

Еженедельный обзор

- Дефицит консолидированного бюджета за 2017 год составил 1.4% от номинального ВВП
- НБУ увеличил учетную ставку на 150 бп до 16.0% и обнародовал прогноз реального ВВП
- В декабре выход ключевых секторов экономики увеличился на 3.1% г/г
- Операционные результаты МХП за 4кв17 - объемы продаж сократились, но высокие цены компенсировали спад

Дефицит консолидированного бюджета за 2017 год составил 1.4% от номинального ВВП (42 млрд грн), существенно сузившись по сравнению с изначальным планом (2.5% или 60 млрд грн). Доходы превзошли ожидания правительства на 16%, в основном благодаря росту сборов НДС (преимущественно импортного) и НДСФЛ (в результате повышения зарплат), а также от неналоговых поступлений (включая более 30 млрд грн конфискованных средств соратников Януковича). Расходы превысили плановые показатели на 12% вследствие увеличения издержек на медицину, образование и суды. Поскольку эмиссия ОВГЗ для докапитализации государственных банков за период составила 71 млрд грн, широкий дефицит достиг 3.9% от ВВП, по сравнению с 8.8% в прошлом году.

Наш взгляд: Данное сокращение дефицита оказалось для нас сюрпризом, учитывая, что согласно прогнозам Госказначейства расходы в 4кв17 должны были превысить доходы на 147 млрд грн (на 75% больше фактического показателя). Добиться более сбалансированного бюджета за последние три месяца года удалось как благодаря большим сборам налогов (НДС – частично в результате девальвации, и НДСФЛ – в связи с продолжающимся ростом заработной платы) так и в следствие сокращения финансирования большинства статей (особенно образования и строительства дорог). Хотя итоговая цифра, несомненно, является положительно новостью (умеренный дефицит необходим для сокращения уровня долга по отношению к ВВП), мы несколько озадачены реальной причиной столь сдержанной фискальной политики, учитывая, что достигнутый результат оказался гораздо ниже целевого уровня МВФ (3.1% от ВВП), даже без учета поступлений от спец-конфискации.

Сводный госбюджет 2017, млрд грн

	4Q17Ф	4Q17П	A/P 2017Ф	Ф/П	
Доходы	276	248	11%	1,017	16%
НДС	90	79	14%	314	11%
Налог на прибыль	20	20	3%	73	16%
Акцизы	34	36	-4%	115	5%
НДСФЛ	54	47	16%	186	23%
Рента	10	11	-7%	51	-7%
Импортные пошлины	7	6	14%	24	7%
Местные налоги	15	10	47%	53	16%
Неналоговые доходы	42	34	24%	154	30%
Другое	4	7	-41%	46	57%
Расходы	357	387	-8%	1,057	12%
Обслуживание долга	22	26	-13%	111	-2%
Гос. функции	19	24	-19%	56	11%
Оборона	29	32	-8%	74	11%
Безопасность и суды	31	30	3%	88	20%
Экон. деятельность	47	58	-19%	103	-4%
Коммун. хозяйство	13	13	2%	27	26%
Медицина	36	35	3%	102	33%
Образование	57	63	-10%	178	30%
Соц. обеспечение	89	92	-3%	286	-1%
Другое	34	40	-14%	32	157%
Чистый долг	2.2	8.0	-72%	2.1	nm
Дефицит св. бюджета ¹	84	147	-43%	42	-30%
% ВВП	9.7%	17.0%	-7.4pp	1.4%	-1.1pp
ОВГЗ на Нефтегаз	0	0	nm	0	nm
ОВГЗ на банки и ФГВ	22	0	nm	71	nm
Финанс. нужды (МВФ) ²	106	147	-28%	113	3%
% ВВП	12.2%	17.0%	-4.8pp	3.9%	-0.7pp
Предоставл. гарантии	0	0	nm	0	nm
Широкий дефицит ³	106	147	-28%	113	-4%
% ВВП	12.2%	17.0%	-4.8pp	3.9%	-1.1pp
Номинальный ВВП ⁴	867	867	nm	2,929	23%

Примечание. Ф означает фактические данные и П – плановые показатели

(1) Доходы минус расходы бюджета плюс чистое кредитование

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

(3) Финансовые нужды плюс государственные гарантии

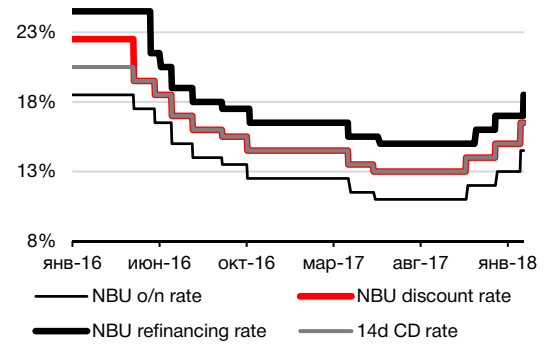
(4) Номинальный ВВП использованный для расчетов.

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

НБУ увеличил учетную ставку на 150 бп до 16.0% и обнародовал прогноз реального ВВП. Согласно пресс-релизу, продолжение ужесточения монетарной политики необходимо для снижения инфляции до целевого диапазона, установленного регулятором, хотя бы к середине 2019 года (достижение цели в 2018 признано маловероятным). В течение следующих двенадцати месяцев Нацбанк ожидает, что ИПЦ по-прежнему будет увеличиваться высокими темпами в связи с подорожанием продукции пищевой промышленности (перенесение подорожания мяса и молока на товары с большей степенью переработки), активизацией потребительского спроса, волатильностью валютного курса (вследствие отсутствия уверенности относительно сотрудничества с МВФ), поднятием зарплат (частично в результате массовой трудовой миграции), а также пессимистичными ожиданиями населения и бизнеса. Прогнозы роста реального ВВП на 2018, 2019, и 2020 года были озвучены на уровне 3.4%, 2.9%, и 2.9%, соответственно.

Наш взгляд: Учитывая превышение целевого уровня инфляции в декабре на 350 бп, высокие риски предвыборного года и неблагоприятные для цен макропоказатели (сокращение предложения на рынке труда и восстановление потребительского спроса), повышение учетной ставки не стало для нас сюрпризом. Тем не менее, мы считаем, что очередного ужесточения монетарной политики можно было бы частично избежать (от чего выиграл бы как финансовый сектор так и экономика в целом), если бы регулятор боролся с ростом ИПЦ еще и более значительными объемами валютных интервенций и не позволил гривне обесцениться в декабре и в январе на 4.4% г/г. Поскольку мы не видим причин ожидать существенного снижения инфляционных рисков в среднесрочном периоде, мы повышаем наш прогноз учетной ставки на конец 2018 года до 15.0% (с предыдущих 13.0%). Касательно роста реального ВВП, наша оценка на 2018 составляет 3.1%, отражая несколько более консервативное видение, чем у НБУ.

Динамика процентных ставок

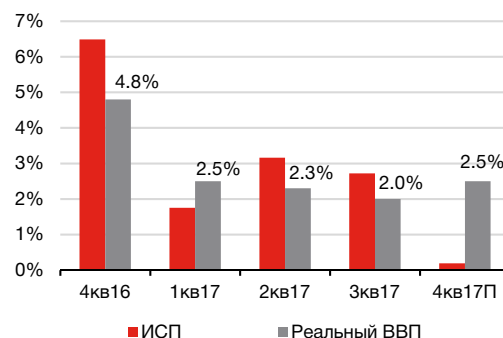


Источник: НБУ

В декабре выход ключевых секторов экономики увеличился на 3.1% г/г, согласно нашим расчетам ИСП (индекса совокупного производства). Промышленность уменьшила объемы на 0.5% г/г (+0.4% с учетом КС - коррекции на сезонность), по сравнению с ростом в размере 0.3% в прошлом месяце (+0.1% с учетом КС). Сельскохозяйственный сектор сократил выход всего на 1.5% г/г, по сравнению с 13% в ноябре. Объем грузовых и пассажирских перевозок увеличился на 0.7%. Внутренняя торговля и строительство продолжили демонстрировать существенные темпы роста: 12.4% (причем, розничные продажи достигли внушительных 16.1%) и 9.7%, соответственно (по сравнению с 4.6% и 10.7% в предыдущем периоде).

Наш взгляд: Обновленные данные в некоторой степени оказались для нас сюрпризом. Во-первых, выпуск сельскохозяйственного производства сократился меньше, чем мы ожидали (хотя, согласно последним прогнозам USDA урожай кукурузы должен был снизиться на 11% г/г). Во-вторых, розничная торговля впервые продемонстрировала столь значительное увеличение (вклад в рост ИСП составил примерно 60%). Выход промышленности, как и ранее, снизился вследствие сокращения добычи угля и, в меньшей степени, железной руды. Негативный эффект также оказал спад генерации электроэнергии (вероятно, в связи с более теплой погодой в этом году). Строительство замедлилось совсем немного по сравнению с ноябрем, несмотря на явные признаки превышения предложения над спросом на рынке недвижимости. Совокупно, по нашим расчетам, основные отрасли в этом месяце продемонстрировала достаточно сильные результаты, однако влияют на ближайшие наши прогнозы весьма незначительно (показатели за октябрь и ноябрь сдерживают рост ИСП на уровне 0.2%). Таким образом, хотя мы оставляем нашу оценку увеличения реального ВВП в 4кв17 и 2017 году на уровне 1.5% и 2.0%, соответственно, мы воспринимаем новые данные как первые признаки более стремительного восстановления экономики в 2018.

Динамика роста ИСП против реального ВВП



Примечание: Индекс совокупного производства - средневзвешенное значение промышленного производства, розничных и оптовых продаж, перевозок, строительства и выхода с/х продукции

Источник: ГССУ, Adamant Capital

Операционные результаты МХП за 4кв17 - объемы продаж сократились, но высокие цены компенсировали спад. Согласно пресс-релизу компании, торговый оборот с третьими сторонами уменьшился на 13% г/г в связи с сокращением запасов на конец 3кв17 и небольшим снижением объема производства.

Существенный ценовой скачок (+34% в гривне и +29% в долларах) произошел в результате сбытовой оптимизации экспортного канала, а также тенденций на локальном рынке. Доля экспорта в общем объеме продаж увеличилась на 3 пп г/г до 40%. МХП также опубликовала окончательные результаты уборочной кампании со своих 356 тыс га под управлением. Пересмотренная урожайность кукурузы, подсолнечника и сои оказалась примерно на 10% ниже предыдущей оценки менеджмента и на 8-15% меньшей чем в прошлом году.

Наш взгляд: Обновленные операционные данные не повлияли на наши прогнозы EBITDA на 4кв17 и 2017 год, позволив оставить их уровне 105 млн \$ и 430 млн \$ за исключением переоценки биологических активов, соответственно. Хотя сокращение объемов продаж и производства мяса оказалось для нас негативным сюрпризом, они были компенсированы большим, чем ожидалось, ростом цен. Пересмотр урожайности культур в сторону понижения подтверждает наше предварительное мнение о слабых показателях сельскохозяйственного сегмента и не требует правок в модели на текущий момент (вклад этого дивизиона в консолидированную EBITDA составляет лишь в 28 млн \$ - самое низкое значение за последние 5 лет). Согласно нашим расчетам кредитные метрики холдинга, по-прежнему, остаются сильными, и соотношение чистого долга к 12 месячной EBITDA на конец декабря составит 2.2. Рекомендацию по облигациям эмитента мы оставляем на отметке «держат», поскольку рынок оценивает доходность бумаг на 25-50 бп ниже суверенного уровня.

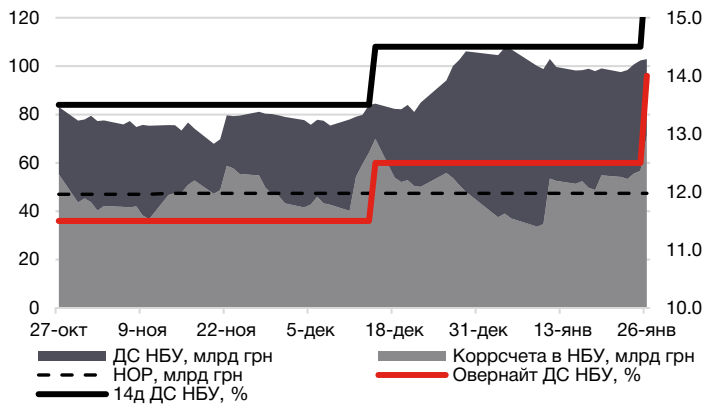
Операционные результаты МХП за 4кв17

(Сегмент мяса птицы)	4кв17	4кв16	г/г	3кв17	кв/кв
Производство, тыс т	142	148	-5%	137	3%
Продажи, тыс т	114	131	-13%	135	-16%
Экспорт, тыс т	45	48	-5%	53	-15%
Средняя цена, грн/кг	40.71	30.41	34%	37.88	7%
Средняя цена, \$/кг	1.51	1.17	29%	1.46	3%

Источник: данные компании

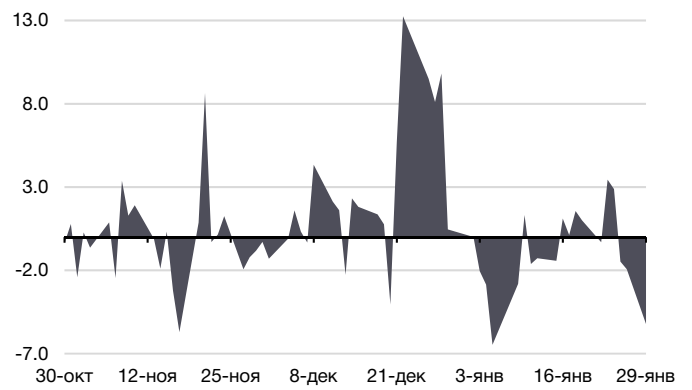
Приложение

Ликвидность банковской системы (лш) и ставки ЦБ по ДС (пш)



Источник: НБУ, Adamant Capital

Приток от Госказначейства и ФГВФЛ в систему¹, млрд грн



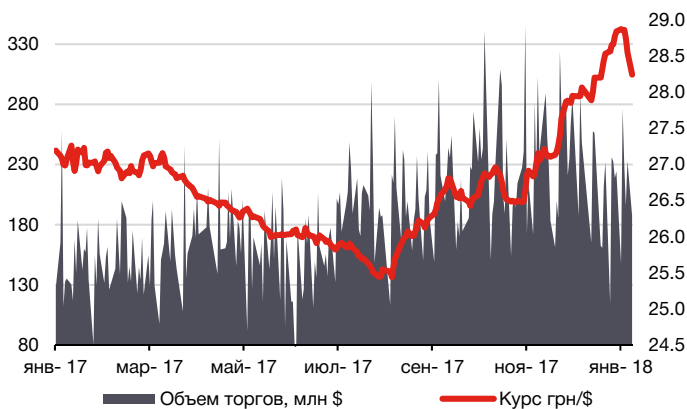
(1) Банковская система

Источник: НБУ

Ликвидность локального рынка (сумма коррсчетов в НБУ и депозитных сертификатов) увеличилась на 3.8 млрд грн до 102.9 млрд грн за неделю. Министерство финансов 30 января разместило облигации в гривне с погашением в апреле, июле и октябре 2018 с доходностью 16.50%, а также с погашением в январе 2019 и октябре 2022 с доходностью 16.40% и 15.80%, соответственно. Проведены были также валютные размещения в долларах США с погашением в феврале 2020 и январе 2019 и доходностью 5.40% и 5.30%, соответственно. В результате, было привлечено 3.63 млрд грн и 0.14 млрд \$.

Межбанковский курс грн/\$ на этой неделе укрепился на 3.0%, открывшись на отметке 28.86 и закрывшись к концу на уровне 28.01.

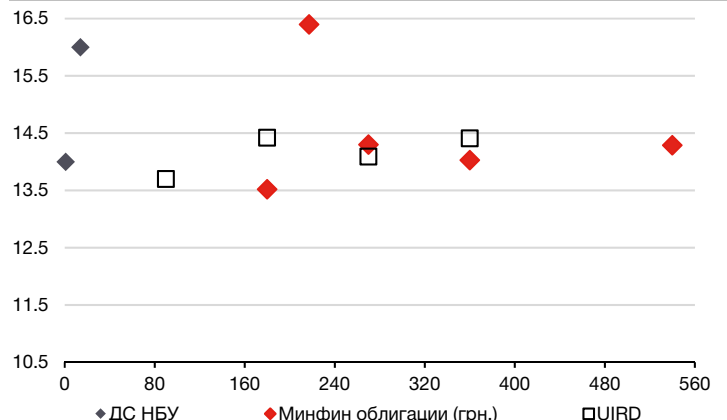
Курс валюты (пш) и объем межбанковских торгов (лш)



На основе официальных данных межбанковского рынка

Источник: НБУ

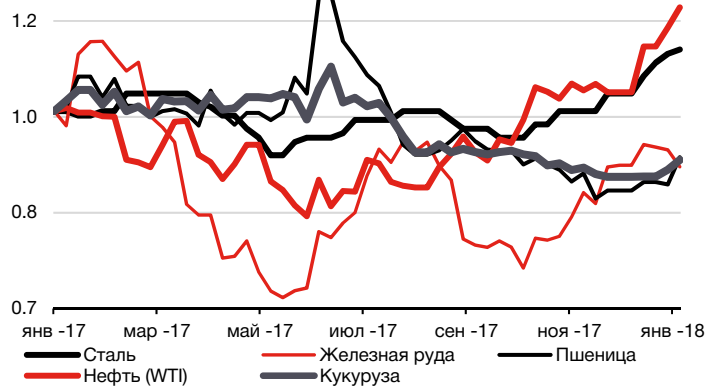
Локальный рынок: доходность (%), лш) и срок погашения (дней)



На 26.01.18

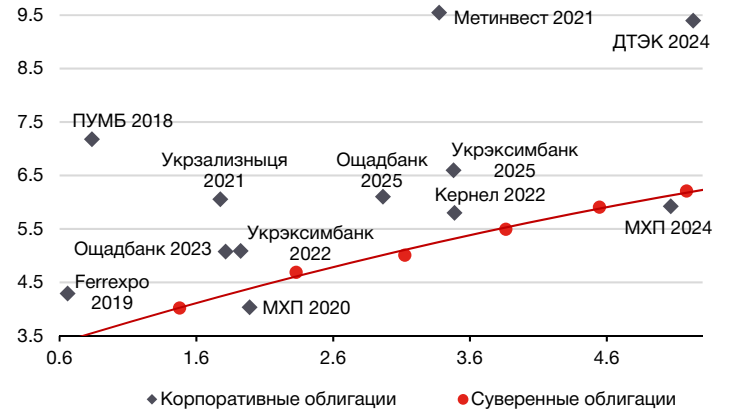
Источник: НБУ, Bloomberg, Adamant Capital

Мировые индексы цен на сырье



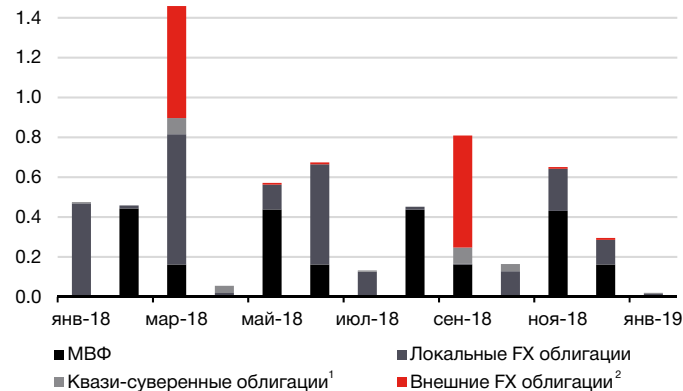
Источник: Bloomberg, Adamant Capital

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



Источник: Bloomberg, Adamant Capital

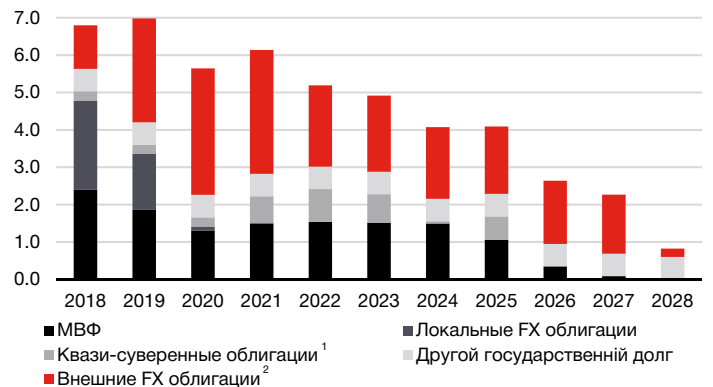
График погашения внешнего долга Украины на 12м, млрд \$



Процентные платежи включены в каждую категорию
 (1) Долг государственных банков, Укрэлизици и муниципалитетов
 (2) Включают кредитные гарантии США

Источник: Bloomberg, Adamant Capital

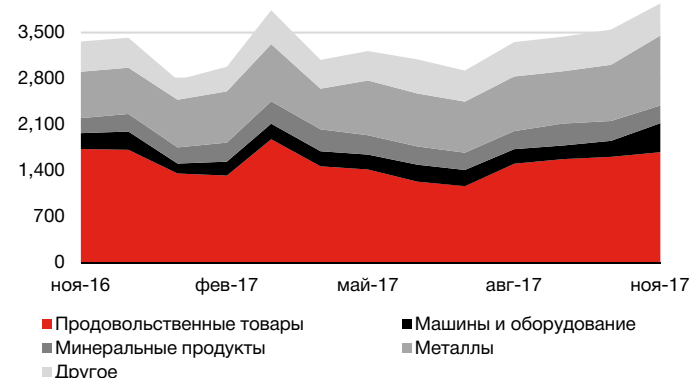
График погашения внешнего долга Украины на 2018-28, млрд \$



Процентные платежи включены в каждую категорию
 (1) Долг государственных банков, Укрэлизици и муниципалитетов
 (2) Включают кредитные гарантии США

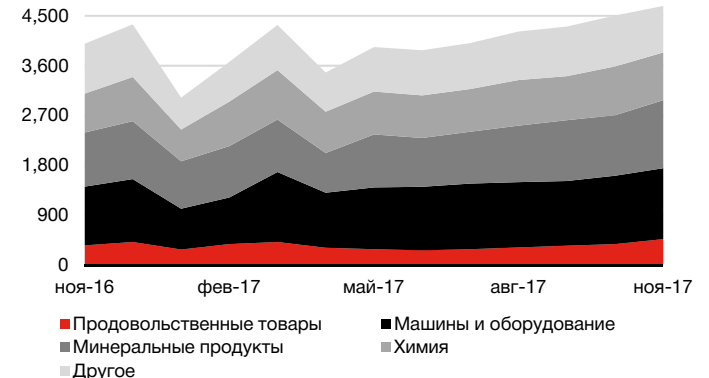
Источник: Bloomberg, Adamant Capital

Распределение экспорта Украины за 12м, млн \$



Источник: НБУ

Распределение импорта Украины за 12м, млн \$



Источник: НБУ

Основные макроэкономические показатели								
	4кв16	2016	1кв17	2кв17	3кв17	4кв17П	2017П	2018П
Рост реального ВВП, г/г %	4.8%	2.3%	2.4%	2.4%	2.1%	1.5%	2.0%	3.1%
Номинальный ВВП, млрд грн	723	2,383	584	657	821	867	2,929	3,382
Номинальный ВВП, млрд \$	28	93	22	25	32	32	110	123
Рост дефлятора ВВП, г/г % ¹	17.2%	17.2%	25.1%	20.0%	20.2%	18.3%	20.5%	12.0%
ИПЦ (средний за период), г/г %	12.3%	14.9%	14.0%	13.8%	16.1%	14.0%	14.5%	10.3%
ИПЦ (на конец периода), г/г %	12.4%	12.4%	15.1%	15.6%	16.4%	13.7%	13.7%	8.5%
Дефицит бюджета, % ВВП ^{1,2,6}	3.4%	2.3%	-0.8%	-7.7%	1.2%	9.7%	1.4%	3.0%
Широкий дефицит бюджета, % ВВП ³	22.6%	8.8%	4.2%	-7.7%	3.7%	12.2%	3.9%	3.0%
Государственный долг, % ВВП	80.8%	80.8%	77.7%	74.3%	73.4%	нд	65.8%	65.7%
Внешний государственный долг, % ВВП ⁴	49.0%	49.0%	47.1%	47.7%	46.9%	45.3%	41.4%	40.8%
Общий внешний долг, млрд \$	114	114	114	115	117	116	116	117
Экспорт товаров и услуг, млрд \$	13.2	46.0	12.6	12.9	13.6	10.3	49.4	56.7
Импорт товаров и услуг, млрд \$	14.7	51.5	13.7	14.2	15.9	12.3	56.0	61.9
Сальдо торгового баланса, млрд \$	-1.5	-5.5	-1.0	-1.3	-2.3	-2.0	-6.3	-5.3
Текущий счет, млрд \$	-0.8	-3.5	-0.8	-0.3	-1.7	-1.3	-4.0	-3.0
Финансовый счет, млрд \$ ⁵	-1.1	-4.7	-0.2	-1.9	-2.5	-2.1	-6.7	-4.8
Резервы НБУ, млрд \$	15.5	15.5	15.1	18.0	18.6	18.8	18.8	21.1
Средний курс на межбанке, грн/\$ ⁷	25.9	25.6	27.1	26.0	25.9	26.9	26.6	27.5
Курс на межбанке (на конец периода), грн/\$	27.2	27.2	27.0	26.0	26.6	28.1	28.1	28.0
Учетная ставка НБУ (на конец периода), %	14.0%	14.0%	14.0%	12.5%	12.5%	14.5%	14.5%	15.0%

(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 РПББ 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	4.0	105.7	0.0	1.5	661	
Украина 2023	Держать	1-дек-16	7.8	сен-23	5.9	108.6	0.3	4.5	1,355	
Украина 2027	Держать	1-дек-16	7.8	сен-27	6.8	106.9	0.7	6.8	1,307	
Украина 2032	Держать	1-дек-16	7.4	сен-32	7.2	101.7	0.8	8.7	3,000	
МХП 2020	Держать	30-январь-18	8.3	апр-20	4.0	108.7	0.3	2.0	505	
МХП 2024	Держать	30-январь-18	7.8	май-24	5.9	109.4	0.0	5.1	500	
ДТЭК 2024	Покупать	5-дек-17	10.8	дек-24	9.4	107.6	-0.2	5.2	1,309	
Феррэкспо 2019	Покупать	21-ноя-17	10.4	апр-19	4.3	104.0	-0.1	0.7	346	
Метинвест 2021	Покупать	28-ноя-17	9.4	дек-21	10.4	102.9	-0.6	3.3	1,187	
Укрлендфарминг 2018	Продавать	17-июн-17	10.9	мар-18	2499.9	20.8	0.0	нд	543	
Авангард 2018	Продавать	5-дек-17	10.0	окт-18	486.5	19.0	-0.8	0.7	214	
ПУМБ 2018	Покупать	7-ноя-17	11.0	дек-18	7.2	103.2	0.0	0.8	103	
ПриватБанк 2018 (10.250)	Продавать	21-ноя-17	10.3	январь-18	33.6	30.5	0.8	3.5	200	
ПриватБанк 2018 (10.875)	Продавать	21-ноя-17	10.9	фев-21	2480.0	35.0	0.0	0.1	175	
Ощадбанк 2023	Покупать	7-ноя-17	9.4	мар-23	5.1	107.9	0.2	1.8	700	
Ощадбанк 2025	Покупать	7-ноя-17	9.6	мар-25	6.1	110.7	0.6	3.0	500	
Укрэксимбанк 2022	Покупать	7-ноя-17	9.6	апр-22	5.1	108.9	0.5	1.9	750	
Укрэксимбанк 2025	Покупать	7-ноя-17	9.8	январь-25	6.6	111.0	0.3	3.5	600	
Укрзалізниця 2021	Покупать	24-окт-17	9.9	сен-21	6.1	106.9	-0.2	1.8	500	
Мрия 2018	Продавать	14-ноя-17	9.5	апр-18	7429.4	5.8	0.0	0.2	400	
Кернел 2022	Держать	23-январь-18	8.8	январь-22	5.8	110.4	0.0	3.5	500	

Источник: Bloomberg, Adamant Capital

Календарь событий на 2 недели		
Событие	Тип даты	Дата
НБУ - статистика по международным резервам	Точная	7 фев
ГССУ - статистика по инфляции	Точная	9 фев
ГССУ - статистика по сельхозпроизводству	Точная	13 фев

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.