

Еженедельный обзор

- В апреле потребительская инфляция составила 1.0% м/м и 8.8% г/г
- Валютные резервы НБУ в апреле не изменились м/м, составив 20.6 млрд \$
- Банки опубликовали финансовые результаты за 1кв19: чистая прибыль Ощадбанка, Укрэксимбанка и системы в целом составила 3 млн \$, 14 млн \$ и 473 млн \$, соответственно

В апреле потребительская инфляция составила 1.0% м/м и 8.8% г/г. Основной вклад в рост данного показателя снова внесли продукты питания (в среднем подорожали на 1.5%, по сравнению с мартом). Базовая инфляция достигла 0.4% м/м и 7.4% г/г.

Наш взгляд: Месячная динамика ИПЦ оказалась выше наших предположений преимущественно на фоне единоразового скачка цен на овощи (особенно на лук и капусту), вызванного резким сокращением предложения на внутреннем и внешних рынках (вероятно, связанным с неблагоприятными погодными условиями). Другим важным событием стало подорожание топлива (+2.7% м/м) в результате перебоев в поставках из Беларуси и ожиданий возможного запрета на экспорт нефтепродуктов из РФ. С учетом новых данных в нашей модели, мы посчитали, что инфляция на конец года должна составить 6.4%. Тем не менее, мы оставляем наш прогноз на предыдущей отметке (6.8%), ввиду политических рисков, связанных с приходом к власти нового президента и предстоящих выборов в парламент.

Вклад отдельных категорий в рост ИПЦ, г/г

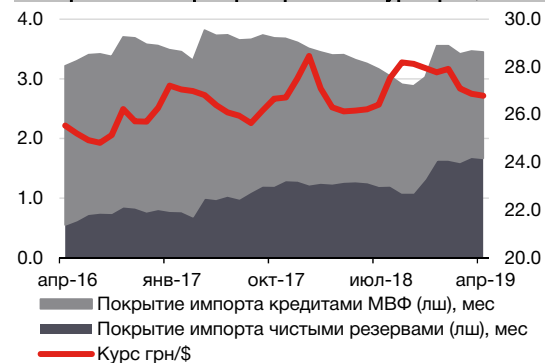


Источник: ГЦСУ, Adamant Capital

Валютные резервы НБУ в апреле не изменились м/м, составив 20.6 млрд \$. Крупнейшими источниками поступлений послужили размещение ОВГЗ на сумму 0.4 млрд \$ и чистая покупка через интервенции на межбанковском рынке (0.3 млрд \$). Отток был вызван, прежде всего, процентными и амортизационными платежами по государственному долгу в размере 0.9 млрд \$, из которых 0.7 млрд \$ - по облигациям внутреннего займа.

Наш взгляд: Опубликованная цифра в целом соответствовал нашим оценкам, хотя ролlover по локальным бумагам Минфина оказался несколько ниже, чем мы предполагали. Отклонение было снова компенсировано большим, чем мы закладывали в прогнозе, объемом чистой покупки валюты. В следующем месяце мы ожидаем сокращения резервов до 19.1 млрд \$ в связи с предстоящим погашением еврооблигаций, размещенных под кредитные гарантии США, с номиналом 1.0 млрд \$. В то же время, мы не исключаем, что Минфин может попытаться воспользоваться данным событием, чтобы выйти на рынок с новым предложением для инвесторов. Отметим, что переговоры могут быть осложнены существенной вероятностью задержки получения следующего транша от МВФ. Как сообщалось нами ранее, согласно нашему базовому прогнозному сценарию, в 2019 году Украине удастся разместить новые еврооблигации на чистую сумму в 1.5 млрд \$ и получить 2.1 млрд \$ от международных доноров (включая макрофинансовую помощь от ЕС). Наша оценка резервов на конец периода пока что остается без изменений, равной 19.5 млрд \$.

Покрытие импорта резервами и курс грн/\$



Источник: НБУ, Adamant Capital

Банки опубликовали финансовые результаты за 1кв19: чистая прибыль Ощадбанка, Укрэксимбанка и системы в целом составила 3 млн \$, 14 млн \$ и 473 млн \$, соответственно. Чистая процентная маржа данных учреждений и сектора снизилась до 3.4%, 1.0% и 6.7%. Отчисления в резервы достигли 37 млн \$, 8 млн \$ и 173 млн \$. Депозиты в целом увеличились благодаря росту спроса на вклады в гривне. Привлеченные объемы денежных средств Укрэксимбанком и Ощадбанком повысились на 5% и 4%, соответственно (с учетом корректировки на изменение обменного курса). Кредиты продемонстрировали спад ввиду погашений корпоративных займов. Доля NPL (самая низкая категория качества) у обоих госбанков и по сектору в целом сократились. Особенно значимо данный индикатор снизился у Укрэксимбанка (-11% кв/кв), который, согласно данным НБУ, провел масштабную реструктуризацию кредитного портфеля. CAR (коэффициент H2) незначительно увеличился как в среднем по сектору, так и у двух госбанков.

Наш взгляд: В 1кв19 банковская система продолжила демонстрировать тенденции намеченные в предыдущем отчетном периоде. Показатель ROE остался на уровне выше 30% в результате стремительного роста объемов потребительского кредитования (прибавили еще 5.5% по отношению к 4к18) и одновременно умеренных отчислений в резервы. Ощадбанк и Укрэксимбанк снова показали более слабые результаты чем в среднем по сектору, причем прибыль первого вновь пострадала от слишком больших операционных расходов (CIR составил 67% против 48% по системе). В то же время, оба учреждения вновь продемонстрировали достаточный уровень ликвидности (норматив НБУ Н6 на уровне 82-123%) и капитализации. Девальвационные риски остаются ограниченными благодаря длинной валютной позиции. Вопреки нашим ожиданиям, к текущему моменту оба госбанка совершили первые амортизационные платежи по своим еврооблигациям, несмотря на существенные потребности Минфина во внешнем финансировании в этом году. В целом, опубликованные данные не меняют нашего мнения, что бумаги Ощадбанка и Укрэксимбанка оценены рынком не совсем справедливо и мы подтверждаем нашу рекомендацию «покупать» (премия по доходности к суверенной кривой составляет 150-200 бп). Внедрение независимых наблюдательных советов, которые должны поспособствовать улучшению операционной эффективности обоих финучреждений, ожидается в июне.

Финрезультаты банков за 1кв19, млн \$			
	Ощад	Укрэксим	Система
Процентный доход	59	13	716
кв/кв	-23%	-34%	-11%
Комиссионный доход	34	8	366
кв/кв	0%	-11%	7%
Отчисления РВПС ¹	-37	-8	-173
кв/кв	нс	нс	24%
Переоценка ФИ ²	4	1	14
кв/кв	нс	-129%	10%
Курсовые разницы	15	15	55
кв/кв	-27%	-29%	-23%
Прибыль	3	14	473
кв/кв	-19%	177%	16%
Депозиты	5,742	3,044	35,416
кв/кв	5%	5%	2%
Кредиты	2,471	2,552	21,069
кв/кв	1%	-3%	-1%
CAR ³	13.8%	13.2%	17.0%
кв/кв	0.2пп	0.4пп	0.8пп
NIM ⁴	3.4%	1.0%	6.7%
кв/кв	-1пп	-0.5пп	-0.9пп
NPL ⁵	3,395	2,693	21,956
кв/кв	-4%	-11%	-2%
РВПС	2,299	2,379	19,348
кв/кв	0%	2%	1%
NPL/валовые	64%	53%	53%
кв/кв	-3пп	-6пп	-1пп
РВПС/валовые	48%	48%	48%
кв/кв	0пп	1пп	0пп
ROE ⁶	2%	19%	32%
кв/кв	-1пп	12пп	1пп
CIR ⁷	67%	46%	48%
кв/кв	-62пп	-18пп	-10пп

(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; долларový эквивалент в годовом измерении

(5) 5 и 10 категории по классификации должников НБУ (физ и юр лиц, соответственно)

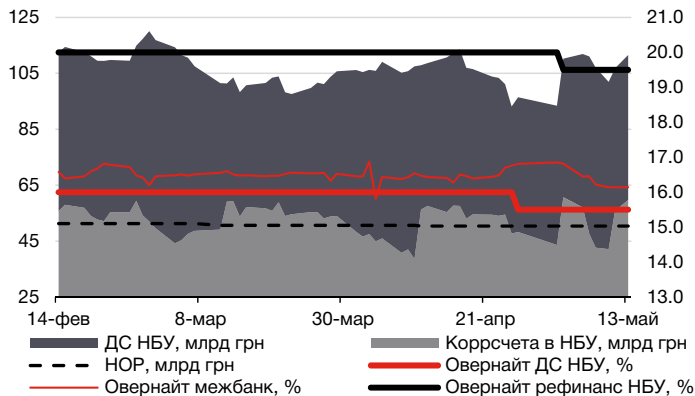
(6) Рентабельность собственного капитала

(7) Соотношение операционных затрат к операционным доходам

Источник: НБУ, оценки Adamant Capital

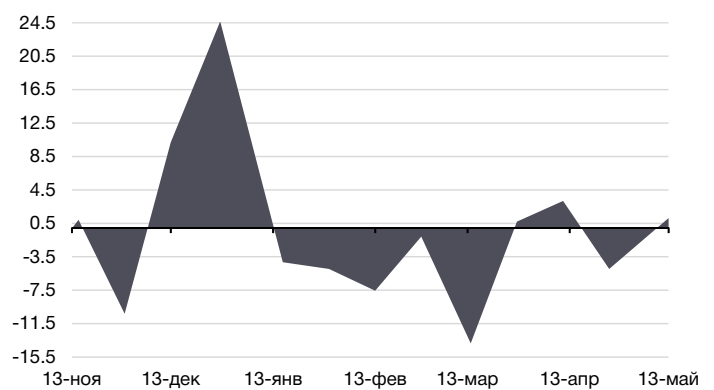
Приложение

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



Источник: НБУ, Adamant Capital

Приток от Госказначейства и ФГВФЛ в систему¹, млрд грн

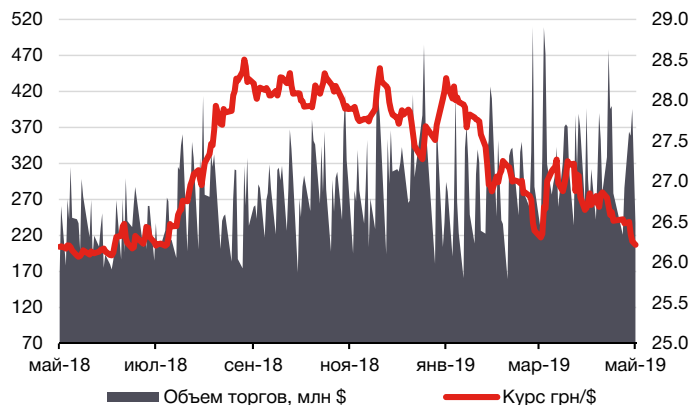


Точки на графике демонстрируют суммарные притоки по фискальному каналу за две недели
(1) Банковская система
Источник: НБУ

Ликвидность локального рынка (сумма коррсчетов в НБУ и депозитных сертификатов) сократилась на 0.3 млрд грн до 111.6 млрд грн за неделю. Министерство финансов 14 мая разместило облигации в гривне с погашением в сентябре 2019, ноябре 2019, мае 2020, июне 2021 и мае 2022 с доходностью 18.5%, 18.5%, 18.5%, 17.95% и 17.0%, соответственно, а также в долларах США с погашением в апреле 2020 с доходностью 7.25%. Общие заимствования составили 2.5 млрд грн и 57.6 млн \$.

Межбанковский курс грн/\$ на этой неделе укрепился на 0.8%, открывшись на отметке 26.35 и закрывшись к концу на уровне 26.14.

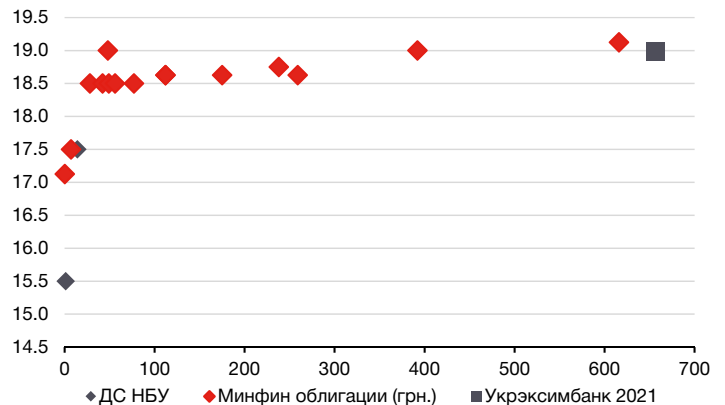
Курс валюты (пш) и объем межбанковских торгов (лш)



На основе официальных данных межбанковского рынка

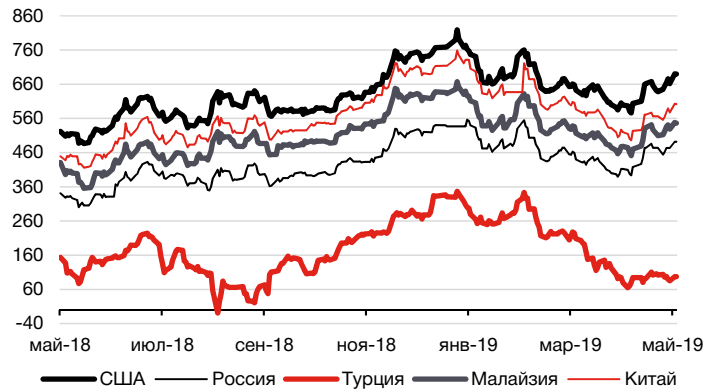
Источник: НБУ

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



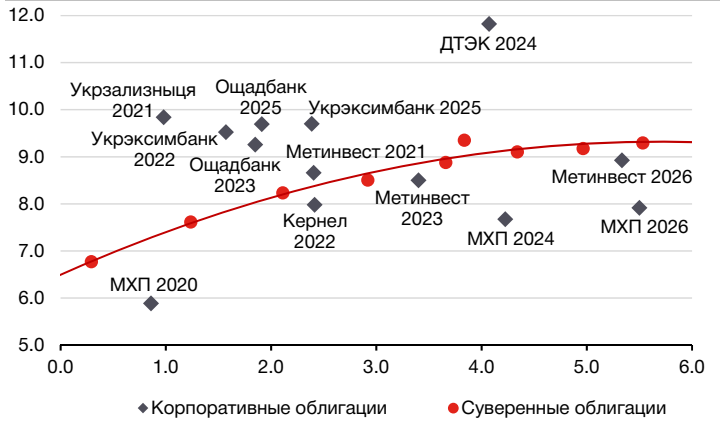
Источник: НБУ, Bloomberg, Adamant Capital

Премия 10 летней доходности Украины к другим странам, бп



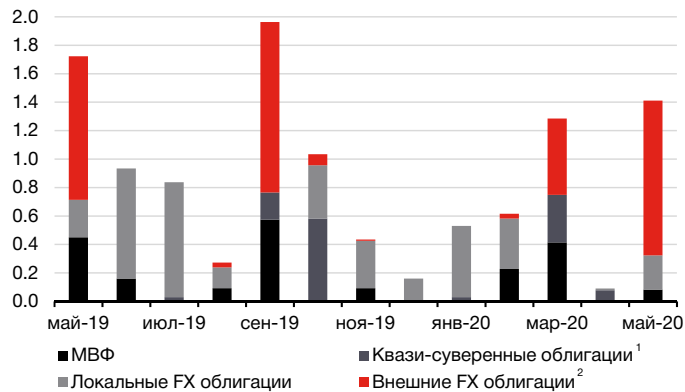
Источник: Bloomberg, Adamant Capital

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



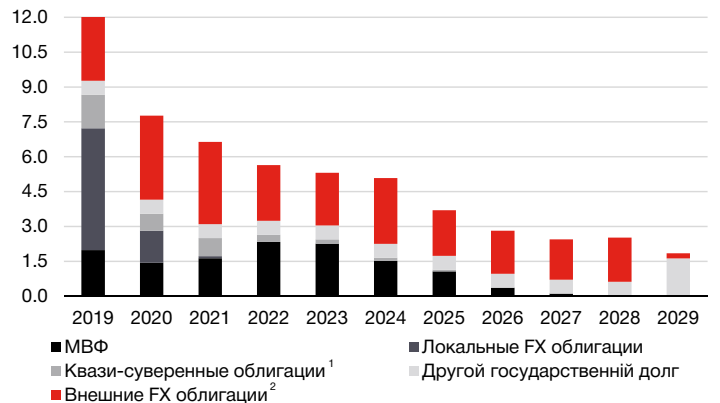
Источник: Bloomberg, Adamant Capital

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



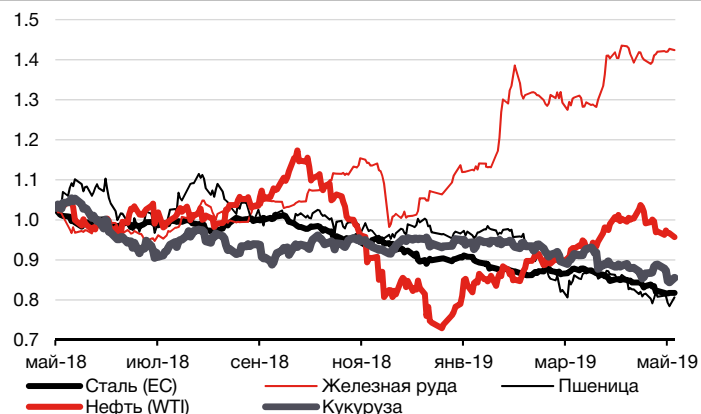
Процентные платежи включены в каждую категорию
 (1) Долг государственных банков, Укрзалізниця и муниципалитетов
 (2) Включают кредитные гарантии США
 Источник: Bloomberg, Adamant Capital

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



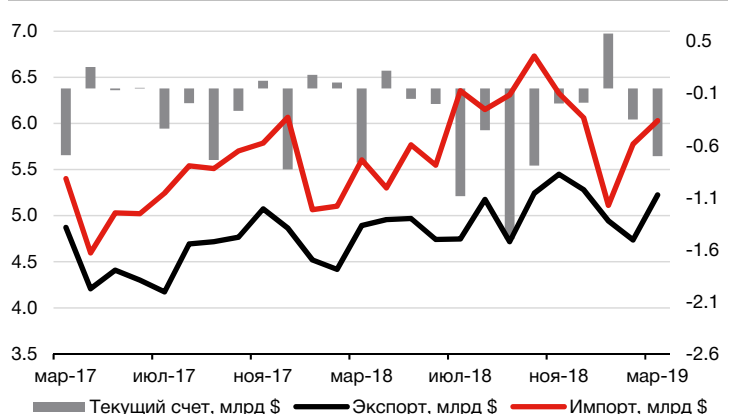
Процентные платежи включены в каждую категорию, амортизационные выплаты по локальным FX облигациям включены с сентября 2018
 (1) Долг государственных банков, Укрзалізниця и муниципалитетов
 (2) Включают кредитные гарантии США
 Источник: Bloomberg, Adamant Capital

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								
	2017	1кв18	2кв18	3кв18	4кв18	2018	1кв19П	2019П
Рост реального ВВП, г/г %	2.5%	3.3%	3.8%	2.8%	3.5%	3.3%	2.6%	2.8%
Номинальный ВВП, млрд грн	2,984	705	811	995	1,048	3,559	798	4,024
Номинальный ВВП, млрд \$	113	26	31	36	37	131	29	141
Рост дефлятора ВВП, г/г % ¹	22.1%	15.1%	17.4%	16.0%	13.5%	15.0%	10.4%	10.0%
ИПЦ (средний за период), г/г %	14.5%	13.8%	11.6%	8.9%	9.7%	11.0%	9.1%	8.8%
ИПЦ (на конец периода), г/г %	13.7%	13.2%	9.9%	8.9%	9.8%	9.8%	9.2%	6.8%
Дефицит бюджета, % ВВП ^{1,2,6}	1.4%	0.4%	-1.7%	-0.4%	7.9%	1.9%	1.1%	2.3%
Широкий дефицит бюджета, % ВВП ³	4.0%	0.4%	-1.2%	-0.4%	8.3%	2.2%	1.1%	2.3%
Государственный долг, % ВВП	71.8%	66.3%	61.6%	62.1%	60.9%	60.9%	58.8%	56.2%
Внешний государственный долг, % ВВП ⁴	43.5%	41.6%	38.6%	37.6%	38.6%	38.6%	37.6%	35.6%
Общий внешний долг, млрд \$	115	115	114	114	115	115	115	112
Экспорт товаров и услуг, млрд \$	53.9	13.8	14.7	14.6	16.0	59.1	14.9	61.5
Импорт товаров и услуг, млрд \$	62.5	15.8	16.6	18.8	19.1	70.3	16.9	73.0
Сальдо торгового баланса, млрд \$	-8.6	-1.9	-1.9	-4.2	-3.1	-11.2	-2.0	-11.5
Текущий счет, млрд \$	-2.4	-0.5	-0.1	-2.9	-1.0	-4.5	-0.4	-4.5
Финансовый счет, млрд \$ ⁵	-5.0	-0.3	-0.7	-2.1	-4.3	-7.4	-0.8	-3.9
Резервы НБУ, млрд \$	18.8	18.2	18.0	16.6	20.8	20.8	20.6	19.5
Средний курс на межбанке, грн/\$ ⁷	26.5	27.3	26.2	27.4	28.0	27.2	27.3	28.5
Курс на межбанке (на конец периода), грн/\$	28.1	26.3	26.3	28.3	27.7	27.7	27.2	30.0
Учетная ставка НБУ (на конец периода), %	14.5%	17.0%	17.0%	18.0%	18.0%	18.0%	17.5%	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	6.8	100.3	0.0	0.3	661
Украина 2023	Держать	-	7.8	сен-23	8.9	96.0	-0.9	3.7	1,355
Украина 2024	Держать	-	9.0	фев-24	9.3	98.6	-1.5	3.8	750
Украина 2027	Держать	-	7.8	сен-27	9.4	90.9	-1.6	6.1	1,307
Украина 2028	Держать	-	9.8	ноя-28	9.7	100.1	-2.3	6.4	1,600
Украина 2032	Держать	-	7.4	сен-32	9.2	86.0	-2.5	8.0	3,000
МХП 2024	Держать	23-апр-19	7.8	май-24	7.7	100.3	-0.8	4.2	500
МХП 2026	Держать	23-апр-19	7.0	апр-26	7.9	95.0	-0.5	5.5	550
ДТЭК 2024	Покупать	5-мар-19	10.8	дек-24	11.8	95.8	-0.8	4.1	1,344
Метинвест 2023	Держать	7-мая-19	7.8	апр-23	8.5	97.5	-0.4	3.4	945
Метинвест 2026	Держать	7-мая-19	8.5	апр-26	8.9	97.8	-0.3	5.3	648
Укрлендфарминг в дефолте	Продавать	13-июн-17	10.9	мар-18	нс	13.4	-0.6	нс	543
Авангард в дефолте	Продавать	9-апр-19	10.0	окт-18	нс	17.9	-0.2	нс	214
ПриватБанк в дефолте (10.250)	-	-	10.3	янв-18	нс	30.3	-0.1	нс	160
ПриватБанк в дефолте (10.875)	-	-	10.9	фев-21	нс	31.0	1.0	нс	175
Ощадбанк 2023	Покупать	14-мая-19	9.4	мар-23	9.3	100.3	-0.2	1.8	700
Ощадбанк 2025	Покупать	14-мая-19	9.6	мар-25	9.7	99.7	-0.2	1.9	500
Укрэксимбанк 2021 (в гривне)	-	-	16.5	мар-21	19.5	95.5	0.0	1.6	150
Укрэксимбанк 2022	Покупать	14-мая-19	9.6	апр-22	9.5	100.3	0.0	1.6	750
Укрэксимбанк 2025	Покупать	14-мая-19	9.8	янв-25	9.7	100.2	-0.1	2.4	600
Укрзализныця 2021	Покупать	7-мая-19	9.9	сен-21	9.8	100.1	-0.3	1.0	500
Кернел 2022	Покупать	23-апр-19	8.8	янв-22	8.0	101.8	-0.5	2.4	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
ГССУ - предварительная оценка ВВП за 1кв19	Точная	15-май
ГССУ - статистика по сельхозпроизводству	Точная	17-май
ГССУ - статистика по транспорту	Точная	20-май
ГССУ - статистика по товарообороту	Точная	21-май
ГССУ - статистика по товарообороту	Точная	21-май
ГССУ - статистика промышленности	Точная	23-май
Казначейство - месячный отчет по госбюджету	Индикативная	24-май
Кернел - финансовые результаты за 3кв19	Точная	27-май

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

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.