

Еженедельный обзор

- Украина разместила новый 15-летний выпуск еврооблигаций в размере 3 млрд \$ по ставке 7.375% и получила согласие кредиторов на выкуп бумаг с погашением в 2019-2020 на 1.6 млрд \$
- НБУ сохранил учетную ставку на прежнем уровне - 12.5%
- Рост реального ВВП во 2кв17 достиг 2.3% г/г
- Международный валютный фонд раскритиковал Украину в медиа за медленный темп проведения реформ
- Правительство Украины отправило на рассмотрение парламента проект консолидированного бюджета

Украина разместила новый 15-летний выпуск еврооблигаций в размере 3 млрд \$ по ставке 7.375% и получила согласие кредиторов на выкуп бумаг с погашением в 2019-20 на 1.6 млрд \$. Согласно Reuters, на новое размещение наблюдался повышенный спрос, что привело к трехкратной переподписке. График погашения бумаг состоит из четырех равных амортизационных платежей, начинающихся в марте 2022 и заканчивающихся в сентябре 2023. Объемы выкупа еврооблигаций 2019 и 2020 составили 1.2 млрд \$ и 0.4 млрд \$ соответственно.

Наш взгляд: Хотя ставка доходности нового выпуска соответствовала нашим ожиданиям, его размер и срок обращения существенно превзошли наши оценки. Принимая во внимание согласованный объем погашения коротких бумаг, мы повышаем наш прогноз международных резервов на конец года на 0.9 млрд \$ до 20.7 млрд \$. Учитывая тот факт, что размещение привлекло значительно больший спрос, чем требовалось, мы считаем, что украинское правительство могло осуществить заимствования еще дешевле и что вероятность роста цены новых еврооблигаций после начала обращения высока. Относительно предложения выкупа мы отмечаем, что объемы были согласованы без пропорционального распределения (переподписок не было), а, следовательно, больше половины инвесторов решили, что предложенная цена является слишком низкой, несмотря на дисконт порядка 100 бп к рыночным значениям доходности на начало месяца. Разница в проявленном интересе держателей облигаций 2019 и 2020 (64% против 23% от общего объема выпуска) указывает на возможность сглаживания суверенной кривой в ближайшем будущем.

НБУ сохранил учетную ставку на прежнем уровне - 12.5%.

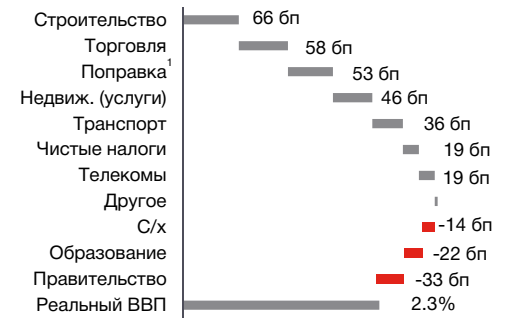
Согласно пресс-релизу, траектория текущей инфляции уже превысила прогнозы регулятора (16.2% к концу августа и снижение к 13.3% в сентябре маловероятно), и не располагает к смягчению монетарной политики. В то же время, НБУ продолжает ожидать снижения ИПЦ в годовом выражении в ближайшие несколько месяцев, учитывая стабильность валютного курса и нивелирование предыдущих шоков. Фактический рост цен и инфляционные цели должны совпасть в конце 2кв18 на отметке 7.0%.

Наш взгляд: Поскольку в настоящее время мы ожидаем, что инфляция на конец декабря будет превышать верхнюю границу таргетирования (10%), мы увеличиваем наш прогноз ключевой ставки на конец 2017 до 12.5% с 11.5% ранее. Хотя НБУ в своем анонсе заметил, что не исключает ужесточения монетарной политики с текущего уровня, вероятность развития такого сценария, по нашему мнению, довольно низка.

Рост реального ВВП во 2кв17 достиг 2.3% г/г, согласно уточненным данным Государственной службы статистики. Итоговая цифра была пересмотрена в сторону понижения на 0.2 пп от предварительной оценки в июле. Показатель за последние двенадцать месяцев составил 3.0% против 2.8% в предыдущем квартале.

Наш взгляд: Основной рост добавленной стоимости пришелся на те же сектора, что и в 1кв17: строительство, внутреннюю торговлю, операции с недвижимостью и транспортные услуги, которые совокупно привнесли более 200 бп в общий показатель. Влияние корректирующего фактора, хотя и менее значимое, нежели в предыдущие периоды, все же вызвало существенное искажение данных (53 бп). Объем промышленного производства, который сам по себе представляет до 20% экономики, как и ожидалось, в годовом сопоставлении не изменился, так как добыча (в основном угля и железной руды) и генерация электроэнергии нивелировали результаты перерабатывающей промышленности. Наибольший отрицательный вклад внесли сельское хозяйство (ухудшение погодных условий), образование (несмотря на рост доли бюджетных расходов) и государственные услуги. Со стороны затрат, инвестиции составили относительно скромные 17% от ВВП (на 3 пп ниже среднего значения в докризисные 2010-13), показав небольшое улучшение по сравнению с 14% в прошлом квартале, но оставаясь далеко от 29% продемонстрированных в течение 2п16. Принимая во внимание данные в целом, мы подтверждаем наш текущий прогноз реального ВВП на 2017 год на уровне 2.2%, ожидая, что экономика немного ускорится в 3кв17 благодаря расширению промышленного производства (рост добычи угля и железной руды вместе с увеличением генерации тепловой электроэнергии и, возможно, более высокой загрузкой метзаводов), но после этого вновь замедлится в 4кв, в связи с более слабыми результатами растениеводства. Если инвестиции дополнительно не увеличатся с текущего уровня, рост ВВП, по нашему мнению, останется в рамках 3-5% в течение 2018-19 годов (при отсутствии значительных шоков).

Вклады секторов в рост ВВП во 2кв17



(1) Разница между общим реальным ВВП и суммой секторальных вкладов в ВВП
 Источник: ГССУ, Adamant Capital

Международный валютный фонд раскритиковал Украину в медиа за медленный темп проведения реформ. Согласно интервью заместителя главы Фонда Дэвида Липтона Украинской Правде, существует опасность того, что государство сделает шаги по отмене либо задержке реформ, которые уже были начаты. Он заметил: чтобы продолжить сотрудничество с МВФ, украинским властям нужно продемонстрировать конкретные результаты по борьбе с коррупцией, оставаться последовательными в реформировании энергосектора (придерживаться формул при расчетах цены на газ для населения) и одобрить изменения пенсионного законодательства.

Наш взгляд: Принимая во внимание успешное размещение Украиной еврооблигаций на 3 млрд \$, а также недостаточный прогресс по выполнению всех структурных маяков за исключением пенсионной реформы, мы считаем, что вероятность еще одной задержки с выполнением программы является чрезвычайно высокой. В то же время, учитывая приближающиеся выплаты в размере 9 млрд \$ в следующие 2 года Украина рискует приблизиться к предефолтному состоянию в конце 2019, если поддержка Фонда будет полностью утрачена. На текущий момент мы оставляем в силе наш предыдущий прогноз получения транша в размере 2 млрд \$ до конца 2017 года, но готовимся к его пересмотру, если риторика МВФ не изменится после принятия нового пенсионного законодательства.

Правительство Украины отправило на рассмотрение парламента проект консолидированного бюджета: дефицит (потребность в финансировании) ожидается на уровне 3.0% от ВВП. Доходы и расходы должны увеличиться на 20% и 17% г/г соответственно против роста номинального ВВП на 14%. Согласно предоставленным данным, основой для прироста поступлений должны послужить более высокие сборы по НДС и НДСФЛ (81% от общей цифры). Наибольшее увеличение расходов в абсолютном выражении наблюдается в следующей категориях: субсидии реальному сектору, охрана правопорядка и суды, а также образование. Трансферты из государственного бюджета местным составляют 29% госрасходов против 31% в 2017.

Наш взгляд: Учитывая, что общая потребность государства в финансировании (3.0% от ВВП) превышает прогноз МВФ (2.6%), мы не исключаем дискуссию с Фондом по этому показателю и его пересмотр в сторону понижения. Риски невыполнения плана по доходам, по нашему мнению, являются существенными с учетом того, что сборы налогов вновь растут быстрее, чем номинальный ВВП, и уже составляют рекордные 34% от последнего. И хотя аналогичные опасения по поводу бюджета 2017 не оправдались, уровень инфляции в 2018 будет значительно более низким, что уменьшает вероятность резкого роста номинальных доходов реального сектора. Наконец, заметим, что предоставленный план абсолютно не оставляет зазора для отклонения расходов от изначально запланированных (в 2017 превышение составило 13%), что может быть особенно рискованно в связи с приближающей индексацией пенсионных выплат.

Сводный бюджет (проект) 2018, млрд грн					
	2018П	2017Ф	г/г 2017П	Ф/П	
Доходы	1,119	933	20%	890	5%
НДС	384	293	31%	293	0%
Налог на прибыль	80	64	26%	63	2%
Акцизы	133	117	14%	113	3%
НДСФЛ	226	167	35%	154	8%
Рента	52	50	2%	50	1%
Импортные пошлины	26	23	15%	22	2%
Местные налоги	59	47	25%	45	6%
Неналоговые доходы	143	134	7%	119	13%
Другое	16	38	-59%	31	25%
Расходы	1,204	1,029	17%	914	13%
Обслуживание долга	131	112	17%	112	0%
Гос функции	74	57	31%	53	7%
Оборона	86	70	22%	67	4%
Безопасность и суды	108	81	33%	79	3%
Эконом деятельность	130	100	30%	70	44%
Коммунальное хоз	22	25	-15%	15	65%
Медицина	114	98	16%	77	27%
Образование	209	180	16%	155	16%
Соц обеспечение	294	273	8%	260	5%
Другое	35	32	10%	26	26%
Дефицит свод. бюджета	92	97	-5%	33	180%
% от ВВП	2.8%	3.4%	-0.6пп	1.2%	2.3пп
ОВГЗ на Нафтогаз	0	0	н/с	0	н/с
ОВГЗ на банки и ФГВ	0	87	н/с	0	н/с
Гарантии	24	0	н/с	46	н/с
Финанс. нужды (МВФ) ²	99	185	-46%	41	141%
% от ВВП	3.0%	6.5%	-3.4пп	1.6%	1.5пп
Широкий дефицит ³	123	185	-33%	88	41%
% от ВВП	3.8%	6.5%	-2.7пп	3.4%	0.4пп
Номинальный ВВП ⁴	3,248	2,845	14%	2,585	26%

Примечание. Ф означает фактические данные (т.е. последний доступный прогноз Государственной казначейской службы) и П – плановые показатели на начало года.

(1) Доходы минус расходы консолидированного бюджета.

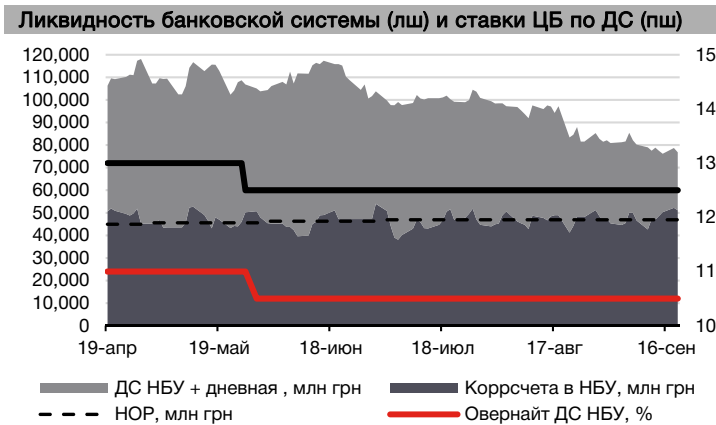
(2) Плюс докапитализация НАК "Нафтогаз", государственных банков и Фонда гарантирования вкладов физлиц.

(3) Плюс чистые кредиты государственного бюджета и государственные гарантии.

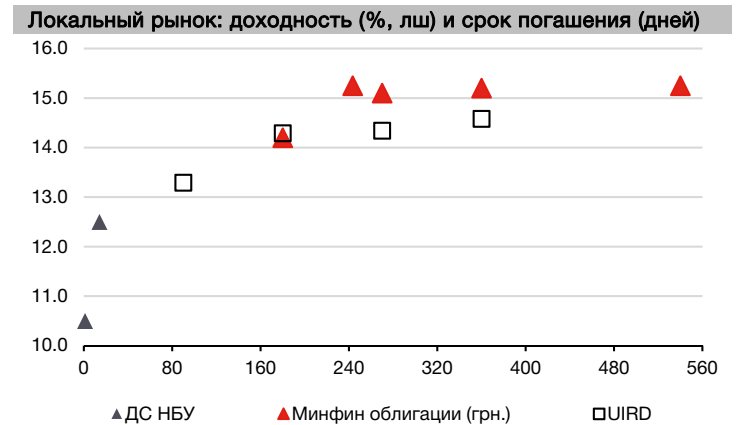
(4) Для расчетов использован номинальный ВВП. Для бюджетов на начало периода (проект) использован прогноз правительства.

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

Приложение



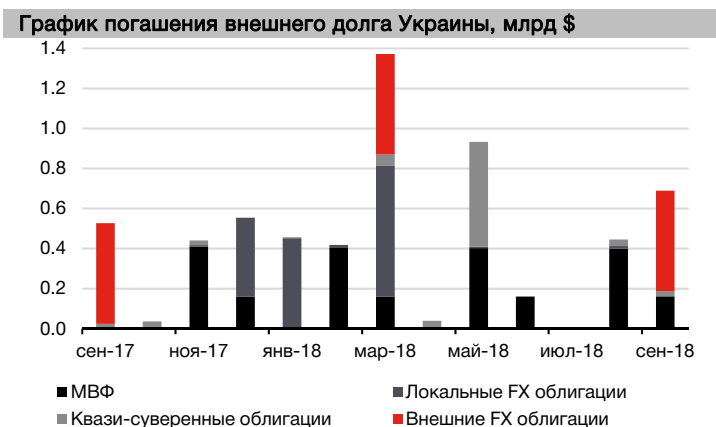
Источник: НБУ, Adamant Capital



Источник: НБУ, Bloomberg, Adamant Capital

Ликвидность локального рынка (сумма коррсчетов в НБУ, депозитных сертификатов и других внутридневных изменений) уменьшилась на 2.8 млрд грн до 78.1 млрд грн за неделю. Министерство финансов 19 сентября провело аукцион по размещению ОБГЗ на общую сумму 0.6 млрд грн и со сроком погашения в 2018 и 2020 годах. Средняя доходность составила 14.35% и 14.50% соответственно.

Межбанковский курс грн/\$ на этой неделе снизился, открывшись на отметке 26.01 и закрывшись к концу на уровне 26.22.



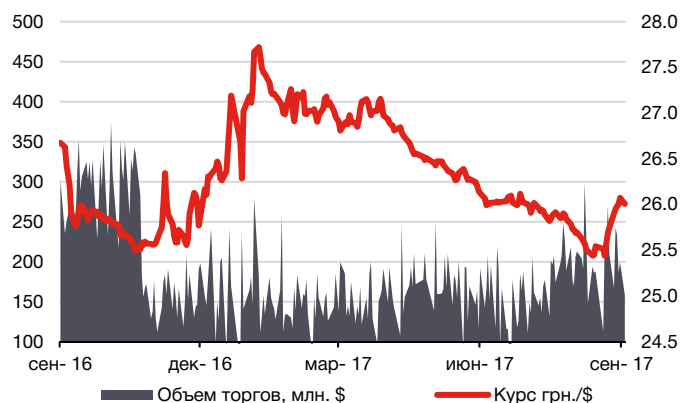
Квazi-суверенный долг включает тело и проценты облигации государственных банков, Укрзалізничці и муниципалитетов
Источник: Bloomberg, Adamant Capital



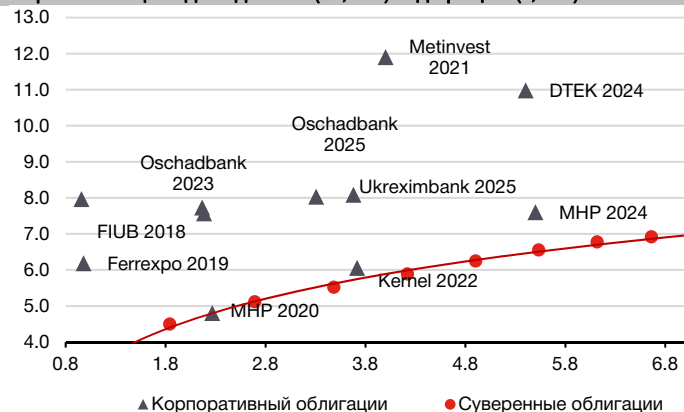
По курсу грн/\$ на уровне 27.5; EUR/\$ курс на уровне 1.07

Источник: Минфин

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

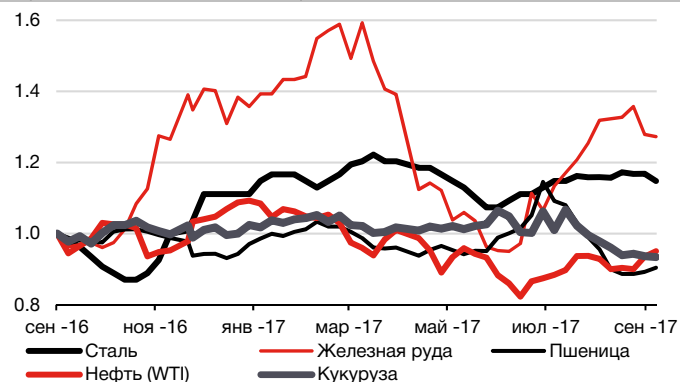


Еврооблигации: доходность (% лш) и дюрация (г, пш)



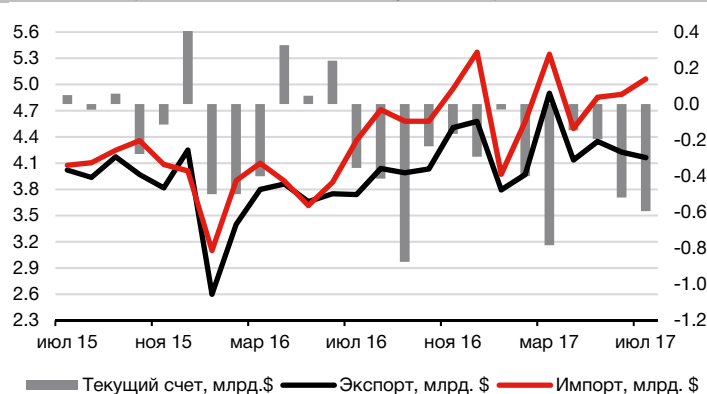
Источник: Bloomberg, Adamant Capital

Мировые индексы цен на сырье



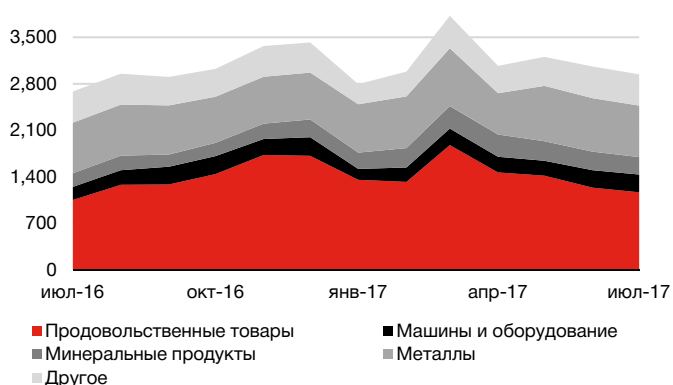
Источник: Bloomberg, Adamant Capital

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



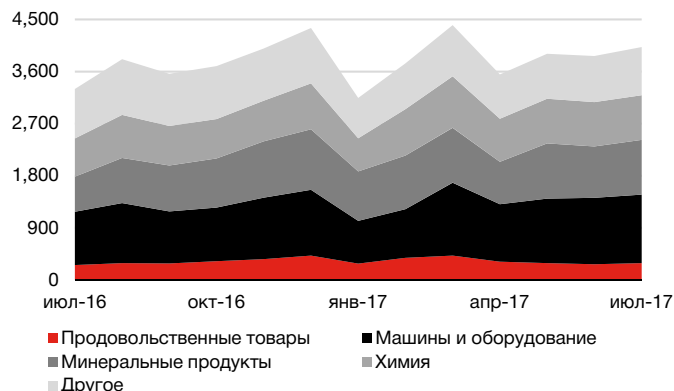
Источник: НБУ

Распределение экспорта Украины за 12м, млн \$



Источник: НБУ

Распределение импорта Украины за 12м, млн \$



Источник: НБУ

Основные макроэкономические показатели								
	1кв16	2кв16	3кв16	4кв16	2016	1кв17	2кв17П	2017П
Рост реального ВВП, г/г %	0.1%	1.5%	2.3%	4.8%	2.3%	2.4%	2.4%	2.2%
Номинальный ВВП, млрд грн	456	535	669	723	2 383	584	657	2 825
Номинальный ВВП, млрд \$	18	21	26	28	93	22	25	105
Рост дефлятора ВВП, г/г % ¹	19.8%	15.6%	15.7%	19.2%	17.1%	25.1%	20.0%	16.0%
ИПЦ (средний за период), г/г %	31.3%	8.1%	8.1%	12.3%	14.9%	14.0%	13.8%	13.5%
ИПЦ (на конец периода), г/г %	20.9%	6.9%	7.9%	12.4%	12.4%	15.1%	15.6%	10.2%
Дефицит бюджета, % ВВП ^{1,2,6}	-0.7%	2.6%	2.9%	2.9%	2.2%	0.7%	7.7%	3.2%
Широкий дефицит бюджета, % ВВП ³	3.6%	2.6%	2.9%	22.1%	8.7%	0.7%	7.7%	3.4%
Государственный долг, % ВВП	56.2%	78.0%	79.2%	80.8%	80.8%	77.7%	75.3%	68.2%
Внешний государственный долг, % ВВП ⁴	49.9%	49.3%	51.2%	49.0%	49.0%	47.1%	47.7%	43.6%
Общий внешний долг, млрд \$	117.4	115.0	116.0	113.5	113.5	113.6	н/д	116.5
Экспорт товаров и услуг, млрд \$	9.8	11.3	11.7	13.1	45.9	12.7	12.8	49.4
Импорт товаров и услуг, млрд \$	11.1	11.4	13.6	14.7	51.5	13.9	14.2	56.0
Сальдо торгового баланса, млрд \$	-1.3	-0.1	-1.9	-1.6	-5.6	-1.2	-1.4	-6.6
Текущий счет, млрд \$	-1.2	0.6	-1.7	-0.7	-3.4	-1.2	-0.8	-4.6
Финансовый счет, млрд \$ ⁵	-0.3	-0.3	-2.2	-1.0	-4.6	-0.6	-2.4	-5.2
Резервы НБУ, млрд \$	12.7	14.0	15.6	15.5	15.5	15.1	18.0	20.7
Средний курс на межбанке, грн/\$ ⁷	25.8	25.2	25.4	25.9	25.6	27.1	26.0	27.0

(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) Согласно РПБ6 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	1-дек-16	7.8	сен-19	4.5	106.0	0.3	1.8	1,743
Украина 2023	Держать	1-дек-16	7.8	сен-23	6.2	107.4	1.5	4.9	1,355
Украина 2027	Держать	1-дек-16	7.8	сен-27	7.0	105.4	1.2	7.2	1,307
МХП 2020	Держать	18-июл-17	8.3	апр-20	4.8	108.1	0.4	2.3	750
МХП 2024	Держать	18-июл-17	7.8	май-24	6.2	108.5	0.2	5.2	500
ДТЭК 2024	Покупать	5-сен-17	10.8	дек-24	11.0	99.9	0.0	5.4	1,275
Феррэкспо 2019	Покупать	8-авг-17	10.4	апр-19	6.2	106.1	0.1	1.0	160
Метинвест 2021	Покупать	5-сен-17	9.4	дек-21	10.0	103.3	0.3	3.8	1,197
Укрлендфарминг 2018	Продавать	17-июн-17	10.9	мар-18	27.0	718.1	0.0	10.9	521
Авангард 2018	Продавать	4-апр-17	10.0	окт-18	240.5	22.5	0.2	1.0	213
ПУМБ 2018	Покупать	5-сен-17	11.0	дек-18	8.0	103.7	0.0	1.0	197
ПриватБанк 2018 (10.250)	Продавать	5-сен-17	10.3	январ-18	2033.2	19.9	-0.1	0.3	160
ПриватБанк 2018 (10.875)	Продавать	5-сен-17	10.9	фев-21	890.0	20.4	-0.1	0.4	220
Ощадбанк 2023	Покупать	5-сен-17	9.4	мар-23	7.7	107.2	0.1	2.2	700
Ощадбанк 2025	Покупать	5-сен-17	9.6	мар-25	8.0	108.9	0.6	3.3	500
Укрэксимбанк 2022	Покупать	5-сен-17	9.6	апр-22	7.6	107.9	0.4	2.2	750
Укрэксимбанк 2025	Покупать	5-сен-17	9.8	январ-25	8.1	109.1	0.3	3.7	600
Укрэксимбанк 2021	Покупать	13-июн-17	9.9	сен-21	8.1	106.0	0.2	2.1	500
Мрия 2018	Продавать	20-июн-17	9.5	апр-18	2182.1	5.9	0.7	0.6	400
Кернел 2022	Держать	25-июл-17	8.8	январ-22	6.1	110.2	0.0	3.7	500

Источник: Bloomberg

Календарь событий на 2 недели		
Событие	Тип даты	Дата
ГССУ – транспортные услуги за месяц	Точная	20 сен
ГССУ – промышленное производство за месяц	Точная	21 сен
НБУ – платежный баланс за месяц	Индикативная	29 сен
ДТЭК – финансовые результаты за 2п2017	Индикативная	30 сен
Метинвест – месячный отчет за июль	Индикативная	30 сен

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

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.