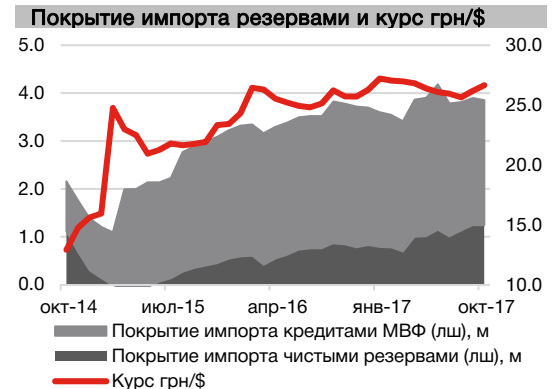


Еженедельный обзор

- Валютные резервы в НБУ выросли на 1% м/м до 18.7 млрд \$ к концу октября
- Выпуск чугуна компанией Ментинвест в 3кв17 не изменился в квартальном сопоставлении
- Банки опубликовали результаты за 3кв17: чистая прибыль Ощадбанка, Укрэксимбанка, Приватбанка и ПУМБа составил 6 млн \$, 28 млн \$, 50 млн \$ и 7 млн \$ соответственно

Валютные резервы в НБУ выросли на 1% м/м до 18.7 млрд \$ к концу октября. Крупнейшими поступлениями послужили размещения ОВГЗ на сумму 170 млн \$ и операция swar с локальным банком в размере 100 млн \$. Отток валюты был вызван, прежде всего, интервенциями на межбанковском рынке в объеме 147 млн \$. Процентные и амортизационные платежи по государственному долгу составили всего 31 млн \$.

Наш взгляд: Учитывая отсутствие купонных платежей по государственным бумагам в этом месяце, мы ожидаем, что развернутая статистика по платежному балансу продемонстрирует сокращение дефицита текущего счета до 200 млн \$. Наличие интервенций и незначительные объемы розничной продажи валюты свидетельствуют о недостаточности поступлений по финансовому счету в частном секторе. Хотя подобная тенденция может продолжиться и до конца года, недавнее повышение учетной ставки НБУ, делает ее менее вероятной чем мы считали ранее. Поддерживать уровень резервов могут также помочь дополнительные привлечения через ОВГЗ и свопы на подобие октябрьским. С учетом вышесказанного, мы повышаем наш прогноз этого показателя на конец декабря до 18.5 млрд \$. Касательно 2018 года, согласно нашему базовому сценарию развития событий, Украине все же удастся получить транш от МВФ на сумму 2.0 млрд \$, что позволит также привлечь 0.5 млрд \$ от Всемирного банка и провести размещение суверенных еврооблигаций на сумму 1.5 млрд \$. Учитывая предстоящие платежи, резервы, по нашим прогнозам, составят примерно 20.5 млрд \$ на конец периода.



Выпуск чугуна компанией Ментинвест в 3кв17 не изменился в квартальном сопоставлении (2.0 млн т), однако остался на 13% ниже уровня прошлого года. Значение показателя за 9м17 снизилось на 9% г/г. Производство железной руды сократилось на 3% кв/кв и на 5 % г/г до 6.8 млн т.

Наш взгляд: Объемы производства чугуна и железной руды в целом соответствовали нашим ожиданиям. Сокращение выпуска металлопродукции отразило потерю контроля компании над Енакиевским метзаводом в феврале. Согласно нашим оценкам, операционные показатели обоих сегментов 4кв17 останутся приблизительно на том же уровне, что позволяет оставить наши прогнозы по EBITDA на 2п17 и на 2017 год без изменений – равными 0.6 млрд \$ и 1.4 млрд \$ соответственно (исключая доходы от совместных предприятий). Учитывая, что рыночная цена бумаг эмитента практически не изменилась с момента нашего последнего обзора, мы оставляем рекомендацию «покупать» по облигациям компании.

Операционные результаты Ментинвест за 3кв17

	2кв17	1кв17	кв/кв	2кв16	г/г
Сталь, тыс т	1,802	1,853	-3%	2,149	-16%
Чугун, тыс т	2,026	2,025	0%	2,332	-13%
Азовсталь, тыс т	868	945	-8%	821	6%
ММКИ, тыс т	1,158	1,080	7%	1,033	12%
ЕМЗ, тыс т	0	0	нс	478	нс
Железная руда, тыс т ⁽¹⁾	6791	6969	-3%	7137	-5%
Железная руда, \$/т ⁽²⁾	71	63	13%	58	22%
Сталь, \$/т ⁽³⁾	621	613.5	1%	575	8%

(1) Железорудный концентрат

(2) Железорудный концентрат (Fe 62%) Китай

(3) Горячий прокат США

Источник: данные компании, Bloomberg, Adamant Capital

Банки опубликовали результаты за 3кв17: чистая прибыль Ощадбанка, Укрэксимбанка, Приватбанка и ПУМБа составил 6 млн \$, 28 млн \$, 50 млн \$ и 7 млн \$ соответственно. Банковская система в целом показала прибыль в размере 118 млн \$. Маржа чистого процентного дохода у Ощадбанка и Укрэксимбанка достигла 3.2% и 1.9% (у Укрэксимбанка немного снизилась по сравнению с предыдущим кварталом), у ПУМБа - 8.2% (практически без изменений в квартальном сопоставлении) и у Приватбанка - 4.9% (+0.5 кв/кв). Отчисления в резервы по системе сократились на 54% кв/кв до 238 млн \$, причем доля ПриватБанка составила всего 11%. Объем обесцененных кредитов уменьшился на 2% в целом по сектору (за исключением финансовых учреждений, которые находятся в процессе банкротства), и у большинства банков наблюдалось незначительное снижение данного показателя. Значения CAR, согласно стандартам Базель-I, у Ощадбанка и Укрэксимбанка выросли на 0.6 пп и 1.8 пп кв/кв до 21% и 25% соответственно. По нашим оценкам CAR Приватбанка вырос до 18.2% (+13.5 пп кв/кв) благодаря докапитализации в размере 0.9 млрд \$ в июле. CAR ПУМБа снизился на 1.6 пп до 15.5%, в то время как значение по системе увеличилось на 2.9 пп до 15.3%. Общий объем депозитов в банках практически не изменился в долларовом эквиваленте, хотя Ощадбанк, Укрэксимбанк и Приватбанк продемонстрировали отток, а ПУМБ привлек дополнительные 4.5% кв/кв. Все учреждения, кроме Укрэксима, существенно увеличили чистые кредиты, а по системе в целом наблюдался рост в размере 1.3% (несмотря на девальвацию гривны на 2% на конец периода).

Наш взгляд: Хотя Ощадбанк и Укрэксимбанк продемонстрировали существенное снижение NPL за период (на 23% и 14% соответственно), объем обесцененных кредитов обоих практически не изменился (кроме расформирований резервов на 21 млн \$ Укрэксимом). Сочетание таких показателей, вероятно, свидетельствует о проведении реструктуризации портфеля в части задолженности, просроченной более 90 дней. Прибыль Ощадбанка продолжает отставать от аналогичного показателя Укрэксима вследствие существенно больших операционных затрат (в 4 раза, несмотря на лишь 30% разницу в валюте баланса). Значения CAR, согласно Базель-I, у обоих остались поразительно высокими (превышает 20% у каждого), однако, вероятно, выглядят более умеренно при расчетах по методологии НБУ, которая в последнее время выдвигает все более строгие требования. Наше мнение касательно еврооблигаций этих двух банков не поменялось: мы считаем, что они являются частью государственного баланса и, таким образом, фактически несут риск суверена. Основным изменением касающимся Приватбанка относительно предыдущего квартала стала докапитализация на сумму 0.9 млрд \$, которая, согласно нашим расчетам, привела к скачку CAR более, чем на 13 пп до 18%. Учитывая, что дополнительные 0.6 млрд \$ ожидаются в течение нескольких месяцев и, что 80% валовых кредитов покрыты резервами, мы считаем, что вопрос платежеспособности этого учреждения больше не актуален. Держатели списанных еврооблигаций Приватбанка сейчас отстаивают свои права в судах, и, хотя добиться выплат теоретически возможно, рынок оценивает реальную текущую стоимость этих бумаг на уровне всего 20% от номинала. ПУМБ продолжил демонстрировать самую высокую чистую процентную маржу среди представленных банков (8.2% в долларовом эквиваленте, что, является довольно существенным показателем, учитывая текущие условия). Банку также удалось увеличить депозиты (+5% кв/кв) и чистые кредиты (+8% кв/кв), причем последние выросли благодаря вкладам несвязанных сторон. Резервы ПУМБа снизились на 17% кв/кв как следствие от списания безнадежных долгов. Мы оставляем наши рекомендации на отметке «покупать» для бумаг Ощадбанка, Укрэксимбанка и ПУМБа и «продавать» для всех облигаций Приватбанка.

Финрезультаты банков за 3кв17, млн \$					
	Ощад	Эксим	Приват	ПУМБ	БС ¹
Проц. доход	50	23	87	30	529
кв/кв	-4%	-16%	31%	9%	12%
Отчисл. РВПС ²	-12	21	-27	-20	-238
кв/кв	418%	nm	-83%	59%	-54%
Переоценка ФИ ³	13	12	25	0	0%
кв/кв	nm	3%	nm	nm	nm
Курс. разницы	-13	-13	-29	6	0%
кв/кв	-134%	-133%	-141%	nm	nm
Прибыль	6	28	50	7	118
кв/кв	-2%	82%	nm	55%	nm
Депозиты	5,678	3,278	7,626	1,317	32,430
кв/кв	-1.1%	-5.1%	-0.2%	4.5%	0.1%
Кредиты	2,651	2,160	1,792	936	19,928
кв/кв	5.1%	-1.0%	5.6%	8.2%	1.3%
CAR ⁴	20.7%	25.4%	18.2%	15.5%	15.3%
кв/кв	0.6pp	1.8pp	13.5pp	-1.6pp	2.9pp
NIM ⁵	3.2%	1.9%	4.9%	8.2%	nm
кв/кв	-0.04pp	-0.35pp	0.45pp	0.19pp	nm
NPL ⁶	1,448	1,467	na	na	na
кв/кв	-23%	-14%	nm	nm	nm
Обесц. кредиты ⁷	3,000	2,459	7,843	308	21,461
кв/кв	0%	-2%	na	na	-2%
РВПС	1,914	1,737	7,190	277	17,533
кв/кв	0%	-2%	-1%	-17%	-1%
NPL/валовые	31.7%	37.7%	na	na	na
кв/кв	-11pp	-6pp	nm	nm	nm
Обесц./валовые	66%	63%	87%	25%	57%
кв/кв	-2pp	0pp	na	na	-2pp
РВПС/валовые	42%	45%	80%	23%	47%
кв/кв	-1pp	0pp	-1pp	-5pp	-1pp

(1) Банковская система

(2) Резервы, сформированные под плохие активы

(3) Переоценка финансовых инструментов

(4) Коэффициент адекватности капитала - Базель I для банков, и H2 для системы. Наша оценка для Приватбанка

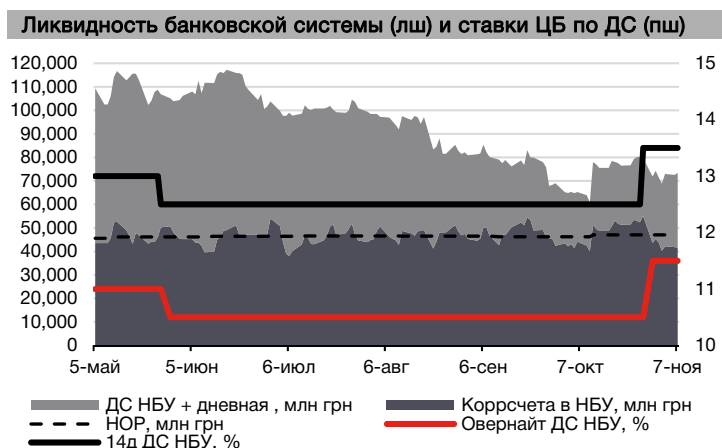
(5) Чистая процентная маржа - сумма чистого процентного дохода, деленная на генерирующие проценты активы; долларовый эквивалент в годовом измерении

(6) Кредиты, просроченные более 90 дней

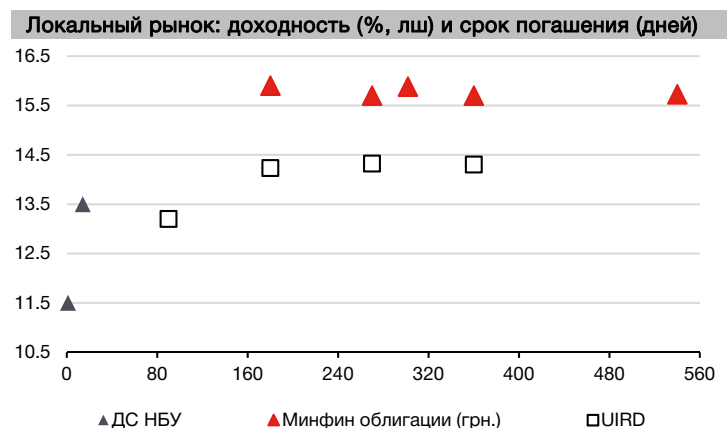
(7) Обесцененные кредиты. Для Приватбанка и ПУМБа значения оценены на основании данных НБУ

Источник: НБУ, оценки Adamant Capital

Приложение



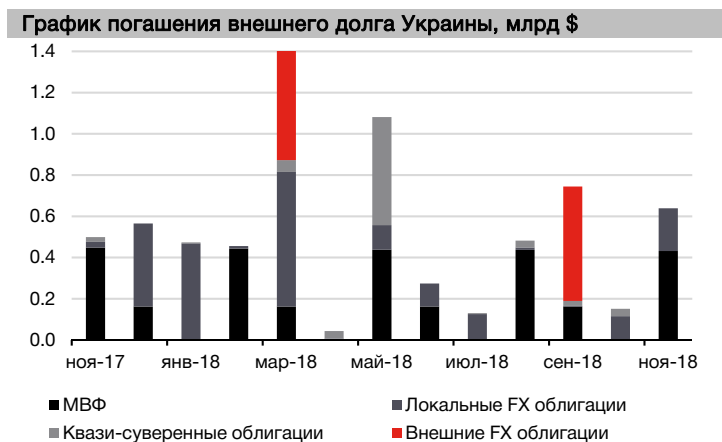
Источник: НБУ, Adamant Capital



Источник: НБУ, Bloomberg, Adamant Capital

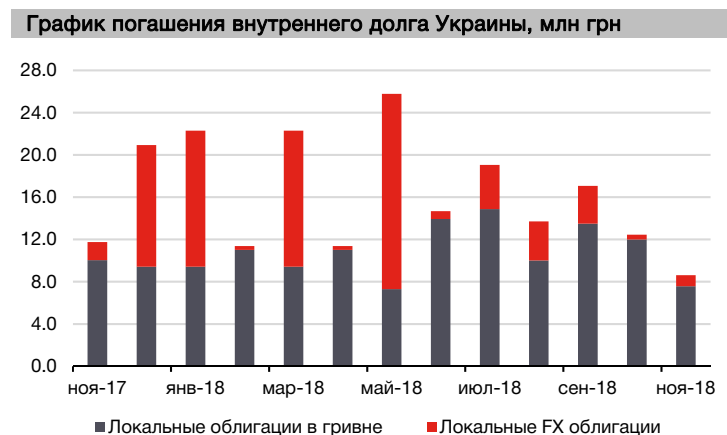
Ликвидность локального рынка (сумма коррсчетов в НБУ, депозитных сертификатов и других внутридневных изменений) снизилась на 0.93 млрд грн до 73.30 млрд грн за неделю.

Межбанковский курс грн/\$ на этой неделе немного укрепился, открывшись на отметке 26.86 и закрывшись к концу на уровне 26.75.



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

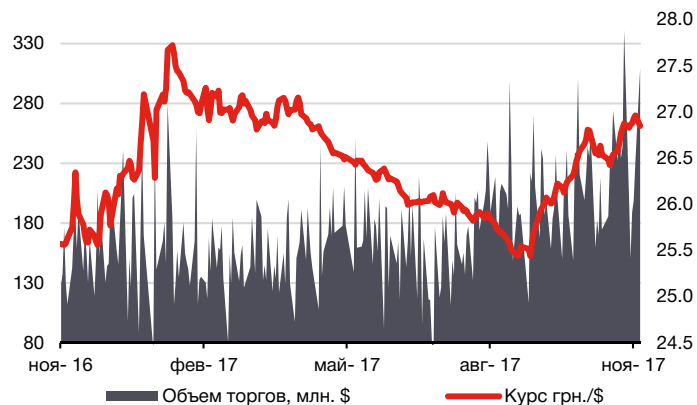
Источник: Bloomberg, Adamant Capital



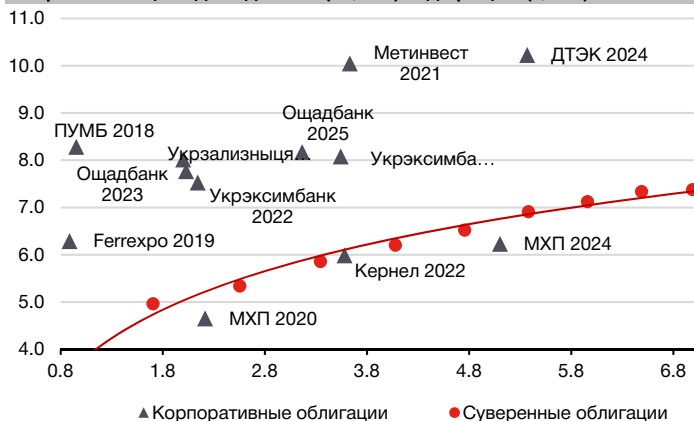
По курсу грн/\$ на уровне 26.85; EUR/\$ курс на уровне 1.16

Источник: Минфин

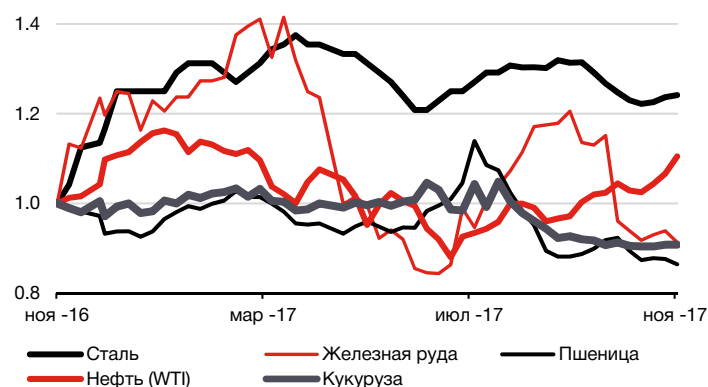
Курс валюты (пш) и объем межбанковских торгов (лш)



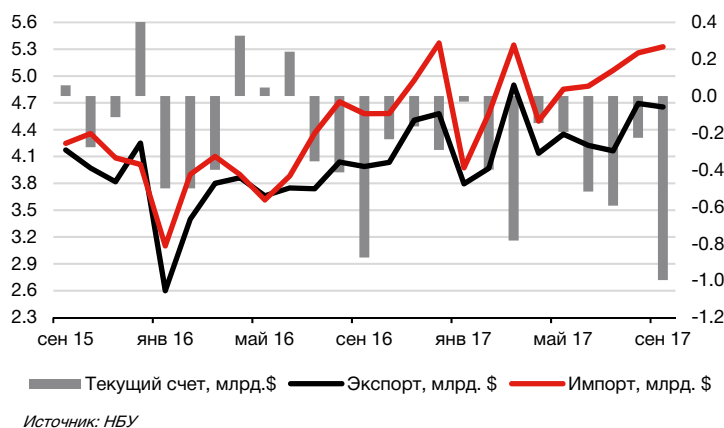
Еврооблигации: доходность (% лш) и дюрация (г, пш)



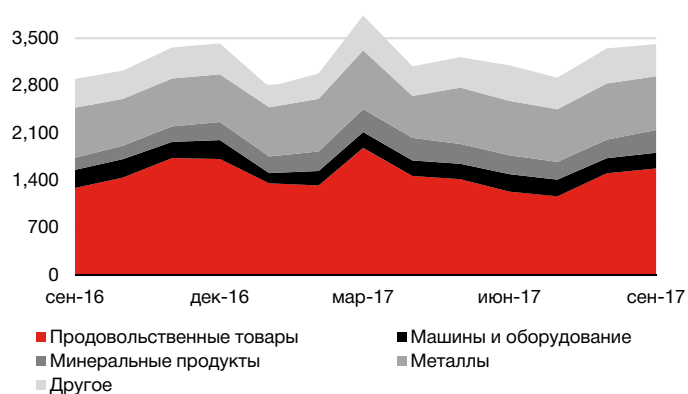
Мировые индексы цен на сырье



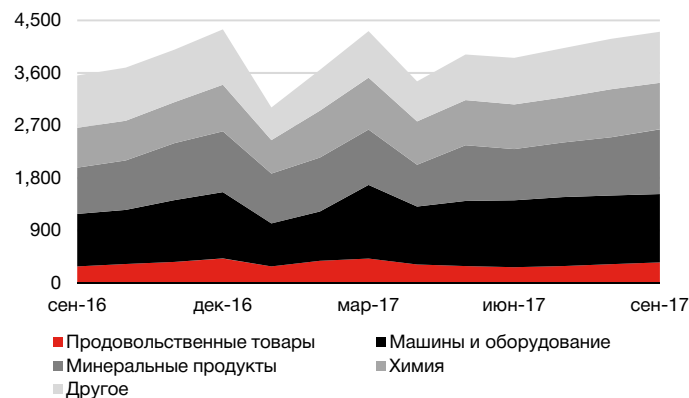
Внешняя торговля (лш) и баланс текущих операций (пш)



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	-4.0
Финансовый счет, млрд \$ ⁵	-0.3	-0.3	-2.2	-1.0	-4.6	-0.6	-2.4	-6.7
Резервы НБУ, млрд \$	12.7	14.0	15.6	15.5	15.5	15.1	18.0	18.5
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, государственных гарантий 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	5.0	104.8	-0.4	1.7	661
Украина 2023	Держать	1-дек-16	7.8	сен-23	6.5	105.9	-0.3	4.8	1,355
Украина 2027	Держать	1-дек-16	7.8	сен-27	7.4	102.6	-0.5	7.0	1,307
Украина 2032	Держать	1-дек-16	7.4	сен-32	7.6	97.6	-0.9	8.9	3,000
МХП 2020	Держать	24-окт-17	8.3	апр-20	4.7	108.1	0.1	2.2	505
МХП 2024	Держать	24-окт-17	7.8	май-24	6.2	108.0	0.2	5.1	500
ДТЭК 2024	Покупать	5-сен-17	10.8	дек-24	10.2	103.3	0.3	5.4	1,309
Феррэкспо 2019	Покупать	10-окт-17	10.4	апр-19	6.3	105.4	0.2	0.9	161
Метинвест 2021	Покупать	7-ноя-17	9.4	дек-21	10.0	104.0	0.1	3.6	1,217
Укрлендфарминг 2018	Продавать	17-июн-17	10.9	мар-18	715.0	26.9	0.1	nm	543
Авангард 2018	Продавать	4-апр-17	10.0	окт-18	281.0	20.9	0.0	0.9	214
ПУМБ 2018	Покупать	7-ноя-17	11.0	дек-18	8.3	102.9	0.0	1.0	103
ПриватБанк 2018 (10.250)	Продавать	7-ноя-17	10.3	янв-18	1951.6	20.0	2.1	0.2	160
ПриватБанк 2018 (10.875)	Продавать	7-ноя-17	10.9	фев-21	1328.7	19.9	1.8	0.3	175
Ощадбанк 2023	Покупать	7-ноя-17	9.4	мар-23	7.8	106.9	0.1	2.0	700
Ощадбанк 2025	Покупать	7-ноя-17	9.6	мар-25	8.2	107.9	-0.1	3.2	500
Укрэксимбанк 2022	Покупать	7-ноя-17	9.6	апр-22	7.5	107.8	-0.1	2.1	750
Укрэксимбанк 2025	Покупать	7-ноя-17	9.8	янв-25	8.1	109.0	-0.2	3.5	600
Укрзализныця 2021	Покупать	24-окт-17	9.9	сен-21	8.0	106.0	-0.5	2.0	500
Мрия 2018	Продавать	20-июн-17	9.5	апр-18	4275.0	5.0	0.0	0.4	400
Кернел 2022	Держать	25-июл-17	8.8	янв-22	6.0	110.2	0.1	3.6	500

Источник: Bloomberg, Adamant Capital

Календарь событий на 2 недели		
Событие	Тип даты	Дата
ГССУ - статистика по инфляции	Точная	8 ноя
МХП - финансовые результаты за 3кв и 9мес 2017	Точная	16 ноя
ГССУ - статистика по сельхозпроизводству	Точная	16 ноя
ДТЭК - операционные результаты за 9мес 2017	Индикативная	20 ноя
ГССУ - статистика по транспорту	Точная	20 ноя
ГССУ - статистика по товарообороту	Точная	20 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.