

Еженедельный обзор

- Профицит консолидированного бюджета за 9 месяцев 2017 составил 2.0% от номинального ВВП
- Дефицит текущего счета платежного баланса увеличился на 55 млн \$ г/г до 998 млн \$ в сентябре
- НБУ увеличил учетную ставку на 100 бп до 13.5% и обновил прогноз роста реального ВВП
- Компания Авангард не выплатила октябрьский купон по своим еврооблигациям
- EBITDA компании Метинвест в августе снизилась на 2% м/м до 138 млн \$

Профицит консолидированного бюджета за 9 месяцев 2017 составил 2.0% от номинального ВВП (42 млрд грн). Доходы увеличились на 41% г/г с наибольшим вкладом в рост от сборов НДС (частично благодаря отмене субсидий для аграриев и инфляции), а также от неналоговых платежей (включая трансферты от НБУ в размере 30 млрд грн). Расходы повысились на 26%, увеличив, по сравнению с прошлым годом, больше всего финансирование образования, экономическая деятельности и социального обеспечения (в сумме получили более половины всех дополнительных средств). Поскольку эмиссия ОВГЗ для докапитализации государственных банков за период составила 49 млрд грн, широкий дефицит достиг 0.3% от ВВП, по сравнению с 2.8% в прошлом году.

Наш взгляд: Несмотря на то, что консолидированный бюджет за 9 месяцев 2017 удалось свести с профицитом, планы по расходам на 4кв17 грозят полностью перевернуть ситуацию. Согласно нашим расчетам, если отчисления произойдут в соответствии с прогнозами службы Казначейства, то дефицит составит 3.7% от номинального ВВП. В случае осуществления такого сценария, вероятно, последует критика от международных финансовых организаций, поскольку цифра превысит как изначально озвученный план, так и прогнозы МВФ (2.9% и 3.1% от ВВП, соответственно). Как следствие, такое развитие событий может повлечь за собой ожесточенные дискуссии относительно бюджета 2018 и дальнейшие задержки с выделением донорских средств.

Сводный бюджет за 9м18, млрд грн

	9м17	9м16	г/г 2017п	г/г	г/г
Доходы	741	525	41%	989	26%
НДС	224	168	33%	303	29%
Налог на прибыль	53	40	33%	73	21%
Акцизы	81	65	25%	117	30%
НДФЛ	132	98	34%	178	29%
Рента	41	31	32%	52	11%
Импортные пошлины	17	14	18%	23	15%
Местные налоги	38	31	26%	48	15%
Неналоговые доходы	122	62	96%	146	16%
Другое	33	15	120%	48	103%
Расходы	700	557	26%	1,087	30%
Обслуживание долга	88	77	15%	114	19%
Гос. функции	36	24	50%	60	58%
Оборона	45	40	13%	77	30%
Безопасность и суды	57	45	26%	87	21%
Эконом. деятельность	55	36	55%	114	72%
Коммун. хозяйство	14	9	47%	27	53%
Медицина	66	47	41%	101	34%
Образование	121	88	38%	184	42%
Соц. обеспечение	197	177	11%	289	12%
Другое	20	14	39%	34	46%
Чистый долг	0	0	nm	8	352%
Дефицит свод. бюджета	-42	32	nm	106	94%
% ВВП	-2.0%	1.9%	-3.9pp	3.7%	1.5pp
ОВГЗ на Нефтегаз	0	0	nm	0	nm
ОВГЗ на банки и ФГВ	49	14	242%	66	-49%
Финанс. нужды (МВФ) ²	7	46	-85%	172	-7%
% ВВП	0.3%	2.8%	-2.4pp	6.1%	-1.6pp
Предоставл. гарантии	0	0	nm	0	nm
Широкий дефицит ³	7	46	-85%	172	-15%
% ВВП	0.3%	2.8%	-2.4pp	6.1%	-28%
Номинальный ВВП ⁴	2,046	1,660	23%	2,825	19%

Примечание. П – плановые показатели на конец 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

Дефицит текущего счета платежного баланса увеличился на 55 млн \$ г/г до 998 млн \$ в сентябре. Торговый баланс страны ухудшился на 46 млн \$. Финансовый счет продемонстрировал приток в размере 1.6 млрд \$ (+254 млн \$ по сравнению с прошлым годом), в результате которого профицит платежного баланса достиг 637 млн \$ (+194 млн \$ г/г).

Наш взгляд: Динамика текущего счета в этом месяце совпала с нашими ожиданиями, продемонстрировав некую сезонность дефицита в связи с выплатой купонов по суверенным еврооблигациям на общую сумму в размере 0.5 млрд \$. Торговый баланс снизился по сравнению с прошлым годом всего на 46 млн \$, несмотря на дополнительный импорт угля (+60% г/г) и продукции машиностроения (+30% г/г в связи с увеличенным спросом на автомобили), благодаря росту экспорта сельскохозяйственной продукции (в основном, растительного масла и масличных культур), железной руды (средняя цена выросла на 24% г/г) и услуг (IT, транзитных и транспортных). Дефицит текущего счета за 9 месяцев 2017 вышел на уровень в 3.0 млрд \$ (на 0.3 млрд \$ выше в годовом сопоставлении) и, в целом, соответствует нашему годовому прогнозу равному 4.0 млрд \$ (+0.6 млрд г/г). По финансовому счету наблюдался существенный приток м/м, преимущественно благодаря размещению еврооблигаций 2032 на сумму 3.0 млрд \$ (что принесло в чистом виде 1.4 млрд \$ после частичного погашения суверенных бумаг 2019 и 2020). В прошлом году, привлечения тоже были осуществлены, но лишь в размере 1.0 млрд \$ (благодаря кредитным гарантиями USAID). Объем розничной торговли валютой снизился до минимального уровня за 6 месяцев (167 млн \$), а банки увеличили чистые активы на балансе на 159 млн \$ м/м. В то же время, объемы кредитования частного сектора и торговых операций остались высокими и, таким образом, компенсировал отток. В целом, мы оставляем без изменений наш прогноз международных валютных резервов на конец декабря в размере 18.0 млрд \$.

НБУ увеличил учетную ставку на 100 бп до 13.5% и обновил прогноз роста реального ВВП. Согласно пресс-релизу, более строгая монетарная политика необходима для сдерживания роста цен (связан со сниженным производством некоторых сельскохозяйственных культур, повышением социальных расходов из бюджета и увеличенным потребительским спросом), а также для улучшения инфляционных ожиданий. Официальный прогноз роста ИПЦ на год был повышен до 12.2% с 9.1% на конец 2017 и до 7.3% с 6.0% на конец 2018. Регулятор также пересмотрел прогноз реального ВВП на текущий год до 2.2% с 1.6% ранее. Следующее заседание правления НБУ по вопросам монетарной политики состоится 14 декабря, в соответствии с ранее обнародованным графиком.

Наш взгляд: Повышение учетной ставки не стало для нас абсолютной неожиданностью, учитывая существенное отклонение инфляция от установленного регулятором целевого диапазона ($8 \pm 2\%$), недавно принятую пенсионную реформу (которая существенно увеличила выплаты пенсионерам), а также девальвацию гривны на 4% с начала месяца. На 2018 год мы выделяем следующие ключевые риски роста ИПЦ: повышение коммунальных тарифов (в основном, для уравнивания себестоимостью импортированного газа), предвыборные расходы (как в форме бюджетного, так и частного финансирования), а также повышение общей неопределенности в связи с дальнейшим откладыванием реформ. Наш текущий прогноз учетной ставки на декабрь 2017 и 2018 составляет 13.5% и 11.5%, соответственно. Новая оценка НБУ роста ВВП на этот год полностью совпадает с нашими ожиданиями, и поэтому неудивительна.

Показатели платежного баланса, млн \$				
	сен-17	сен-16	9м17	9м16
Экспорт:	4,654	4,000	39,058	32,855
м/м	-2%	-2%		
г/г	16%	-5%	19%	-8%
Импорт:	5,326	4,626	43,323	36,799
м/м	2%	-5%		
г/г	15%	8%	18%	0%
ТБ ⁽¹⁾ :	-672	-626	-4,265	-3,944
м/м	-160	149		
г/г	-46	-556	-321	-2,922
CA ⁽²⁾ :	-998	-943	-3,043	-2,699
м/м	-825	-453		
г/г	-55	-1,088	-344	-2,806
FA ⁽³⁾ :	-1,634	-1,380	-4,951	-3,596
м/м	-944	-887		
г/г	-254	-1,182	-1,355	-4,155
BoP ⁽⁴⁾ :	637	443	1,919	976
м/м	119	427		
г/г	194	96	943	978
Funding flow ⁽⁵⁾ :	409	-340	2,394	953

(1) Торговый баланс

(2) Счет текущих операций

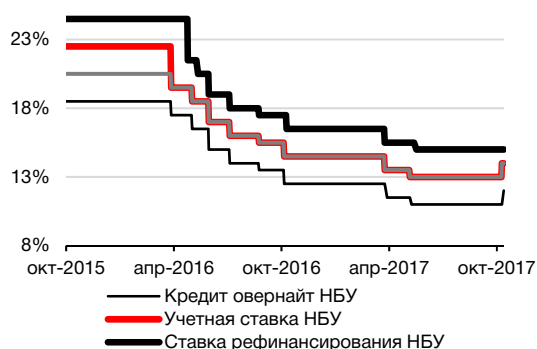
(3) Счет финансовых операций

(4) Платежный баланс

(5) Приток капитала в частный сектор из-за рубежа

Источник: НБУ, Adamant Capital

Динамика процентных ставок



Источник: НБУ

Компания Авангард не выплатила октябрьский купон по своим еврооблигациям. Согласно пресс-релизу, эмитент рассчитывает включить этот платеж вместе с аналогичным пропущенным 2 мая в предстоящее соглашение о реструктуризации.

Наш взгляд: Продолжающийся дефолт не удивителен, учитывая, что Авангард в настоящее время проводит переговоры с кредиторами касательно пересмотра своих долговых обязательств вместе с его материнской компанией – Укрлэндфарминг. Мы продолжаем придерживаться негативных взглядов по поводу эмитента в целом, принимая во внимание недостаток прозрачности и оторванные от рыночных трендов финансовые показатели.

Цены облигаций Авангарда и Укрлэндфарминга

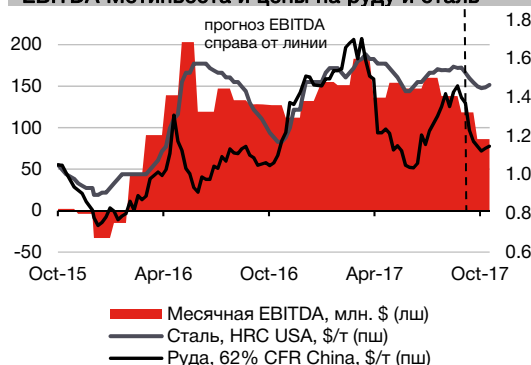


Источник: Bloomberg, данные компаний

EBITDA компании Метинвест в августе снизилась на 2% м/м до 138 млн \$ (без учета доходов от совместных предприятий). Согласно нашим подсчетам, средние цены реализации железной руды и стали компанией выросли на 18% и 1% м/м, соответственно. Денежный поток от операционной деятельности составил 45 млн \$ против 132 млн \$ в связи с инвестированием 65 млн \$ в оборотный капитал. Остатки денежных средств на конец периода увеличились на 20% м/м, достигнув 342 млн \$.

Наш взгляд: EBITDA компании в этом месяце слегка превысила наши ожидания, поскольку фактическая цена реализации руды оказалась немного выше наших предположений (возможно, в результате налаживания поставок сырья для ДМК). В этом свете снижение средней себестоимости производства стали на тонну на 2% м/м выглядит несколько удивительно, хотя может быть объяснено изменением структуры продаж. В целом же, наш прогноз EBITDA компании на 2017 год (без учета совместных предприятий) остается без изменений в размере 1.4 млн \$. Таким образом, мы ожидаем, что соотношение чистого долга к EBITDA составит 1.6-1.7 (в зависимости от размера дальнейших вкладов в оборотный капитал) к концу декабря. Мы также подтверждаем нашу рекомендацию «Покупать» по бумагам эмитента, учитывая премию по доходности в размере 430 бп к суверенной кривой, которая выглядит несколько необоснованной на фоне вполне удовлетворительных кредитных метрик компании. К тому же, холдинг предлагает дополнительные гарантии держателям облигаций после недавно проведенной реструктуризации.

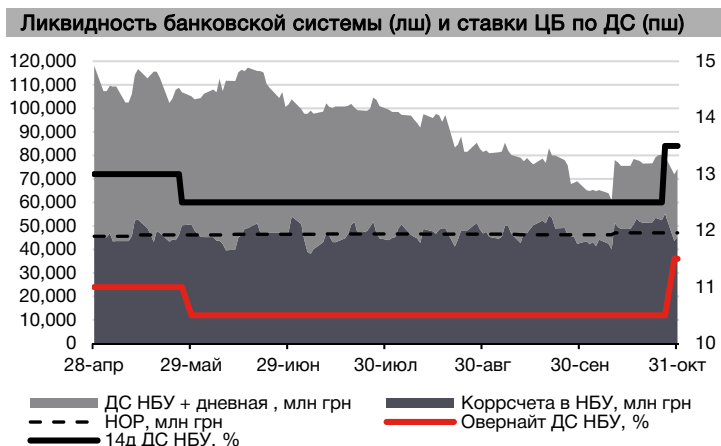
EBITDA Метинвеста и цены на руду и сталь



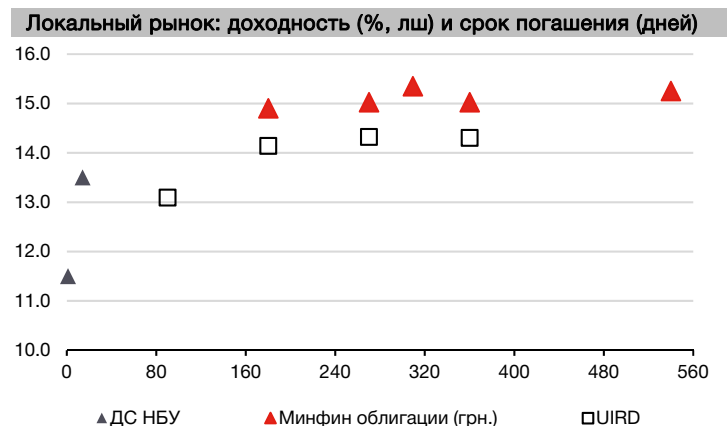
EBITDA включает доходы от совместных предприятий; цены на сталь и железную руду перебазируются к 1; прогнозные данные EBITDA – с сентября 2017

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) снизилась на 4.94 млрд грн до 74.24 млрд грн за неделю. 31 октября Министерство финансов разместило облигаций в национальной валюте на 1.1 млрд грн с погашением в сентябре 2018, июле 2019 и августе 2020 г и доходностью 14.70%, 14.85% и 14.94%, соответственно.

Межбанковский курс грн/\$ на этой неделе немного понизился, открывшись на отметке 26.67 и закрывшись к концу на уровне 26.86.



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

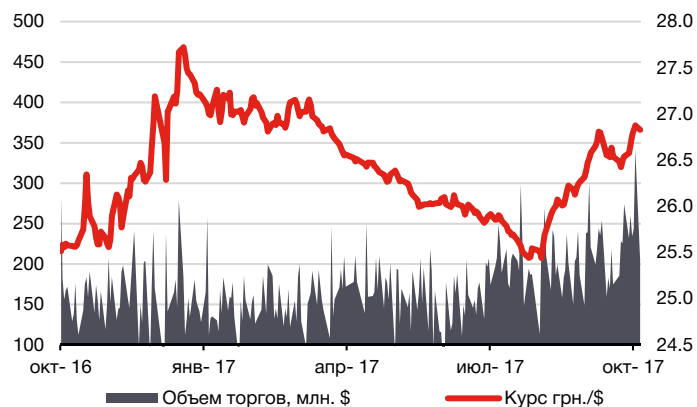
Источник: Bloomberg, Adamant Capital



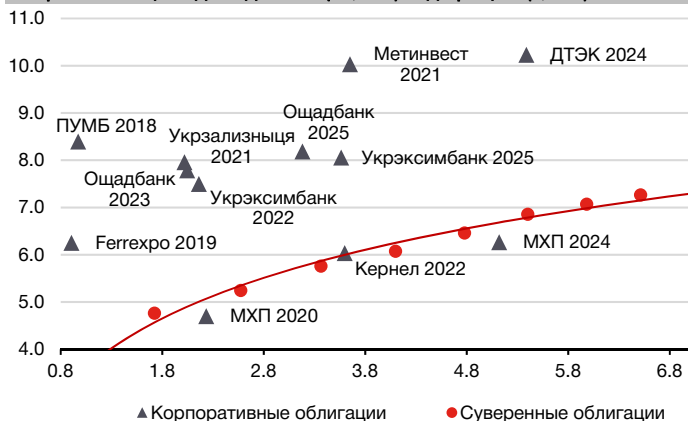
По курсу грн/\$ на уровне 27.5; EUR/\$ курс на уровне 1.07

Источник: Минфин

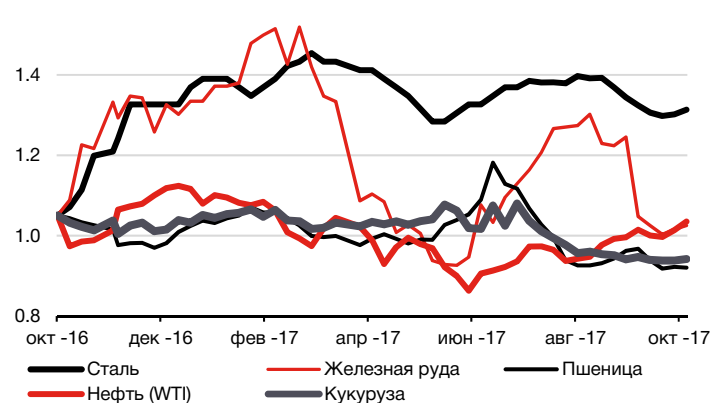
Курс валюты (пш) и объем межбанковских торгов (лш)



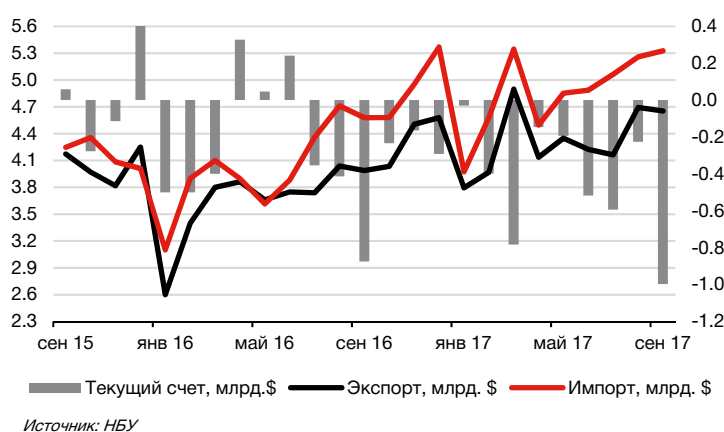
Еврооблигации: доходность (% лш) и дюрация (г, пш)



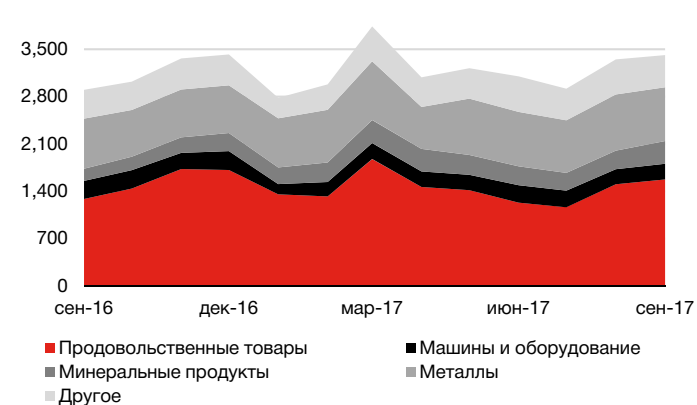
Мировые индексы цен на сырье



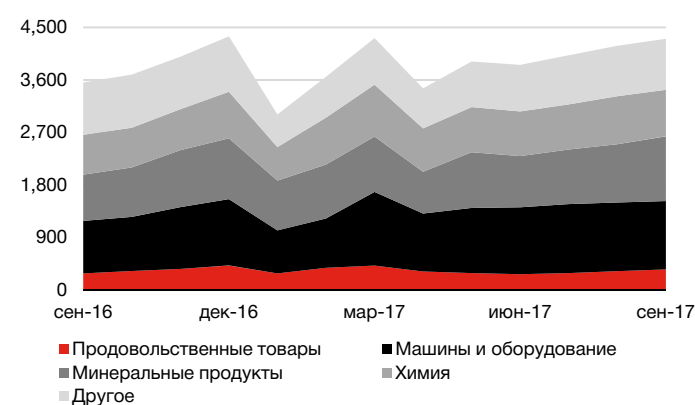
Внешняя торговля (лш) и баланс текущих операций (пш)



Распределение экспорта Украины за 12м, млн \$



Распределение импорта Украины за 12м, млн \$



Основные макроэкономические показатели								
	1кв16	2кв16	3кв16	4кв16	2016	1кв17	2кв17	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	2 828
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	18.0
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	4.8	105.2	0.2	1.7	661
Украина 2023	Держать	1-дек-16	7.8	сен-23	6.5	106.2	0.7	4.8	1,355
Украина 2027	Держать	1-дек-16	7.8	сен-27	7.3	103.0	0.5	7.0	1,307
Украина 2032	Держать	1-дек-16	7.4	сен-32	7.5	98.6	0.9	8.9	3,000
МХП 2020	Держать	24-окт-17	8.3	апр-20	4.7	108.0	0.0	2.2	505
МХП 2024	Держать	24-окт-17	7.8	май-24	6.3	107.8	107.8	5.1	500
ДТЭК 2024	Покупать	5-сен-17	10.8	дек-24	10.2	103.2	0.2	5.4	1,309
Феррэкспо 2019	Покупать	10-окт-17	10.4	апр-19	6.3	105.5	0.1	0.9	161
Метинвест 2021	Покупать	17-окт-17	9.4	дек-21	10.0	103.9	-0.2	3.7	1,217
Укрлендфарминг 2018	Продавать	17-июн-17	10.9	мар-18	684.6	26.7	0.1	nm	543
Авангард 2018	Продавать	4-апр-17	10.0	окт-18	272.5	20.9	-1.9	1.0	214
ПУМБ 2018	Покупать	5-сен-17	11.0	дек-18	8.4	102.8	-0.8	1.0	103
ПриватБанк 2018 (10.250)	Продавать	5-сен-17	10.3	янв-18	1933.8	18.7	-1.0	0.2	160
ПриватБанк 2018 (10.875)	Продавать	5-сен-17	10.9	фев-21	1405.4	18.1	-0.2	0.3	175
Ощадбанк 2023	Покупать	5-сен-17	9.4	мар-23	7.8	106.8	-0.1	2.0	700
Ощадбанк 2025	Покупать	5-сен-17	9.6	мар-25	8.2	107.8	-0.7	3.2	500
Укрэксимбанк 2022	Покупать	5-сен-17	9.6	апр-22	7.5	108.0	-0.1	2.2	750
Укрэксимбанк 2025	Покупать	5-сен-17	9.8	янв-25	8.1	109.1	0.0	3.6	600
Укрзализныця 2021	Покупать	24-окт-17	9.9	сен-21	8.0	106.2	-0.2	2.0	500
Мрия 2018	Продавать	20-июн-17	9.5	апр-18	4095.8	5.0	0.3	0.5	400
Кернел 2022	Держать	25-июл-17	8.8	янв-22	6.0	110.0	0.2	3.6	500

Источник: Bloomberg

Календарь событий на 2 недели		
Событие	Тип даты	Дата
Метинвест - операционные результаты за 3кв и 9мес	Индикативная	1 ноя
НБУ - статистика по международным резервам	Индикативная	6 ноя
ГССУ - статистика по инфляции	Точная	8 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

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.