

Еженедельный обзор

- Парламент Украины принял государственный бюджет 2018 с дефицитом 2.5% от номинального ВВП
- В ноябре потребительская инфляция составила 0.9% м/м и 13.6%
- Украина продлила мораторий на продажу сельхозземель, но приблизилась к решению вопроса создания антикоррупционных судов
- Компания Метинвест заявила о намерении направить 6.5 млн \$ на раннюю выплату процентов по еврооблигациям

Парламент Украины принял государственный бюджет 2018 с дефицитом 2.5% от номинального ВВП. Обновленная версия закона, принятая во втором чтении, предусматривает увеличение доходов на 4% посредством больших поступлений от налога на прибыль и неналоговых источников (в основном продажи лицензий на частоты для 4G и перечисление большей доли прибыли Нафтогаза). Расходы также поднялись на 4%, по большей части, благодаря росту трансфертов из государственного бюджета местным. Финансирование дефицита ожидается преимущественно посредством долга (запланировано порядка 4 млрд \$ внешних заимствований), а также доходов от приватизации (0.8 млрд \$).

Наш взгляд: Учитывая, что итоговый дефицит составил 2.5% от ВВП и находится в пределах последнего опубликованного прогноза МВФ (2.6%), мы считаем, что Фонд не будет выступать категорически против принятого документа. Тем не менее, риски невыполнения бюджета, по нашему мнению, достаточно существенны и могут привести к значительным пересмотрам в будущем. Во-первых, заложенные налоговые поступления растут быстрее номинального ВВП. При этом, весомые изменения в системе сборов отсутствуют, а инфляция ожидается ниже 10%. Во-вторых, цифры предполагают сбалансированные местные бюджеты, дефицит которых в этом году составит порядка 1.0% от ВВП. Если на уровне центра этого не видно, то сводные цифры данный показатель включать в себя будут. Наконец, мы считаем, что полагаться на доходы от приватизации как источник финансирования является весьма рискованной практикой, учитывая, постоянные сложности с продажей госпредприятий на протяжении последних двух лет.

Государственный бюджет 2018, млрд грн

	2018Д	2018С	Д/С 2017П	г/г	г/г
Доходы	914	877	4%	790	16%
НДС	384	384	0%	303	27%
Налог на прибыль	82	72	13%	67	22%
Акцизы	124	126	-1%	113	9%
НДФЛ	91	91	0%	77	18%
Рента	46	47	-1%	50	-7%
Импортные пошлины	28	26	7%	23	22%
Неналоговые доходы	141	118	20%	128	11%
Трансферты в МБ ¹	5	9	-38%	6	-6%
Другое	11	5	117%	23	-51%
Расходы	989	948	4%	863	15%
Обслуживание долга	130	130	0%	113	15%
Государствен	47	46	1%	36	30%
Оборона	89	86	3%	77	15%
Безопасность и суды	109	108	2%	88	25%
Эконом. деятельность	72	64	13%	50	44%
Медицина	25	30	-15%	17	50%
Образование	41	40	1%	44	-7%
Социальное	151	152	-1%	153	-1%
Трансферты в МБ ¹	308	279	11%	272	13%
Другое	15	13	22%	285	-95%
Чистое кредитование	7	7	0%	8	-9%
Дефицит ²	82	78	5%	81	1%
% ВВП	2.5%	2.4%	0.1пп	2.9%	-0.4пп
ОВГЗ на Нефтегаз	0	0	нс	0	нс
ОВГЗ на банки и ФГВ	0	0	нс	66	нс
Финанс. нужды (МВФ) ³	82	78	5%	172	-52%
% ВВП	2.5%	2.4%	0.1пп	6.1%	-3.6пп
Предоставл. гарантии	0	0	нс	0	нс
Широкий дефицит ⁴	82	78	5%	172	-52%
% ВВП	2.5%	2.4%	0.1пп	6.1%	-3.6пп
Номинальный ВВП ⁵	3,332	3,248	3%	2,825	18%

Примечание: Д - принятый государственный бюджет в декабре, С - проект государственного бюджета в сентябре

(1) Трансферты в местные бюджеты

(2) Доходы минус расходы бюджета плюс чистое кредитование

(3) Дефицит с учетом докапитализации НАК "Нафтогаз", государственных банков и Фонда гарантирования вкладов физлиц

(4) Финансовые нужды плюс государственные гарантии

(5) Номинальный ВВП использованный для расчетов. Для 2018 года взята оценка правительства

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

В ноябре потребительская инфляция составила 0.9% м/м и 13.6% г/г, согласно официальным данным ГССУ. Индекс вырос, как и в прошлом месяце, в связи с повышением цен на продукты питания (в частности, вследствие подорожания яиц на 11% м/м, а также хлеба, молока и масла) и транспортные услуги (цены на топливо поднялись на 3.3% м/м). Базовая инфляция достигла 0.9% м/м.

Наш взгляд: Несмотря на то, что рост потребительских цен м/м оказался несколько выше наших оценок (прогноз - 0.7%), инфляция значительно замедлилась г/г в связи с высокой базой сравнения. Тем не менее, мы считаем, что показатель на конец года, скорее всего, превысит ожидаемые НБУ 12.2%, что может привести к дальнейшему ужесточению монетарной политики. Таким образом, мы не исключаем повышения учетной ставки регулятором на 50 бп до 14.0% уже 14 декабря (дата следующего заседания). Касательно 2018, по нашим подсчетам, ИПЦ в годовом выражении уменьшится до 8.5% (выше оценки регулятора, равной 7.3%). Основными причинами отклонения от прогноза могут послужить повышение минимальной заработной платы и более значительный эффект от увеличения издержек на социальное обеспечение.

Вклад отдельных категорий в рост ИПЦ, м/м



Источник: ГССУ, Adamant Capital

Украина продлила мораторий на продажу сельхозземель, но приблизилась к решению вопроса создания антикоррупционных судов. Депутаты Парламента 7 декабря проголосовали за сохранение рынка земли закрытым еще на год и снова призвали правительство принять закон о регуляции сделок купли-продажи до 1 июля. После ряда неоднозначных решений со стороны властей на этой неделе (получивший широкую огласку арест бывшего президента Грузии Саакашвили, увольнение нынешнего главы антикоррупционного комитета Соболева в Парламенте, а также попытка ограничить независимость НАБУ) президентом Порошенко было объявлено о готовности внести законопроект об антикоррупционных судах на рассмотрение в ближайшем будущем.

Наш взгляд: Хотя запрет на продажу сельхозземли может выглядеть как шаг назад в отношении выполнения требований МВФ, продление моратория является, скорее, техническим, поскольку законодательство для функционирования полноценного рынка все еще не было принято. Более того, данный закон не противоречит структурным маякам необходимым для приезда следующей миссии Фонда. Несмотря на то, что политические события этой недели выглядели как попытки властей ограничить деятельность антикоррупционных ведомств и оппозиционных сил, жесткая критика запада и международных финансовых организаций заставила украинскую сторону анонсировать создание антикоррупционных судов в качестве примирения. В целом, мы считаем, что итог вышеуказанных пришествий является положительным для страны.

Компания Метинвест заявила о намерении направить 6.5 млн \$ на раннюю выплату процентов по еврооблигациям. Данная операция разрешена условием 6(b) долгового соглашения. Расчет назначен на 18 декабря и полностью покрывает купон PIYC, начисленный с 18 ноября.

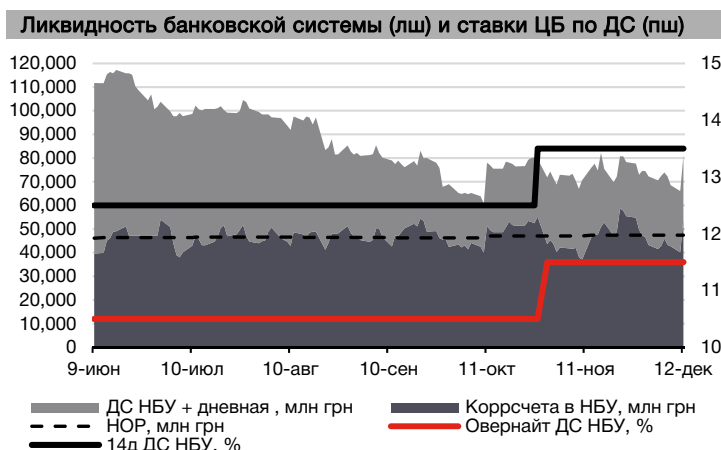
Наш взгляд: По нашему мнению, ранний платеж обусловлен желанием компании избавиться от аккумулированных процентов по кредитам RXF с целью увеличения допустимого уровня капитальных инвестиций в 2018 году на 100 млн \$ (до 751 млн \$). Держатели бумаг выигрывают от этого решения, поскольку, согласно кредитному договору заключенному после реструктуризации, холдинг обязан предоставлять равные условия обоим группам кредиторов (в том числе касательно выплат).

Цена бумаг Метинвест 2021, % от номинала

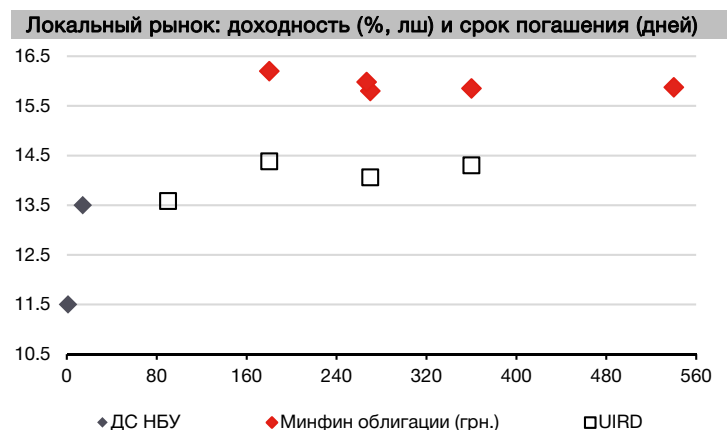


Примечание: цена bid
Источник: Bloomberg, Adamant Capital

Приложение



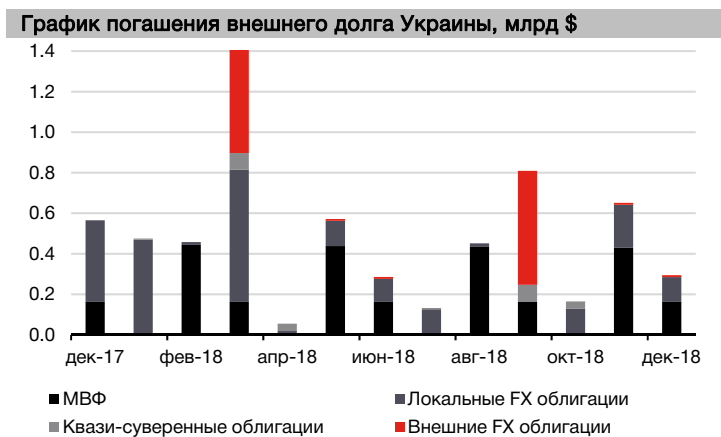
Источник: НБУ, Adamant Capital



Источник: НБУ, Bloomberg, Adamant Capital

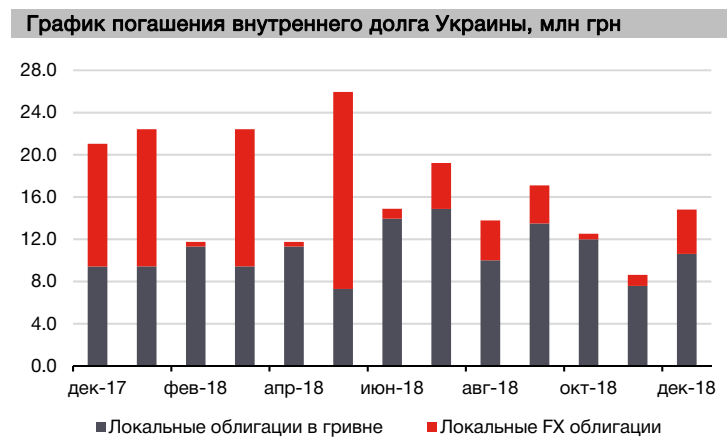
Ликвидность локального рынка (сумма коррсчетов в НБУ, депозитных сертификатов и других внутридневных изменений) увеличилась на 8.56 млрд грн до 80.98 млрд грн за неделю. Министерство финансов 12 декабря разместило облигации в национальной валюте с погашением в феврале и мае 2018 и доходностью 16.3% и 15.9%, соответственно, а также с погашением в октябре 2022 с доходностью 15.74%. Проведено также размещение облигаций в евро с погашением в июне 2019 и доходностью 3.95%. В результате, было привлечено 3.97 млрд грн.

Межбанковский курс грн/\$ на этой неделе существенно не изменился, открывшись на отметке 27.16 и закрывшись к концу на уровне 27.18.



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

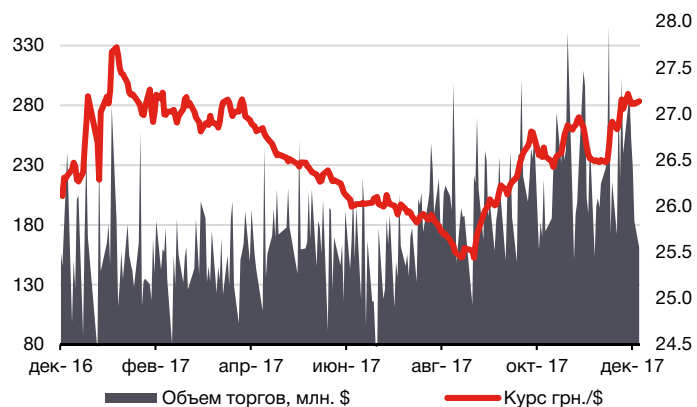
Источник: Bloomberg, Adamant Capital



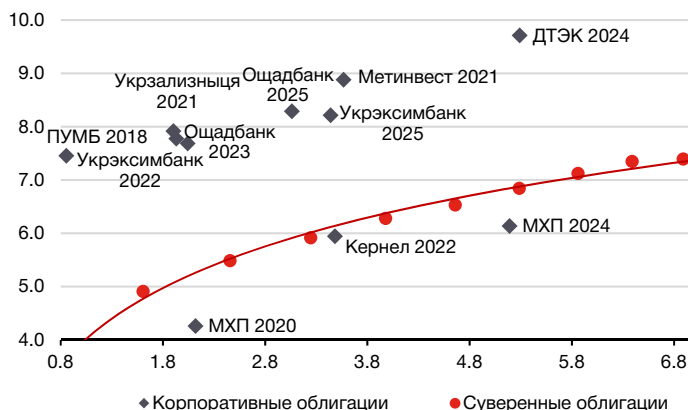
По курсу грн/\$ на уровне 27.11; EUR/\$ курс на уровне 1.18

Источник: Минфин

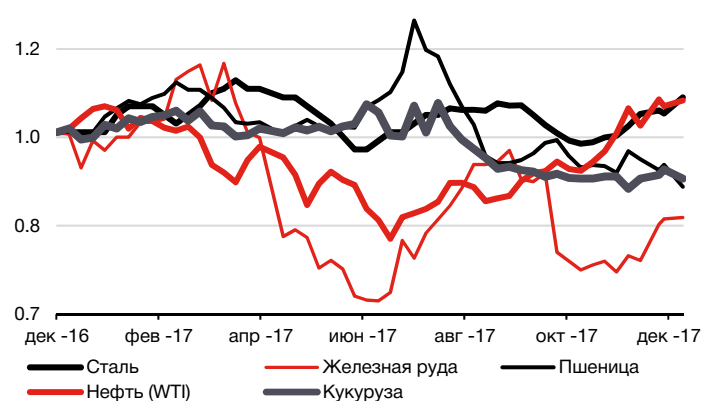
Курс валюты (пш) и объем межбанковских торгов (лш)



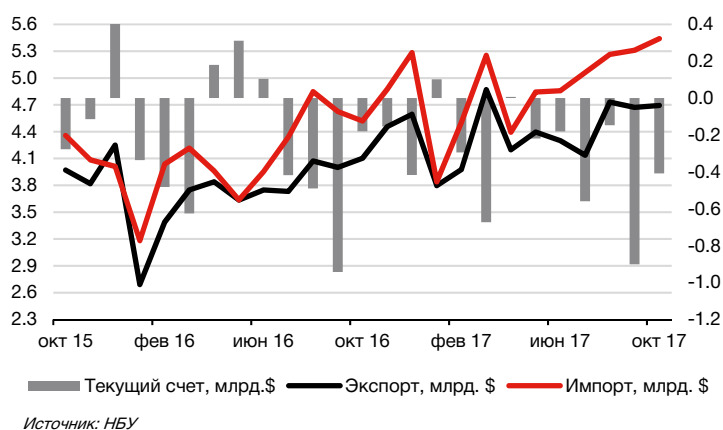
Еврооблигации: доходность (% лш) и дюрация (г, пш)



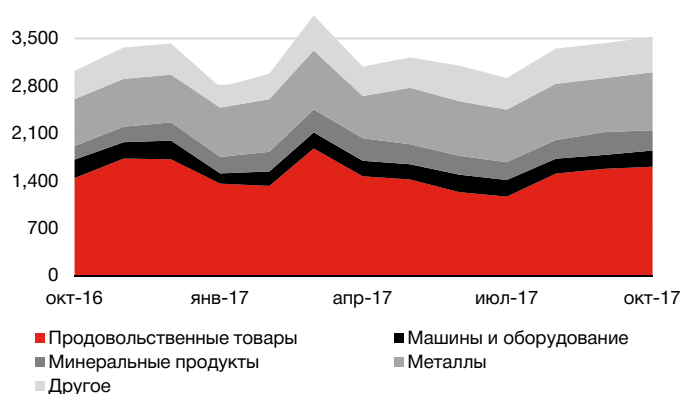
Мировые индексы цен на сырье



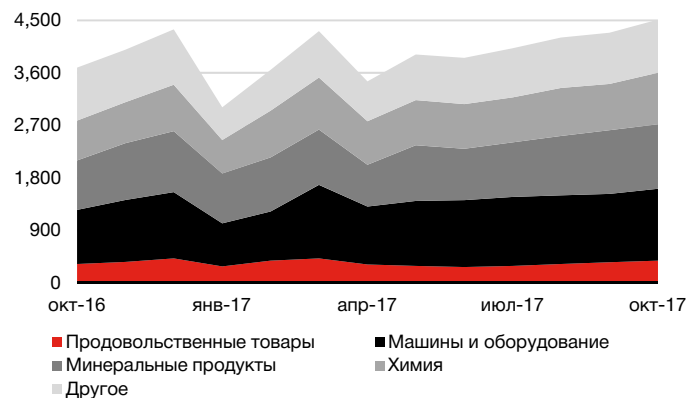
Внешняя торговля (лш) и баланс текущих операций (пш)



Распределение экспорта Украины за 12м, млн \$



Распределение импорта Украины за 12м, млн \$



Основные макроэкономические показатели								
	2кв16	3кв16	4кв16	2016	1кв17	2кв17	3кв17Е	2017Е
Рост реального ВВП, г/г %	1.5%	2.3%	4.8%	2.3%	2.4%	2.4%	2.0%	2.2%
Номинальный ВВП, млрд грн	535	669	723	2,383	584	657	806	2,825
Номинальный ВВП, млрд \$	21	26	28	93	22	25	31	105
Рост дефлятора ВВП, г/г % ¹	15.6%	15.7%	19.2%	17.1%	25.1%	20.0%	17.0%	16.0%
ИПЦ (средний за период), г/г %	8.1%	8.1%	12.3%	14.9%	14.0%	13.8%	16.1%	14.0%
ИПЦ (на конец периода), г/г %	6.9%	7.9%	12.4%	12.4%	15.1%	15.6%	16.4%	11.5%
Дефицит бюджета, % ВВП ^{1,2,6}	2.9%	3.0%	3.4%	2.3%	-0.8%	-7.7%	1.2%	3.7%
Широкий дефицит бюджета, % ВВП ³	2.9%	3.0%	22.6%	8.8%	4.2%	-7.7%	3.7%	6.1%
Государственный долг, % ВВП	78.0%	79.2%	80.8%	80.8%	77.7%	75.3%	73.7%	68.2%
Внешний государственный долг, % ВВП ⁴	49.3%	51.2%	49.0%	49.0%	47.1%	47.7%	47.2%	43.6%
Общий внешний долг, млрд \$	115.0	116.1	113.5	113.5	113.6	114.8	нд	116.5
Экспорт товаров и услуг, млрд \$	11.2	11.8	13.2	46.0	12.6	12.9	13.5	49.4
Импорт товаров и услуг, млрд \$	11.6	13.8	14.7	51.8	13.6	14.1	15.6	56.0
Сальдо торгового баланса, млрд \$	-0.4	-2.0	-1.5	-5.8	-1.0	-1.4	-2.1	-6.3
Текущий счет, млрд \$	0.6	-1.9	-0.8	-3.5	-0.9	-0.4	-1.6	-4.0
Финансовый счет, млрд \$ ⁵	-0.6	-2.4	-1.1	-4.7	-0.3	-2.0	-2.5	-6.7
Резервы НБУ, млрд \$	14.0	15.6	15.5	15.5	15.1	18.0	18.6	18.5
Средний курс на межбанке, грн/\$ ⁷	25.2	25.4	25.9	25.6	27.1	26.0	25.9	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	4.9	104.6	-0.4	1.6	661
Украина 2023	Держать	1-дек-16	7.8	сен-23	6.5	105.7	-0.7	4.7	1,355
Украина 2027	Держать	1-дек-16	7.8	сен-27	7.4	102.4	-1.2	6.9	1,307
Украина 2032	Держать	1-дек-16	7.4	сен-32	7.7	97.2	-1.2	8.7	3,000
МХП 2020	Держать	21-ноя-17	8.3	апр-20	4.3	108.6	-0.2	2.1	505
МХП 2024	Держать	21-ноя-17	7.8	май-24	6.1	108.4	-0.1	5.2	500
ДТЭК 2024	Покупать	5-дек-17	10.8	дек-24	9.7	106.6	-0.4	5.3	1,309
Феррэкспо 2019	Покупать	21-ноя-17	10.4	апр-19	6.4	104.9	0.1	0.8	161
Метинвест 2021	Покупать	28-ноя-17	9.4	дек-21	8.9	105.2	-0.3	3.6	1,187
Укрлендфарминг 2018	Продавать	17-июн-17	10.9	мар-18	1233.3	22.3	-0.9	нд	543
Авангард 2018	Продавать	5-дек-17	10.0	окт-18	316.3	22.1	0.6	0.8	214
ПУМБ 2018	Покупать	7-ноя-17	11.0	дек-18	7.5	103.5	-0.1	0.9	103
ПриватБанк 2018 (10.250)	Продавать	21-ноя-17	10.3	янв-18	1714.3	35.0	6.0	0.1	200
ПриватБанк 2018 (10.875)	Продавать	21-ноя-17	10.9	фев-21	903.3	35.0	4.9	0.2	175
Ощадбанк 2023	Покупать	7-ноя-17	9.4	мар-23	7.8	106.7	-0.3	1.9	700
Ощадбанк 2025	Покупать	7-ноя-17	9.6	мар-25	8.3	107.2	-1.1	3.1	500
Укрэксимбанк 2022	Покупать	7-ноя-17	9.6	апр-22	7.7	107.1	-0.7	2.0	750
Укрэксимбанк 2025	Покупать	7-ноя-17	9.8	янв-25	8.2	108.1	-0.5	3.4	600
Укрзализныця 2021	Покупать	24-окт-17	9.9	сен-21	7.9	106.2	-0.3	1.9	500
Мрия 2018	Продавать	14-ноя-17	9.5	апр-18	4948.4	5.5	0.0	0.3	400
Кернел 2022	Держать	28-ноя-17	8.8	янв-22	5.9	110.1	0.0	3.5	500

Источник: Bloomberg, Adamant Capital

Календарь событий на 2 недели		
Событие	Тип даты	Дата
НБУ - пересмотр учетной ставки	Точная	14 дек
ГССУ - статистика по сельхозпроизводству	Точная	14 дек
ГССУ - предварительная оценка ВВП за 3кв17	Точная	19 дек
ГССУ - статистика по товарообороту	Точная	19 дек
ГССУ - статистика по транспорту	Точная	20 дек
ГССУ - статистика промышленности	Точная	21 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

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.