-5.3	-0.4	-0.7	-1.7	-1.1	-1.5	-1.9	-4.6
Текущий счет, млрд \$	-5.3	0.2	-0.3	-0.2	-1.0	0.9	-1.7	-2.8
Финансовый счет, млрд \$	8.0	-1.0	-1.1	-0.6	0.6	0.3	2.2	3.6
Резервы НБУ, млрд \$	7.5	12.8	13.3	13.3	13.5	14.0	15.6	15.6
Средний курс на межбанке, грн/\$ ⁵	11.9	22.4	22.9	21.9	25.8	25.2	25.4	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	7.8	99.8	1.2	2.5	1,743	USD
Украина 2023	Держать	7.8	Сен-23	8.9	94.2	0.5	5.2	1,355	USD
Украина 2027	Держать	7.8	Сен-27	9.0	91.8	1.0	7.1	1,307	USD
МХП 2020	Держать	8.3	Апр-20	9.9	95.4	0.7	2.9	750	USD
ДТЭК 2018 (7.875)	Покупать	7.9	Апр-18	-	82.4	0.3	-	793	USD
ДТЭК 2018 (10.375)	Покупать	10.4	Мар-18	-	82.3	0.1	-	156	USD
Феррэкспо 2019	Держать	10.4	Апр-19	10.3	100.1	0.0	1.7	160	USD
Метинвест 2016	Покупать	10.3	Май-16	-	90.7	1.4	-	89	USD
Метинвест 2017	Покупать	10.5	Ноя-18	-	92.0	3.1	-	304	USD
Метинвест 2018	Покупать	8.8	Фев-18	-	90.9	1.2	-	795	USD
Укрлендфарминг 2018	Продавать	10.9	Мар-18	146.7	30.7	0.0	1.2	521	USD
Авангард 2018	Продавать	10.0	Окт-18	112.5	24.8	-2.5	1.7	213	USD
ПУМБ 2018	Держать	11.0	Дек-18	11.7	98.7	-1.2	1.2	197	USD
ПриватБанк 2018 (10.250)	Продавать	10.3	Янв-18	255.1	19.7	-50.2	0.3	160	USD
ПриватБанк 2018 (10.875)	Продавать	10.9	Фев-18	49.0	68.3	0.0	1.1	175	USD
ПриватБанк 2021	Продавать	11.0	Фев-21	29.5	57.3	0.0	3.0	220	USD
Ощадбанк 2023	Покупать	9.4	Мар-23	10.1	96.7	0.4	2.6	700	USD
Ощадбанк 2025	Покупать	9.6	Мар-25	10.9	93.3	0.2	3.6	500	USD
Укрэксимбанк 2022	Покупать	9.6	Апр-22	10.4	96.8	0.6	2.8	750	USD
Укрэксимбанк 2025	Покупать	9.8	Янв-25	11.0	93.4	0.4	3.9	600	USD
Укрзализныця 2021	Держать	9.9	Сен-21	11.5	94.3	0.1	2.6	500	USD
Мрия 2018	-	9.5	Апр-18	-	6.7	0.0	-	400	USD

Данные на 20 декабря 2016

Источник: Bloomberg

Календарь событий на 2 недели		
Событие	Тип даты	Дата
ГССУ – статистика по промышленному производству	Точная	21-Дек
НБУ – статистика по платежному балансу	Индикативная	27-Дек
Метинвест – отчет за октябрь	Индикативная	28-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

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.