

Еженедельный обзор

- В сентябре потребительская инфляция составила 2.0% м/м и 16.4% г/г
- Международные валютные резервы НБУ выросли на 3% м/м до 18.6 млрд \$ к концу сентября
- Правительство Украины продвинулось ближе к выполнению требований МВФ приняв закон о пенсионной реформе и анонсировав создание антикоррупционных судов
- В 3кв17 компания Ferrexpo сократила производство окатышей на 2% кв/кв до 2.5 тыс. т.

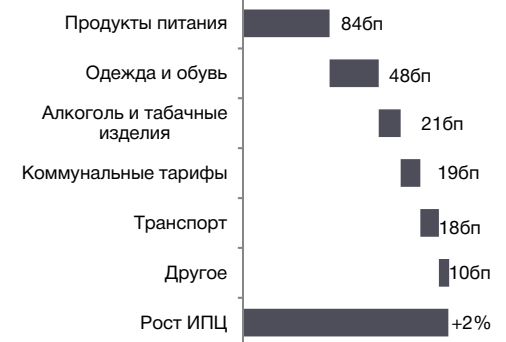
В сентябре потребительская инфляция составила 2.0% м/м и 16.4% г/г, согласно официальным данным ГССУ. Индекс вырос в связи с повышением цен на продукты питания (в частности, яйца и мясо подорожали на 31.0% и 3.4% м/м), одежду (на 8.9% м/м, в соответствии с недавно установленной сезонностью), транспорт и табачные изделия. Базовая инфляция составила 1.9%.

Наш взгляд: Рост потребительских цен оказался существенно выше нашего прогноза равного 1.3%, в основном на фоне значительного подъема цен на яйца (разовый скачок, потенциально связанный с увеличением экспорта) и меньшей, чем ожидалось, поправки цен на фрукты и овощи (должна была произойти в связи с изменением в этом году методологии ГССУ). Так как наша оценка последних трех месяцев этого года остается прежней, мы увеличиваем наш прогноз инфляции на 2017 год до 11.5% на конец периода и до 14.0% в среднем. Учитывая, что рост ИЦП все дальше и дальше отдалается от верхней границы целевого диапазона НБУ (10%) и, что недавно принятая пенсионная реформа может увеличить давление на цены еще больше (из-за резкого повышения социальных выплат, начиная с октября), мы не исключаем поднятия учетной ставки регулятором в конце месяца. Мы также думаем, что, по этой же логике, НБУ будет активно бороться с любыми девальвационными движениями национальной валюты от текущей отметки.

Международные валютные резервы в НБУ выросли на 3% м/м до 18.6 млрд \$ к концу сентября. Размещение еврооблигаций, которое сопровождалось частичным погашением бумаг 2019 и 2020 года, выступило в качестве крупнейшего источника притоков, принеся 1.3 млрд \$ в чистом виде. Отток валюты в размере 521 млн \$ был вызван процентными и амортизационными платежами по государственному и гарантированному государством долгу (включая 505 млн \$ купона по еврооблигациям) и валютными интервенциями в размере 166 млн \$.

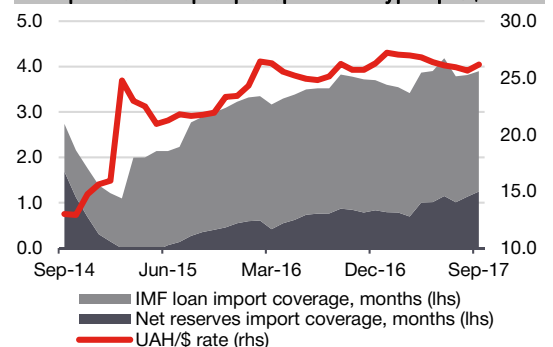
Наш взгляд: Учитывая высокие процентные платежи по долгу в сентябре, мы ожидаем увеличения дефицита текущего счета в этом месяце. Приток финансового счета, вероятно, будет умеренным, поскольку официальные данные указывают на уменьшение розничной покупки иностранной валюты, а наличие интервенций НБУ говорит о недостаточности ее предложения. Несмотря на недавно принятую пенсионную реформу, а также анонсированную Президентом возможность создания антикоррупционных судов, мы считаем, что нерешенные до сегодняшнего дня вопросы (в том числе касательно повышения тарифов на газ для населения) уменьшают вероятность получения следующего транша МВФ до конца года. Таким образом, мы понижаем наш прогноз валютных резервов НБУ на конец периода на 2.0 млрд \$ до 18.0 млрд \$.

Вклад отдельных категорий в рост ИПЦ, м/м



Источник: ГССУ, Adamant Capital

Покрытие импорта резервами и курс грн/\$



Источник: НБУ, Adamant Capital

Правительство Украины продвинулось ближе к выполнению требований МВФ приняв закон о пенсионной реформе и анонсировав создание антикоррупционных судов. Депутаты ВРУ 3 октября проголосовали за принятие пакета законов, что вносит изменения в текущую пенсионную систему с целью уменьшения фискального дефицита посредством эффективного уменьшения пенсионного возраста (через ужесточение требований по трудовому стажу). Закон был подписан Президентом и вступил в силу 11 октября. Наряду с этим, самая большая политическая партия в Парламенте (БПП) и её лидер впервые за несколько месяцев озвучили поддержку создания специальных антикоррупционных судов. Согласно заявлениям, соответствующий законопроект будет в скором времени представлен депутатам для рассмотрения.

Наш взгляд: Несмотря на то, что выше перечисленные законодательные инициативы, несомненно, приближают Украину к выполнению требований МВФ, неопределенность по-прежнему остается высокой. Требуется большая ясность, например, в отношении финальной версии закона о пенсионной реформе, которая, в конечном счете, включила больше 2,000 правок, предложенных депутатами перед финальным голосованием. Предварительный вариант, который был опубликован на сайте ВРУ, вызывал критику со стороны международных финансовых организаций. Вполне вероятно также, что процесс разработки закона об антикоррупционных судах не пройдет без попыток саботажа работоспособности этих институтов на практике, и таким образом может стать сложным и длительным. Другие нерешенные вопросы, как, например, отсутствие повышений тарифов на отопление вопреки ранее согласованной формуле и недавняя отставка независимого совета директоров Нафтогаза также могут сделать переговоры с МВФ весьма нелегкими. В целом, мы ожидаем большей ясности в отношении позиции Фонда касательно выполнения меморандума украинской стороной после завершения визита Министра финансов Данилюка в Вашингтон на этой неделе. При этом, на сегодняшний день, мы прогнозируем, что выплата следующего транша придется уже на 2018 год, учитывая что до конца 2017 осталось всего 2.5 месяца.

В 3кв17 компания Ferrexpo сократила производство окатышей на 2% кв/кв до 2.5 тыс. т. Согласно пресс-релизу, падение произошло в связи с продолжающимся ремонтом производственной линии. Доля высококачественной продукции с 65% содержанием железа в общем объеме производства уменьшилась на 2 пп до 94%. Индекс цен на железную руду 62% Fe CFR China вырос на 13% кв/кв до 71 \$/т.

Наш взгляд: Сокращение выхода продукции компании не стало для нас неожиданностью и соответствовало ранее озвученным прогнозам менеджмента. Несмотря на то, что цены на железную руду начали снижаться в течение сентября, доходы Ferrexpo на протяжении большей части 3кв17 наверняка оставались высокими, что позволяет нам оставить наш прогноз EBITDA на 2017 год на уровне 540 млн \$. Принимая во внимание отличную ликвидность и высокие показатели кредитоспособности (остались без изменений с нашего предыдущего обзора), мы подтверждаем рекомендацию «покупать» по бумагам эмитента. Мы продолжаем считать, что премия в размере 80бп с которой облигации Ferrexpo торгуются относительно суверенной кривой не оправдана, ввиду наличия дисконта у других качественных корпоративных выпусков (МХП и Кернел).

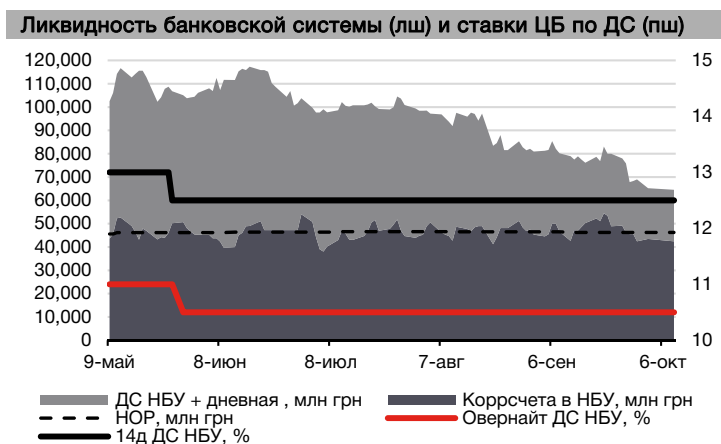
Производственные показатели Ferrexpo

	3кв17	2кв17	1кв17	4кв16	3кв16
Выпуск окатышей	2,493	2,536	2,624	2,873	2,604
кв/кв	-2%	-3%	-9%	10%	-8%
г/г	-4%	-10%	-9%	-4%	-9%
Доля окатышей 65% Fe	94%	96%	94%	95%	94%
62% Fe Platts, \$/т ¹	71	63	86	71	58
кв/кв	13%	-27%	21%	22%	4%
г/г	22%	12%	77%	51%	6%

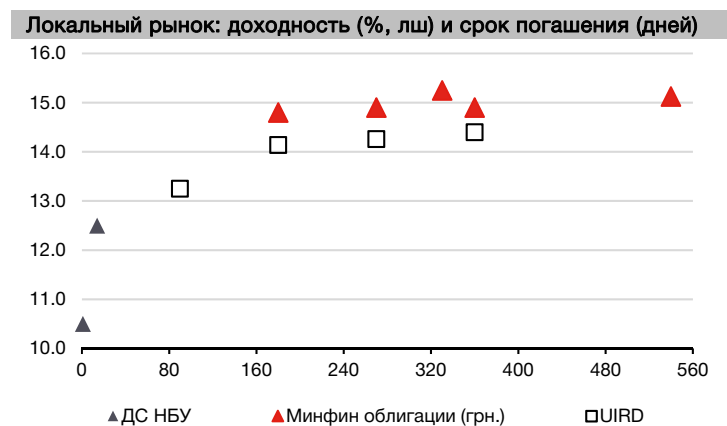
(1) Индекс цен на железную руду (Iron Ore Spot Price Index Fe 62% Import Fine Ore in USD)

Источник: данные компании, Bloomberg, Adamant Capital

Приложение



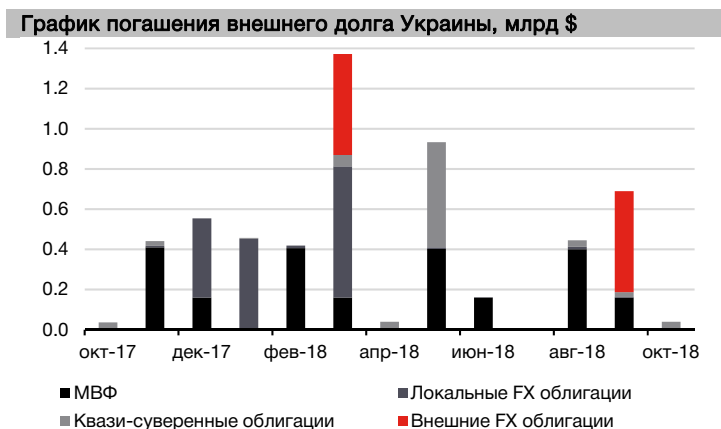
Источник: НБУ, Adamant Capital



Источник: НБУ, Bloomberg, Adamant Capital

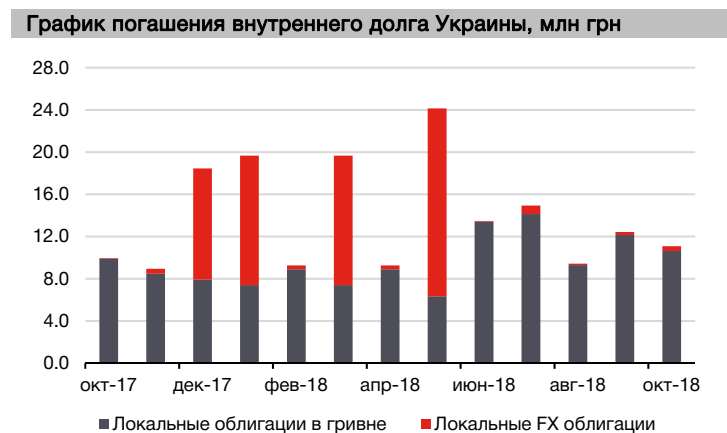
Ликвидность локального рынка (сумма коррсчетов в НБУ, депозитных сертификатов и других внутридневных изменений) уменьшилась на 9.0 млрд грн до 68.9 млрд грн за неделю.

Межбанковский курс грн/\$ на этой неделе снизился, открывшись на отметке 26.32 и закрывшись к концу на уровне 26.58.



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

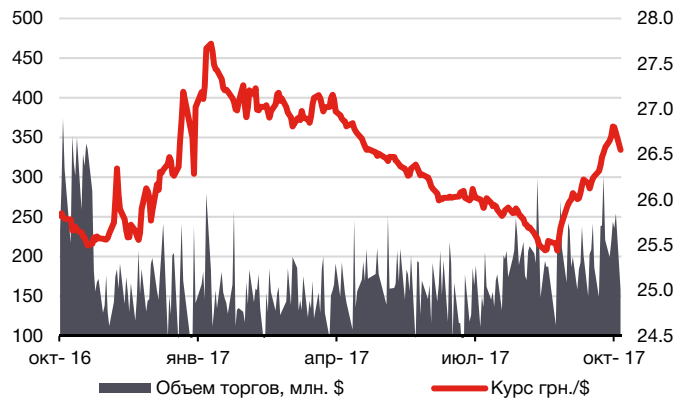
Источник: Bloomberg, Adamant Capital



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

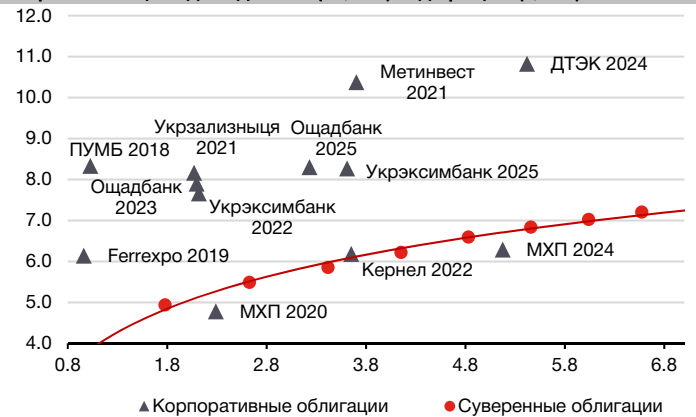
Источник: Минфин

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



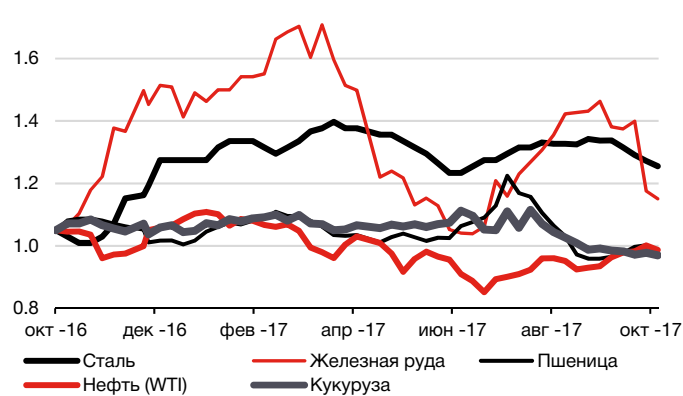
На основе официальных данных межбанковского рынка
Источник: НБУ

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



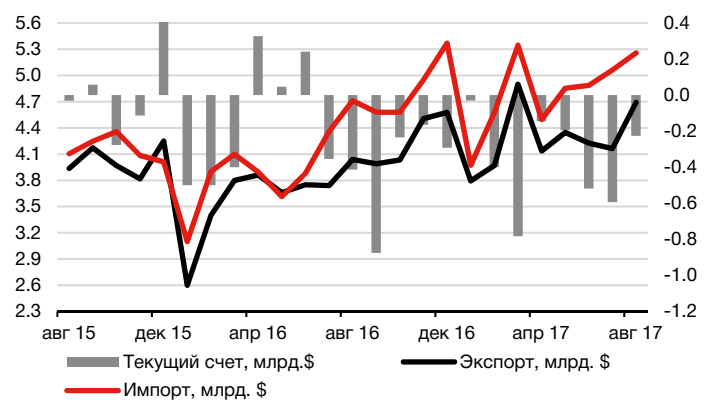
Источник: Bloomberg, Adamant Capital

Мировые индексы цен на сырье



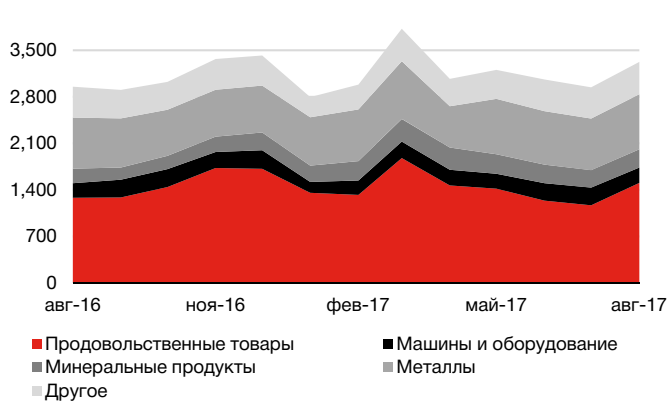
Источник: Bloomberg, Adamant Capital

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



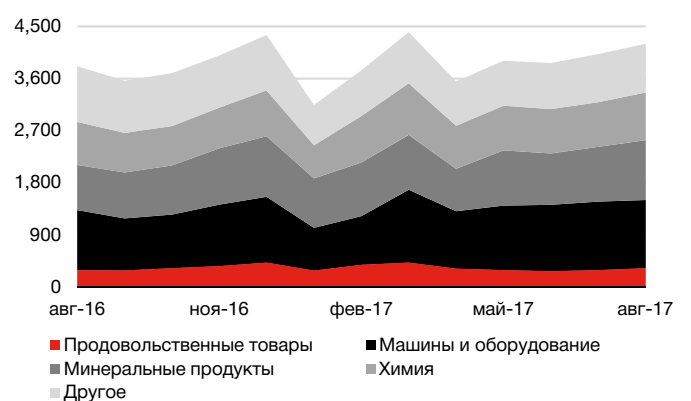
Источник: НБУ

Распределение экспорта Украины за 12м, млн \$



Источник: НБУ

Распределение импорта Украины за 12м, млн \$



Источник: НБУ

Основные макроэкономические показатели								
	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%	2.3%
Номинальный ВВП, млрд грн	456	535	669	723	2 383	584	657	2 828
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%	14.0%
ИПЦ (на конец периода), г/г %	20.9%	6.9%	7.9%	12.4%	12.4%	15.1%	15.6%	11.5%
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%	68.1%
Внешний государственный долг, % ВВП ⁴	49.9%	49.3%	51.2%	49.0%	49.0%	47.1%	47.7%	43.5%
Общий внешний долг, млрд \$	117.4	115.0	116.0	113.5	113.5	113.6	114.8	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	-6.3
Текущий счет, млрд \$	-1.2	0.6	-1.7	-0.7	-3.4	-1.2	-0.8	-4.3
Финансовый счет, млрд \$ ⁵	-0.3	-0.3	-2.2	-1.0	-4.6	-0.6	-2.4	-6.4
Резервы НБУ, млрд \$	12.7	14.0	15.6	15.5	15.5	15.1	18.0	20.0
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	5.3	104.4	-1.1	1.8	1,743
Украина 2023	Держать	1-дек-16	7.8	сен-23	6.7	105.1	0.1	4.8	1,355
Украина 2027	Держать	1-дек-16	7.8	сен-27	7.4	102.3	-0.3	7.1	1,307
МХП 2020	Держать	18-июл-17	8.3	апр-20	4.8	107.9	-0.1	2.3	750
МХП 2024	Держать	18-июл-17	7.8	май-24	6.4	107.3	-0.3	5.2	500
ДТЭК 2024	Покупать	5-сен-17	10.8	дек-24	10.9	99.3	1.1	5.4	1,275
Феррэкспо 2019	Покупать	10-окт-17	10.4	апр-19	6.1	106.0	0.2	0.9	160
Метинвест 2021	Покупать	5-сен-17	9.4	дек-21	10.5	101.5	0.9	3.7	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	256.3	22.5	-0.1	0.9	213
ПУМБ 2018	Покупать	5-сен-17	11.0	дек-18	8.7	102.7	-0.6	1.0	197
ПриватБанк 2018 (10.250)	Продавать	5-сен-17	10.3	янв-18	1350.3	19.8	0.1	0.3	160
ПриватБанк 2018 (10.875)	Продавать	5-сен-17	10.9	фев-21	988.7	20.3	0.0	0.4	220
Ощадбанк 2023	Покупать	5-сен-17	9.4	мар-23	8.0	106.1	0.1	2.1	700
Ощадбанк 2025	Покупать	5-сен-17	9.6	мар-25	8.4	106.8	-0.3	3.2	500
Укрэксимбанк 2022	Покупать	5-сен-17	9.6	апр-22	7.7	107.1	0.0	2.1	750
Укрэксимбанк 2025	Покупать	5-сен-17	9.8	янв-25	8.4	107.3	-0.1	3.6	600
Укрэксимбанк 2021	Покупать	3-окт-17	9.9	сен-21	8.2	105.4	0.1	2.1	500
Мрия 2018	Продавать	20-июн-17	9.5	апр-18	2656.7	6.0	0.4	0.5	400
Кернел 2022	Держать	25-июл-17	8.8	янв-22	6.2	109.5	-0.1	3.7	500

Источник: Bloomberg

Календарь событий на 2 недели		
Событие	Тип даты	Дата
Метинвест – финансовые результаты за 1п17	Индикативная	11 окт
МХП – операционные результаты за 3кв и 9мес 2017	Точная	18 окт
ГССУ – статистика по сельхозпроизводству	Точная	18 окт
ГССУ – статистика по товарообороту	Точная	19 окт
ГССУ – статистика по транспорту	Точная	20 окт
Кернел – финансовые результаты за 2017	Точная	23 окт
Укрэксимбанк – финансовые результаты за 3кв17 МСФО	Индикативная	23 окт
ГССУ – статистика промышленности	Точная	23 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

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 копирована или воспроизведена без предварительного согласия Adamant Capital.