

Еженедельный обзор

- Последние предвыборные соцопросы: рейтинг партии Зеленского на уровне 40-50%, меньше ясности по остальным
- НБУ отменил ограничения на репатриацию дивидендов
- Зеленский предложил люстрировать большинство чиновников, находившихся у власти последние 5 лет
- Нафтогаз разместил 2 выпуска еврооблигаций на общую сумму 1.0 млрд \$

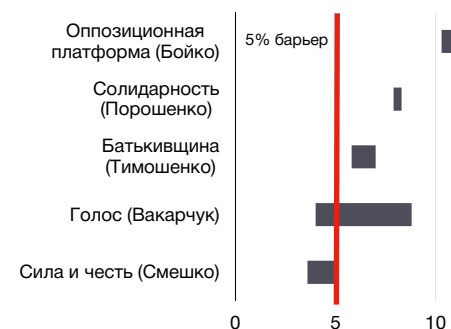
Последние предвыборные соцопросы: рейтинг партии Зеленского на уровне 40-50%, меньше ясности по остальным. За неделю до выборов результаты исследований разных социологических служб начали различаться более значимо, чем ранее. Согласно трем самым цитируемым опросам, политическую силу президента «Слуга народа» поддерживают от 42 до 52% избирателей, «Оппозиционную платформу» Бойка от 10 до 13%, «Европейскую солидарность» Порошенка 8%, а «Батькивщину» Тимошенко от 6 до 7%. Участие же новых партий еще менее очевидно, поскольку поддержка «Голоса» Вакарчука была оценена в широком диапазоне от 4% до 9%, а «Сила и честь» Смешка между отметками 4 и 5%, что свидетельствует о неопределенности их позиций касательно прохождения в Раду.

Наш взгляд: Учитывая наши предыдущие обзоры и данные последних исследований, мы делаем три основных вывода накануне голосования 21 июля. Во-первых, результаты являются очень непредсказуемыми, поскольку в парламент по закрытым спискам может пройти от 4 до 6 партий (что подразумевает разное распределение мест), а в мажоритарных округах предпочтения избирателей неизвестны и могут быть подвержены манипуляциям. Во-вторых, «Слуга народа» Зеленского, скорее всего, получит близко половины голосов, однако возможны и сюрпризы, учитывая консервативные оценки некоторых социологов и отсутствие данных о популярности региональных кандидатов партии. В-третьих, пророссийские силы вероятно получат больше мест, чем в предыдущем созыве, принимая во внимание поддержку «Оппозиционной платформы» более 10% населения.

НБУ отменил ограничения на репатриацию дивидендов с 10 июля. Ранее установленный лимит равнялся 12 млн евро в месяц на одно юридическое лицо (7 млн евро до этого). Согласно данным регулятора, такого рода выплаты иностранным инвесторам составили 1.27 млрд \$ в 1п19 (-20% г/г). Новый шаг на пути к полной либерализации движения капитала последовал другому важному послаблению в прошлом месяце – отмене обязательной продажи 30% валютной выручки.

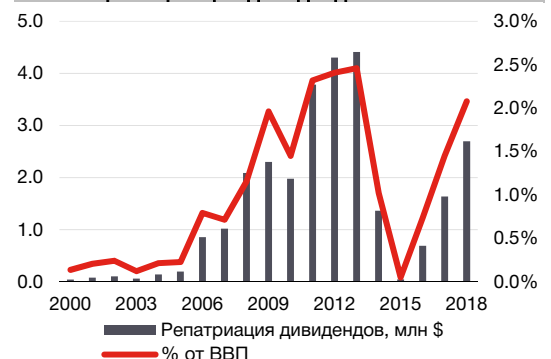
Наш взгляд: Отмена ограничений на репатриацию дивидендов однозначно является ключевым элементом улучшения инвестиционного климата в Украине для иностранных инвесторов. Согласно заявлениям НБУ, данное изменение существенного влияния на валютный рынок не окажет, поскольку спрос юридических лиц такого рода нужды составляет всего 4% от общего объема. В целом, эта точка зрения совпадает с нашей, особенно с учетом того, что выплаты дивидендов нерезидентам сократились к прошлому году, что может свидетельствовать о том, что сдерживающий эффект предыдущего месячного лимита был уже незначительным.

Диапазон рейтинга партий и барьер входа, %



Примечание: длина каждого прямоугольника равна разнице между минимальными и максимальными оценками рейтингов политических партий, согласно трем разным соцопросам. Источник: Киевский международный институт социологии (КМИС), группа Рейтинг, Центр Разумкова, Adamant Capital

Объем репатриации дивидендов за 2000-18



Источник: НБУ, Adamant Capital

Зеленский предложил люстрировать большинство чиновников, находившихся у власти последние 5 лет. Соответствующий законопроект, расширяющий действие закона «Об очищении власти», был внесен в парламент 11 июля. В список попали предыдущий президент Украины Порошенко, народные депутаты восьмого созыва, руководство НБУ, СБУ, Генпрокуратуры, Антимонопольного комитета и других органов. Послы стран G7 коллегиально отреагировали на предложенное нововведение негативно, заявив, что «избирательные изменения и политическая ротация является нормой в демократических странах, в отличие от неизбирательного наложения запретов на всех участников исполнительного и законодательного процессов управления».

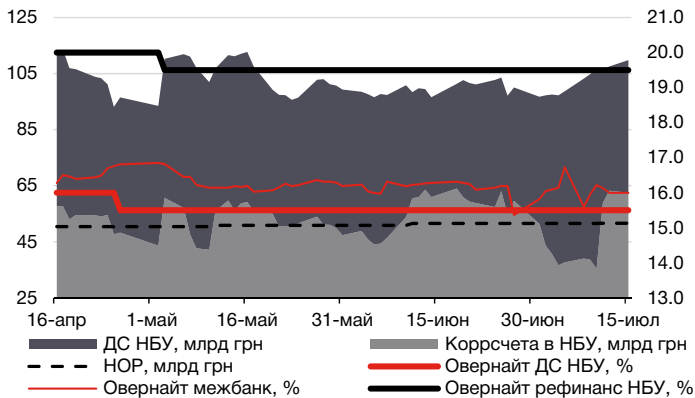
Наш взгляд: Учитывая, что законопроект был внесен во время предпоследнего заседания текущего парламента (что, по сути, сделало его рассмотрение невозможным), сопровождался видеообращением, и касается, в том числе, представителей команды самого президента, мы считаем, что его основой целью скорее являлся предвыборный пиар, нежели реальное ужесточение люстрации. Если же события все-таки продолжат развиваться в данном направлении и после 21 июля, мы ожидаем увидеть еще более резкую реакцию со стороны западных партнеров, которая может привести как к паузе в переговорном процессе с МВФ так и к оттоку капитала из страны.

Нафтогаз разместил 2 выпуска еврооблигаций на общую сумму 1.0 млрд \$. Согласно официальному пресс-релизу, доходность (и купон) пятилетних бумаг на 600 млн евро составила 7.125%, а трехлетних на 335 млн \$ - 7.375%. Поступления будут направлены на импорт газа в преддверии отопительного сезона 2019/20.

Наш взгляд: Ставка размещения 5-летних еврооблигаций оказалась существенно выше, чем мы предполагали. По нашим расчетам, она эквивалентна порядка 9.5% в долларах (форвардный пятилетний обменный курс евро к доллару составляет 1.264, против 1.126 на споте), что свидетельствует о премии к суверенной кривой в размере 260 бп. Данные условия резко контрастируют с выпуском Укрзалізнички в начале месяца, где эмитенту удалось добиться спреда всего в 160 бп. Согласно финансовым результатам Нафтогаза за 2018 год, соотношение чистого долга (по которому выплачиваются проценты) к 12 месячной EBITDA достигло всего 0.8, что говорит о низком уровне кредитной нагрузки компании. Доля транзита газа в чистой операционной прибыли после вычета скорректированных налогов (NOPLAT) составила 17%.

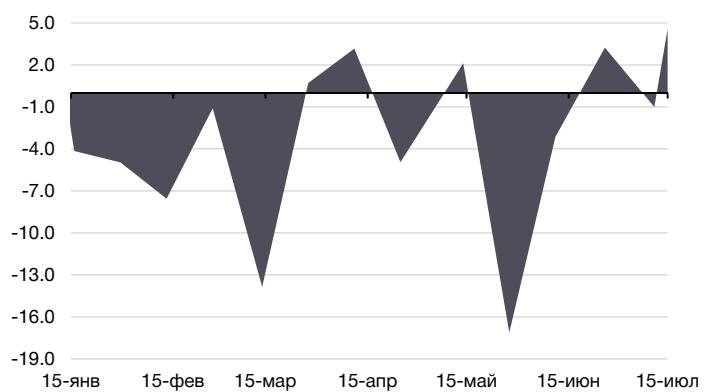
Приложение

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

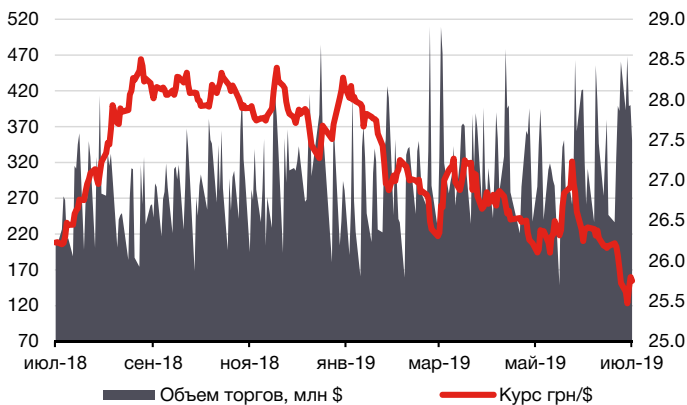
(1) Банковская система

Источник: НБУ

Ликвидность локального рынка (сумма коррсчетов в НБУ и депозитных сертификатов) увеличилась на 6.6 млрд грн до 109.8 млрд грн за неделю. Министерство финансов 16 июля разместило облигации в гривне с погашением в октябре 2019, январе 2020, июле 2020 и августе 2021 с доходностью 17.0%, 17.4%, 17.74% и 17.75%, соответственно, а также в долларах США с погашением в июле 2020 и июне 2021 с доходностью 6.5% и 7.0%, соответственно. Общие заимствования составили 7.4 млрд грн и 1.0 млрд \$.

Межбанковский курс грн/\$ на этой неделе девальвировал на 1.5%, открывшись на отметке 25.47 и закрывшись к концу на уровне 25.84.

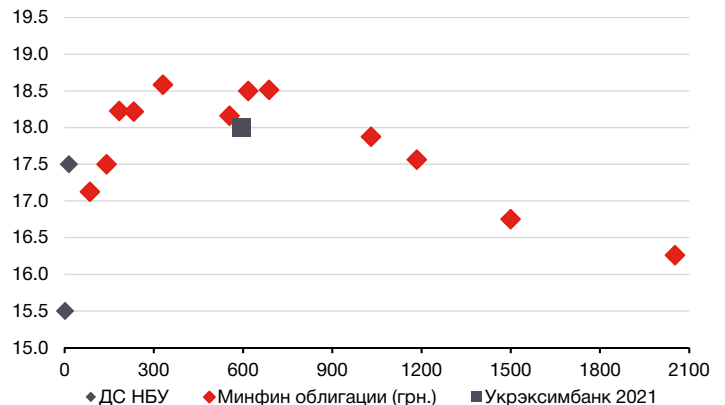
Курс валюты (пш) и объем межбанковских торгов (лш)



На основе официальных данных межбанковского рынка

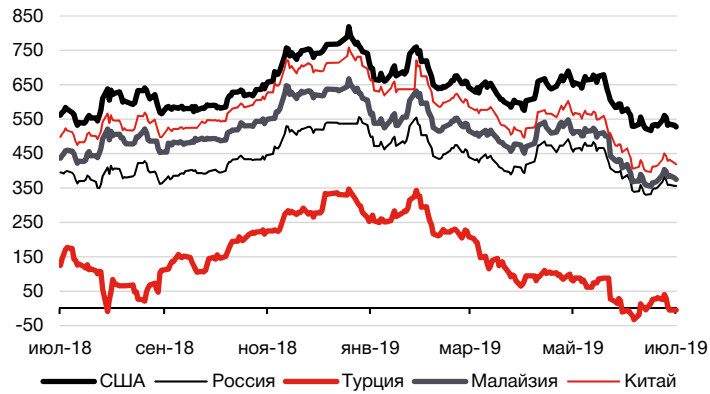
Источник: НБУ

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



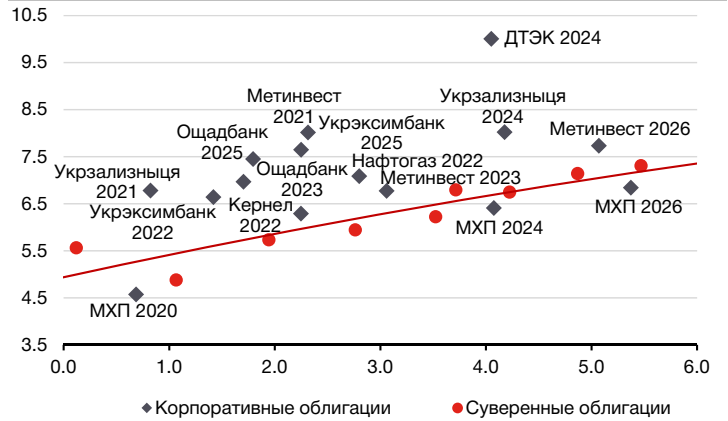
Источник: НБУ, Bloomberg, Adamant Capital

Премия 10 летней доходности Украины к другим странам, бп



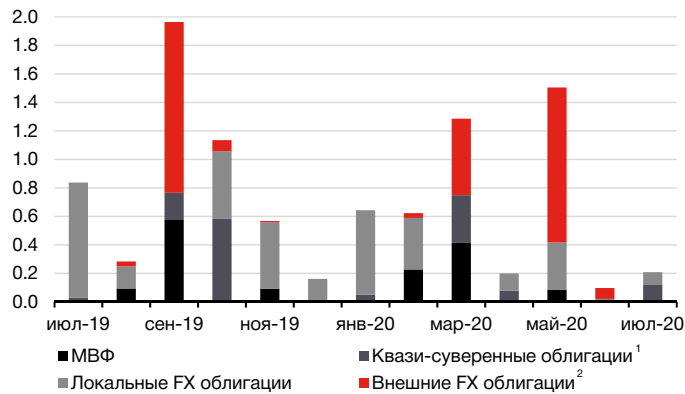
Источник: Bloomberg, Adamant Capital

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



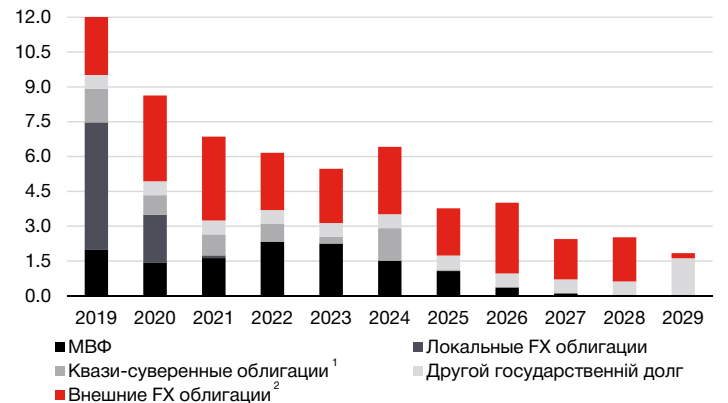
Источник: Bloomberg, Adamant Capital

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



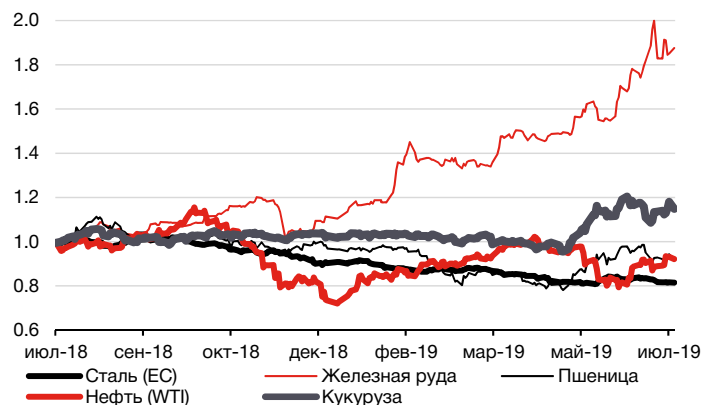
Процентные платежи включены в каждую категорию
(1) Долг государственных банков, Укрэксимбанка и муниципалитетов
(2) Включают кредитные гарантии США
Источник: Bloomberg, Adamant Capital

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



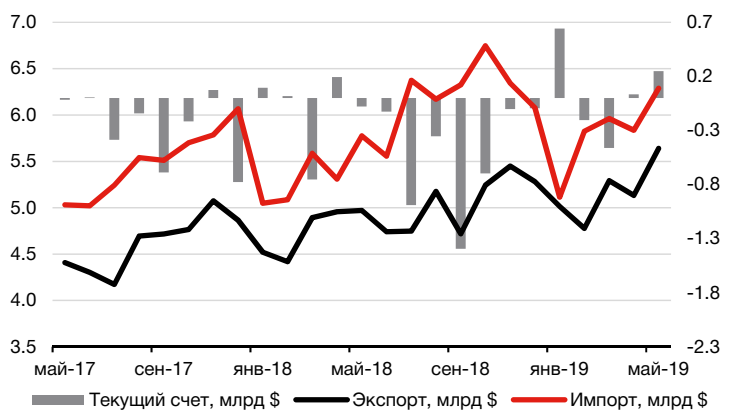
Процентные платежи включены в каждую категорию, амортизационные выплаты по локальным FX облигациям включены с сентября 2018
(1) Долг государственных банков, Укрэксимбанка и муниципалитетов
(2) Включают кредитные гарантии США
Источник: Bloomberg, Adamant Capital

Мировые индексы цен на сырье



Все индексы приведены к базису 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								
	1кв18	2кв18	3кв18	4кв18	2018	1кв19	2кв19П	2019П
Рост реального ВВП, г/г %	3.3%	3.8%	2.8%	3.5%	3.3%	2.5%	3.5%	3.0%
Номинальный ВВП, млрд грн	705	811	995	1,048	3,559	807	940	4,086
Номинальный ВВП, млрд \$	26	31	36	37	131	30	35	150
Рост дефлятора ВВП, г/г % ¹	15.1%	17.4%	16.0%	13.5%	15.0%	11.7%	12.0%	11.5%
ИПЦ (средний за период),г/г %	13.8%	11.6%	8.9%	9.7%	11.0%	8.9%	9.1%	8.7%
ИПЦ (на конец периода),г/г %	13.2%	9.9%	8.9%	9.8%	9.8%	8.6%	9.0%	6.5%
Дефицит бюджета, % ВВП ^{1,2,6}	0.4%	-1.7%	-0.4%	7.9%	1.9%	1.1%	-3.5%	2.3%
Широкий дефицит бюджета, % ВВП ³	0.4%	-1.2%	-0.4%	8.3%	2.2%	1.1%	-3.5%	2.3%
Государственный долг, % ВВП	66.3%	61.6%	62.1%	60.9%	60.9%	58.6%	55.4%	54.8%
Внешний государственный долг, % ВВП ⁴	41.6%	38.6%	37.6%	38.6%	38.6%	37.5%	35.9%	34.1%
Общий внешний долг, млрд \$	115	114	114	115	115	114	114	113
Экспорт товаров и услуг, млрд \$	13.8	14.7	14.6	16.0	59.1	15.1	15.1	63.3
Импорт товаров и услуг, млрд \$	15.7	16.6	18.9	19.2	70.4	16.9	17.5	74.7
Сальдо торгового баланса, млрд \$	-1.9	-2.0	-4.2	-3.2	-11.3	-1.8	-2.4	-11.4
Текущий счет, млрд \$	-0.6	0.0	-2.7	-0.9	-4.3	0.0	0.1	-3.0
Финансовый счет, млрд \$ ⁵	-0.4	-0.6	-2.0	-4.2	-7.1	-0.4	-0.5	-3.1
Резервы НБУ, млрд \$	18.2	18.0	16.6	20.8	20.8	20.6	20.6	20.2
Средний курс на межбанке, грн/\$ ⁷	27.3	26.2	27.4	28.0	27.2	27.3	26.6	27.2
Курс на межбанке (на конец периода), грн/\$	26.3	26.3	28.3	27.7	27.7	27.2	26.2	27.9
Учетная ставка НБУ (на конец периода), %	17.0%	17.0%	18.0%	18.0%	18.0%	17.5%	17.5%	16.0%

(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	5.6	100.2	0.0	0.1	661
Украина 2023	Держать	-	7.8	сен-23	6.2	105.5	0.5	3.5	1,355
Украина 2024	Держать	-	9.0	фев-24	6.8	108.5	0.9	3.7	750
Украина 2027	Держать	-	7.8	сен-27	7.4	102.1	1.7	6.0	1,307
Украина 2028	Держать	-	9.8	ноя-28	7.9	112.3	1.7	6.4	1,600
Украина 2032	Держать	-	7.4	сен-32	7.6	97.8	1.6	8.1	3,000
Авангард в дефолте	Продавать	9-апр-19	10.0	окт-18	нс	8.6	0.0	нс	214
ДТЭК 2024	Держать	4-июн-19	10.8	дек-24	10.0	103.0	0.3	4.1	1,344
Кернел 2022	Покупать	28-мая-19	8.8	янв-22	6.3	105.7	0.2	2.2	500
Метинвест 2023	Держать	2-июл-19	7.8	апр-23	6.8	103.2	0.1	3.1	945
Метинвест 2026	Держать	2-июл-19	8.5	апр-26	7.7	104.0	0.1	5.1	648
МХП 2024	Держать	25-июн-19	7.8	май-24	6.4	105.5	0.0	4.1	500
МХП 2026	Держать	25-июн-19	7.0	апр-26	6.8	100.6	0.2	5.4	550
Нафтогаз 2022	-	-	7.4	июл-22	7.1	100.8	0.0	2.8	335
Нафтогаз 2024 (в евро)	-	-	7.1	июл-24	6.9	100.8	0.0	4.4	672
Ощадбанк 2023	Покупать	14-мая-19	9.4	мар-23	7.0	104.1	0.1	1.7	280
Ощадбанк 2025	Покупать	14-мая-19	9.6	мар-25	7.5	103.8	0.0	1.8	500
ПриватБанк в дефолте (10.250)	-	-	10.3	янв-18	нс	29.7	-0.5	нс	160
ПриватБанк в дефолте (10.875)	-	-	10.9	фев-21	нс	29.5	-0.8	нс	175
Укрзализныця 2021	Покупать	7-мая-19	9.9	сен-21	6.8	102.5	0.2	0.8	350
Укрзализныця 2024	-	-	8.3	июл-24	8.0	100.9	0.2	4.2	500
Укрлендфарминг в дефолте	Продавать	13-июн-17	10.9	мар-18	нс	12.0	0.0	нс	543
Укрэксимбанк 2021 (в гривне)	-	-	16.5	мар-21	18.6	97.2	0.2	1.4	150
Укрэксимбанк 2022	Покупать	14-мая-19	9.6	апр-22	6.6	104.2	-0.1	1.4	375
Укрэксимбанк 2025	Покупать	14-мая-19	9.8	янв-25	7.6	104.8	0.1	2.2	600

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

Календарь событий на 1 неделю		
Событие	Тип даты	Дата
Кернел - операционные результаты за 4кв19	Точная	17-июл
МХП - операционные результаты за 2кв19	Точная	17-июл
НБУ - пересмотр учетной ставки	Точная	18-июл
ГССУ - статистика промышленности	Точная	23-июл

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.