

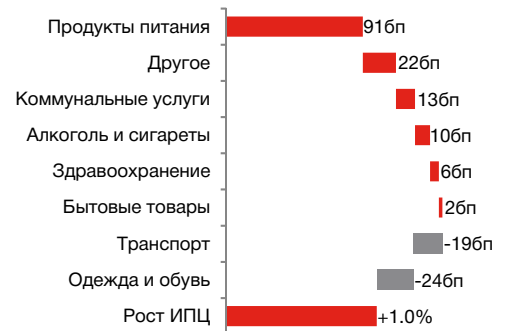
Еженедельный обзор

- В январе потребительская инфляция составила 1.0% м/м и 9.2% г/г
- Валютные резервы НБУ в январе составили 20.8 млрд \$, не изменившись м/м
- Банки опубликовали результаты за 4кв18: чистая прибыль Ощадбанка, Укрэксимбанка и системы в целом составила 2 млн \$, 9 млн \$ и 386 млн \$, соответственно

В январе потребительская инфляция составила 1.0% м/м и 9.2% г/г. Индекс вырос главным образом вследствие подорожания продуктов питания, коммунальных услуг, а также алкогольных и табачных изделий (на 2.1%, 2.6% и 1.2% м/м, соответственно). В противоположном направлении на итоговую цифру воздействовало снижение цен на транспорт и одежду на 1.7% (стоимость топлива сократилась на 6.1%) и на 4.6%, соответственно. Базовая инфляция составила 0.3% м/м и 8.7% г/г.

Наш взгляд: Рост ИПЦ м/м превысил наш прогноз на 40bp ввиду еще более существенного, чем предполагалось, подорожания еды. Отметим, что поскольку одним из самых значительных факторов в этом месяце стал скачок в стоимости овощей, который мог быть спровоцирован низким урожаем данной продукции в Украине и Европе (глобальный индекс цен на продовольствие FAO прибавил 1.8% м/м), анализ относительно давления на цены со стороны спроса является затруднительным. Динамика остальных категорий в целом соответствовала нашим ожиданиям: вклад более высоких коммунальных тарифов (следствие подорожания газа в ноябре) в потребительской корзине практически равнялся предполагаемому, а удешевление бензина было неудивительным на фоне снижения нефтяных индексов в декабре. В своем комментарии НБУ отметил, что инфляция в этом месяце совпала с прогнозом и должна вернуться в коридор $5 \pm 1\%$ в среднесрочной перспективе, что совпадает с ранее озвученным таргетом на 2019 в размере 6.3%. Наша оценка ИПЦ на конец декабря остается несколько более пессимистичной, равной 7.1%.

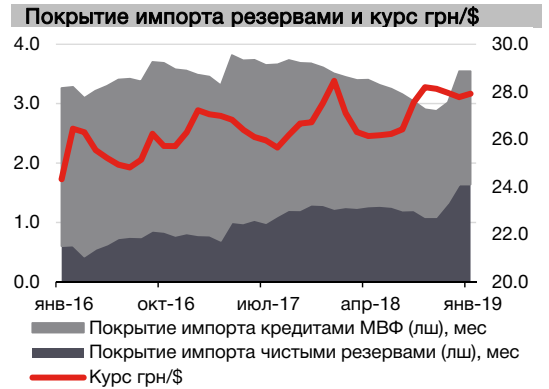
Вклад отдельных категорий в рост ИПЦ, г/г



Источник: ГЦСУ, Adamant Capital

Валютные резервы НБУ в январе составили 20.8 млрд \$, не изменившись м/м. Крупнейшими поступлениями послужили размещение правительством валютных ОВГЗ на 0.6 млрд \$, чистые интервенции регулятора на сумму 0.1 млрд \$ и прибыль от переоценки финансовых инструментов (0.1 млрд \$). Отток был вызван, прежде всего, процентными и амортизационными платежами по государственному долгу в размере 0.9 млрд \$ (в основном, ОВГЗ).

Наш взгляд: Опубликованный размер резервов в целом соответствовал нашим ожиданиям, хотя ролловер по задолженности локального долга составил порядка 80% против предполагаемых нами 100%. Отклонение было компенсировано большей, чем мы закладывали в прогнозе, покупкой валюты регулятором на межбанковском рынке. Данный показатель увеличился на 140 млн \$ г/г, несмотря на значительно меньший отток гривневой ликвидности из банковской системы в госказначейство за период (в этом январе практически равнялся нулю, против 20 млрд грн в прошлом году). Такая динамика может свидетельствовать о более оптимистичных настроениях участников рынка по отношению к стабильности обменного курса. Как мы уже сообщали, наш базовый прогнозный сценарий на 2019 предусматривает, что Украина сможет получить всего один транш SBA от МВФ на сумму 1.3 млрд \$ и 0.5 млрд евро макрофинансовой помощи от ЕС. Помимо этого, в течение года мы ожидаем размещение суверенных еврооблигаций на 1.5 млрд \$ (потенциально, под оставшуюся гарантию Мирового банка на 375 млн \$). Мы оцениваем чистые интервенции НБУ в 2019 на уровне 0.5 млрд \$ (составили 1.4 млрд \$ за 2018), предполагая, что разница с прошлым годом будет направлена на стабилизацию рынка во время выборов. В целом, данные за январь позволяют нам оставить наш текущий прогноз валютных резервов на конец года равным 18.6 млрд \$.



Источник: НБУ, Adamant Capital

Банки опубликовали результаты за 4кв18: чистая прибыль Ощадбанка, Укрэксимбанка и системы в целом составила 2 млн \$, 9 млн \$ и 386 млн \$, соответственно. Чистая процентная маржа данных учреждений и сектора достигла 4.4%, 1.5% и 7.7%. За квартал все банки в сумме сформировали резервов под плохие кредиты на 137 млн \$, из них Укрэксим – на 10 млн \$, а Ощад – на - 41 млн \$, что может свидетельствовать об успешном проведении реструктуризации части кредитного портфеля. Приток депозитов по системе составил 5.2% кв/кв, с учетом коррекции на девальвацию (1% в долларовом эквиваленте). В то же время оба государственных банка продемонстрировали отток – один на 0.5%, а другой на 3.5%. Касательно чистых займов картина сложилась противоположная. Ощадбанк увеличил объем кредитов на балансе на 12.6% (14% в долларовом эквиваленте), что также может быть связано с завершением переговоров с заемщиками, в то время как по сектору произошло сокращение на 1.8%. Укрэксим увеличил данный показатель на 2.5%. NPL (включают самые низкие категории займов в соответствии с пересмотренной методологией НБУ) умеренно увеличились во всех трех случаях. Значение CAR (коэффициент H2 НБУ) у Ощадбанка несколько сократилось (-1.9пп), а у Укрэксимбанка и в системе в среднем выросло на 1.2пп и 0.5пп, соответственно.

Наш взгляд: В 4кв18 банковская система продолжила наращивать прибыль, увеличив ROE на 21пп кв/кв до 29% и снизив CIR до 60%. Данной динамике способствовали следующие факторы: существенное сокращение отчислений в резервы по отношению к предыдущему кварталу (на 250 млн \$ меньше), стремительный рост потребительских кредитов (+5% кв/кв и 32% г/г в гривне), а также жесткий контроль за операционными расходами у учреждений с частным капиталом. Укрэксимбанк и Ощадбанк традиционно показали более слабые результаты. Последний оказался и вовсе убыточным на операционном уровне (коэффициент CIR составил 130%), несмотря на его специализацию на работе с физлицами (2,630 отделений по стране). Низкая эффективность обоих была снова хорошо видна как в разрезе чистой процентной маржи, которая составила всего 1.5%-4.4% против 7.7% по системе в среднем, так и в отношении роста затрат (Укрэксим +50%, Ощад +120% кв/кв против 7% у частной части сектора). В то же время, оба госбанка, по-прежнему, демонстрируют адекватный уровень капитализации. Принимая также во внимание достаточно большой объем ликвидных активов на балансе (коэффициенты N6 составил 123% и 86%), мы считаем, что проблем с амортизацией еврооблигаций в 2019 (440 млн \$ и 455 млн \$) возникнуть не должно. При этом, отметим, что мы, по-прежнему ожидаем, что данные выплаты будут реструктуризованы, учитывая значительные потребности в валюте в этом году у Министерства финансов. В целом, несмотря на относительно слабые операционные метрики за квартал, оба банка остаются в статусе государственных предприятий, а, следовательно, могут и в дальнейшем претендовать на поддержку из бюджета, который их, в определенном смысле, страхует. Принимая во внимание, что текущий спред по доходности бумаг этих эмитентов к суверенной кривой составляет порядка 100 бп, мы оставляем нашу рекомендацию на отметке «покупать».

Финрезультаты банков за 4кв18, млн \$

	Ощад	Укрэксим	Система
Процентный доход	76	20	804
кв/кв	47%	-6%	23%
Отчисления РВПС ¹	41	-10	-137
кв/кв	нс	-127%	нс
Переоценка ФИ ²	-12	-5	13
кв/кв	-120%	-119%	-92%
Курсовые разницы	21 нс		72
кв/кв	нс	нс	нс
Прибыль	2	9	386
кв/кв	нс	810%	296%
Депозиты	5,471	2,888	34,727
кв/кв	1%	-3%	1%
Кредиты	2,440	2,618	21,277
кв/кв	14%	3%	5%
CAR ³	13.6%	12.8%	16.2%
кв/кв	-1.9pp	1.2pp	0.5pp
NIM ⁴	4.4%	1.5%	7.7%
кв/кв	1.4pp	-0.1pp	1.4pp
NPL ⁵	3,567	3,036	23,517
кв/кв	1%	2%	2%
РВПС	2,299	2,341	19,136
кв/кв	-16%	1%	-6%
NPL/валовые	67%	59%	55%
кв/кв	-1pp	-1pp	-1pp
РВПС/валовые	49%	47%	47%
кв/кв	-8pp	0pp	-3pp
ROE ⁶	1%	12%	29%
кв/кв	2pp	11pp	21pp
CIR ⁷	131%	64%	60%
кв/кв	30pp	248pp	7pp

(1) Резервы, сформированные под плохие активы

(2) Переоценка финансовых инструментов

(3) Показатель H2 НБУ

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

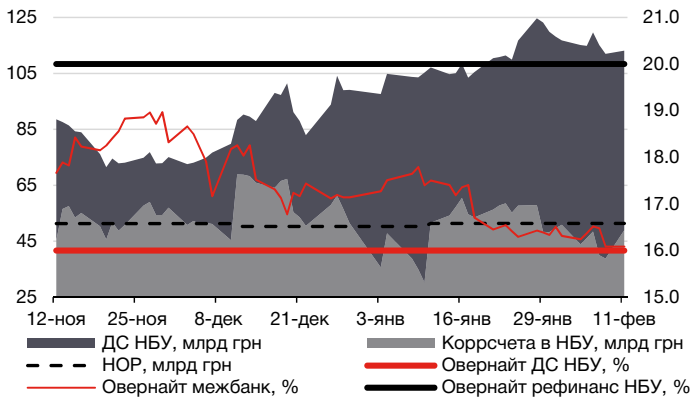
(5) 5 и 10 категории по классификации должников НБУ (физ и юр лиц, соответственно), на 1.12.18 (последние доступные данные)

(6) Рентабельность собственного капитала

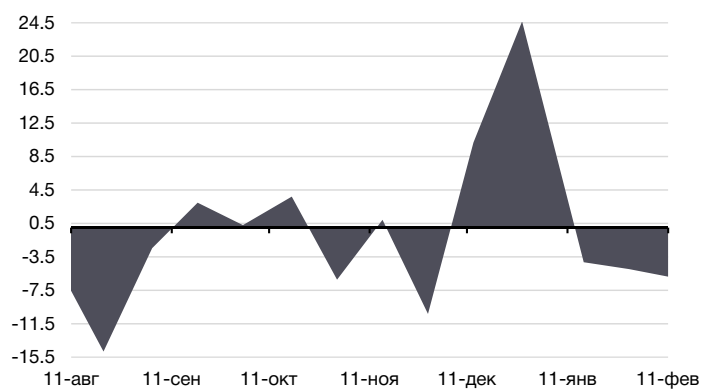
(7) Соотношение операционных затрат к операционным доходам

Источник: НБУ, оценки Adamant Capital

Приложение

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


Источник: НБУ, Adamant Capital

Приток от Госказначейства и ФГВФЛ в систему¹, млрд грн


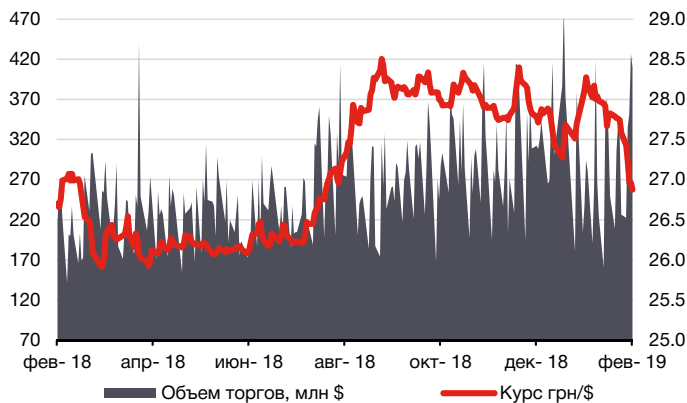
Точки на графике демонстрируют суммарные притоки по фискальному каналу за две недели

(1) Банковская система

Источник: НБУ

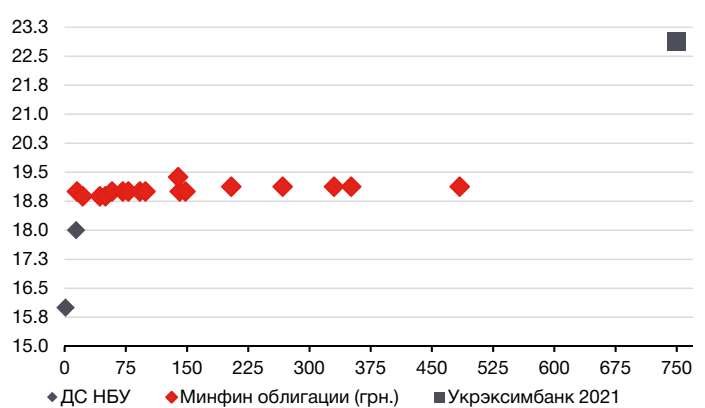
Ликвидность локального рынка (сумма коррсчетов в НБУ и депозитных сертификатов) сократилась на 2.0 млрд грн до 113.1 млрд грн за неделю. Министерство финансов 12 февраля разместило облигации в гривне с погашением в июне 2019, августе 2019, ноябре 2019, январе 2020 и июле 2020 с доходностью 19.5%, 19.0%, 18.5%, 18.5% и 18.25%, соответственно, а также в долларах США с погашением в апреле 2019, октябре 2019, январе 2020 и феврале 2021 с доходностью 6.5%, 7.25%, 7.25% и 7.5%, соответственно. Общие заимствования составили 2.4 млрд грн и 40.2 млн \$.

Межбанковский курс грн/\$ на этой неделе укрепился на 0.8%, открывшись на отметке 27.22 и закрывшись к концу на уровне 26.99.

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


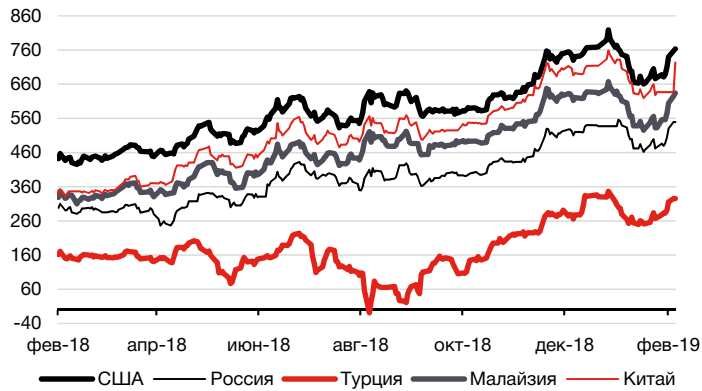
На основе официальных данных межбанковского рынка

Источник: НБУ

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


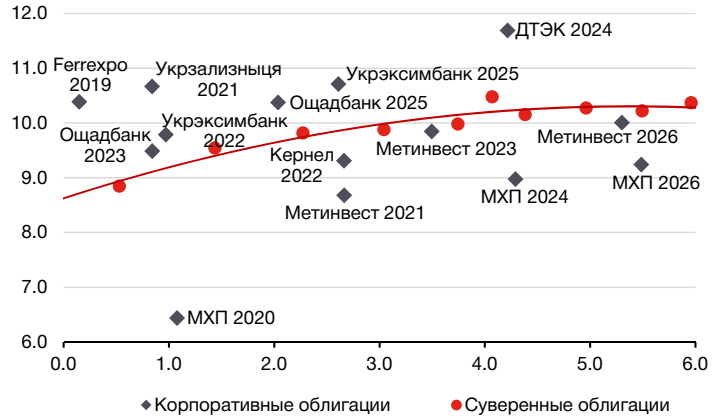
Источник: НБУ, Bloomberg, Adamant Capital

Премия 10 летней доходности Украины к другим странам, бп



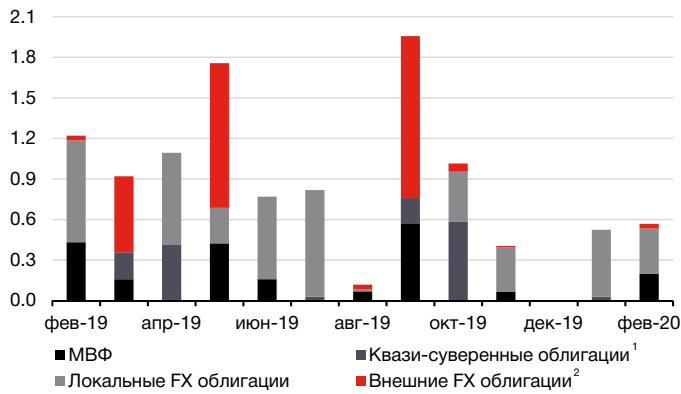
Источник: Bloomberg, Adamant Capital

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



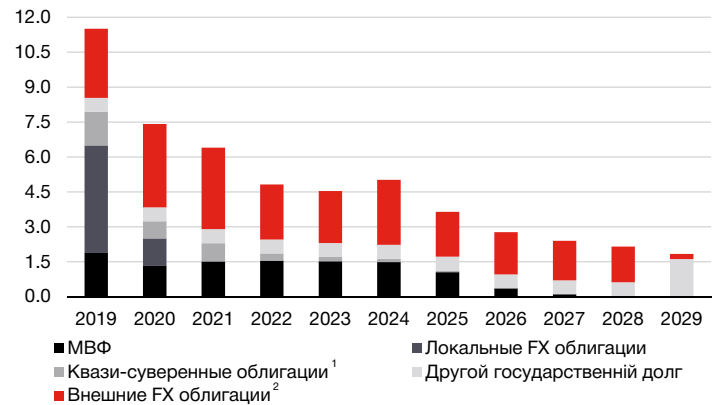
Источник: Bloomberg, Adamant Capital

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



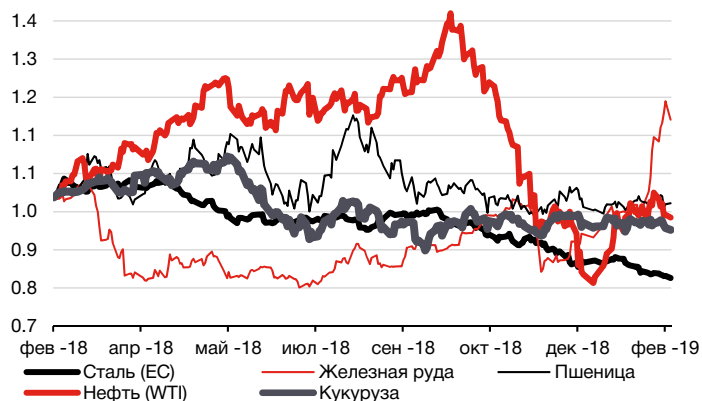
Процентные платежи включены в каждую категорию
 (1) Долг государственных банков, Укрзалізниця и муниципалитетов
 (2) Включают кредитные гарантии США
 Источник: Bloomberg, Adamant Capital

График погашения внешнего долга Украины на 2019-29, млрд \$



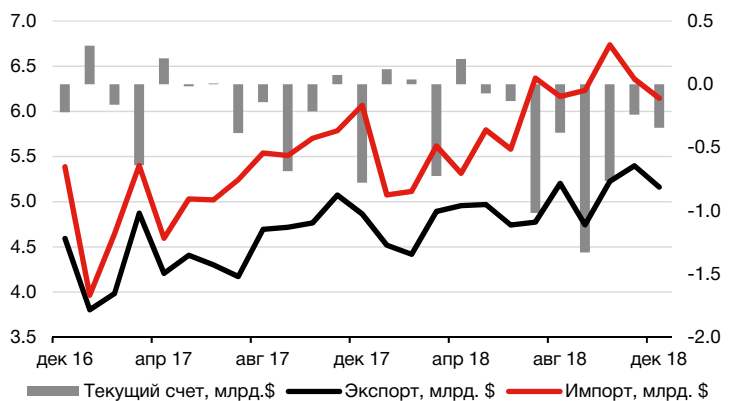
Процентные платежи включены в каждую категорию, амортизационные выплаты по локальным FX облигациям включены с сентября 2018
 (1) Долг государственных банков, Укрзалізниця и муниципалитетов
 (2) Включают кредитные гарантии США
 Источник: Bloomberg, Adamant Capital

Мировые индексы цен на сырье



Все индексы приведены с базисом 1. Используются следующие котировки: Platts TSI HRC N Europe; China Iron Ore 62% Fe; Wheat Futures (CBT); WTI Crude Oil Futures; Corn Futures (CBT)
 Источник: Bloomberg, Adamant Capital

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



Источник: НБУ

Основные макроэкономические показатели								
	4кв17	2017	1кв18	2кв18	3кв18	4кв18П	2018П	2019П
Рост реального ВВП, г/г %	2.2%	2.5%	3.1%	3.8%	2.8%	3.3%	3.3%	2.8%
Номинальный ВВП, млрд грн	894	2 983	700	807	994	1 085	3 588	4 057
Номинальный ВВП, млрд \$	33	113	26	31	36	39	132	142
Рост дефлятора ВВП, г/г % ¹	20.9%	22.0%	14.9%	17.0%	16.1%	17.5%	16.4%	10.0%
ИПЦ (средний за период), г/г %	14.0%	14.5%	13.8%	11.6%	8.9%	9.7%	11.0%	9.0%
ИПЦ (на конец периода), г/г %	13.7%	13.7%	13.2%	9.9%	8.9%	9.8%	9.8%	7.1%
Дефицит бюджета, % ВВП ^{1,2,6}	9.4%	1.4%	0.4%	-1.7%	-0.4%	7.6%	1.9%	2.3%
Широкий дефицит бюджета, % ВВП ³	12.7%	4.1%	0.4%	-1.2%	-0.4%	8.0%	2.1%	2.3%
Государственный долг, % ВВП	71.8%	71.8%	66.4%	61.8%	62.2%	60.4%	60.4%	55.8%
Внешний государственный долг, % ВВП ⁴	43.5%	43.5%	41.7%	38.7%	37.7%	38.3%	38.3%	34.7%
Общий внешний долг, млрд \$	115	115	115	114	115	117	117	117
Экспорт товаров и услуг, млрд \$	14.7	53.9	13.8	14.7	14.7	15.8	59.0	66.6
Импорт товаров и услуг, млрд \$	17.6	62.5	15.8	16.7	18.8	19.2	70.5	76.2
Сальдо торгового баланса, млрд \$	-2.9	-8.6	-2.0	-2.0	-4.0	-3.5	-11.5	-9.6
Текущий счет, млрд \$	-0.9	-2.4	-0.6	0.0	-2.7	-1.3	-4.7	-3.5
Финансовый счет, млрд \$ ⁵	-1.6	-5.0	-0.3	-0.6	-2.0	-4.6	-7.5	-1.8
Резервы НБУ, млрд \$	18.8	18.8	18.2	18.0	16.6	20.8	20.8	18.6
Средний курс на межбанке, грн/\$ ⁷	26.9	26.5	27.3	26.2	27.4	28.0	27.2	28.5
Курс на межбанке (на конец периода), грн/\$	28.1	28.1	26.3	26.3	28.3	27.7	27.7	30.0
Учетная ставка НБУ (на конец периода), %	14.5%	14.5%	17.0%	17.0%	18.0%	18.0%	18.0%	17.0%

(1) Квартальные показатели рассчитываются при помощи данных за прошлые 12 мес

(2) Исключает весь дефицит, не включенный в официальные 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	-	7.8	сен-19	8.8	99.4	-0.7	0.5	661
Украина 2023	Держать	-	7.8	сен-23	10.0	92.0	-3.1	3.7	1,355
Украина 2024	Держать	-	9.0	фев-24	10.5	94.4	-3.7	4.1	750
Украина 2027	Держать	-	7.8	сен-27	10.4	85.4	-4.2	6.0	1,307
Украина 2028	Держать	-	9.8	ноя-28	10.7	94.2	-4.4	6.2	1,250
Украина 2032	Держать	-	7.4	сен-32	9.9	81.3	-3.2	7.7	3,000
МХП 2024	Держать	29-январ-19	7.8	май-24	9.0	94.9	-0.5	4.3	500
МХП 2026	Держать	29-январ-19	7.0	апр-26	9.2	88.2	-1.5	5.5	550
ДТЭК 2024	Держать	4-дек-18	10.8	дек-24	11.7	96.1	-0.4	4.2	1,344
Феррэкспо 2019	Покупать	9-окт-18	10.4	апр-19	10.4	99.9	0.0	0.1	346
Метинвест 2023	Держать	05-фев-18	7.8	апр-23	9.8	93.0	-2.1	3.5	945
Метинвест 2026	Держать	05-фев-18	8.5	апр-26	10.0	92.4	-2.1	5.3	648
Укрлендфарминг в дефолте	Продавать	13-июн-17	10.9	мар-18	нс	13.3	0.0	нс	543
Авангард в дефолте	Продавать	5-июн-18	10.0	окт-18	нс	20.1	-0.1	нс	214
ПриватБанк в дефолте (10.250)	-	-	10.3	январ-18	нс	20.0	0.0	нс	160
ПриватБанк в дефолте (10.875)	-	-	10.9	фев-21	нс	20.2	-0.8	нс	175
Ощадбанк 2023	Покупать	12-фев-19	9.4	мар-23	9.5	99.6	-0.1	0.8	700
Ощадбанк 2025	Покупать	12-фев-19	9.6	мар-25	10.4	96.7	-0.4	2.0	500
Укрэксимбанк 2021 (в гривне)	-	-	16.5	мар-21	23.4	89.2	0.2	1.7	150
Укрэксимбанк 2022	Покупать	12-фев-19	9.6	апр-22	9.8	99.5	-0.2	1.0	750
Укрэксимбанк 2025	Покупать	12-фев-19	9.8	январ-25	10.7	95.8	-0.8	2.6	600
Укрзализныця 2021	Покупать	12-фев-19	9.9	сен-21	10.7	98.2	-0.9	0.8	500
Кернел 2022	Покупать	22-январ-19	8.8	январ-22	9.3	98.6	-0.6	2.7	500

Примечание: поскольку мы оцениваем украинские бумаги относительно друг-друга внутри группы, рекомендация по суверенным облигациям всегда – «Держать»

Источник: Bloomberg, Adamant Capital

Календарь событий на 2 недели		
Событие	Тип даты	Дата
ДТЭК - операционные результаты за 2018	Индикативная	13-фев
ГССУ - предварительная оценка ВВП за 4кв18	Точная	14-фев
ГССУ - статистика по сельхозпроизводству	Точная	15-фев
ГССУ - статистика по товарообороту	Точная	20-фев
ГССУ - статистика по транспорту	Точная	20-фев
ГССУ - статистика промышленности	Точная	25-фев
Казначейство - месячный отчет по госбюджету	Индикативная	26-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 | fsk@adamant-capital.com

Людмила Дунаева | ldu@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.