

## Еженедельный обзор

- Национальное антикоррупционное бюро Украины назвало должностных лиц ДТЭК подозреваемыми в расследовании по делу «Роттердам+»
- Потребительская инфляция в июле составила -0.6% м/м и 9.1% г/г
- Результаты банков за 2кв19: показатели чистой прибыли Ощадбанка, Укрэксимбанка и сектора в целом составили 2, 18 и 683 млн \$

---

**Национальное антикоррупционное бюро Украины назвало должностных лиц ДТЭК подозреваемыми в расследовании по делу «Роттердам+».** Согласно пресс-релизу, опубликованному НАБУ, в бюро считают, что сотрудники ДТЭК совместно с представителями украинского тарифного регулятора (НКРЭКУ) искусственно завышали расчетные издержки производства электроэнергии ТЭС. Общая сумма незаконных доходов за 2016–2017 оценивается в 14.3 млрд грн (0.6 млрд \$). Доходность еврооблигаций компании выросла на 130 бп до 11.2% с момента заявления 8 августа.

**Наше мнение:** Так называемая формула ценообразования на уголь «Роттердам+» была утверждена НКРЭКУ в апреле 2016 года для определения расчетной себестоимости, а следовательно и оптовых тарифов, тепловой генерации, основная масса которой (75%) предоставлялась станциями ДТЭК. Несмотря на то, что на первый взгляд данный подход выглядел вполне оправданным (формирование цены следовало принципу импортного паритета с международным бэнчмарком API2), он был подвергнут критике со стороны ряда экспертов из-за отсутствия корректировок относительно разницы в качестве между углем в Роттердаме и реально поставляемым и используемым в Украине (в частности в отношении содержания серы). Согласно данным ГССУ, в 2016-18 гг. подавляющее большинство импортного антрацита (84%) в действительности завозилось в страну из России. Хотя на текущий момент неизвестно, является ли ДТЭК как юридическое лицо ответчиком по данному делу, само наличие расследования подтверждает наше ранее озвученное опасение касательно ухудшения операционной среды для компании после смены власти. Невзирая на то, что часть появившихся рисков была нивелирована запуском нового рынка электроэнергии с 1 июля, а цена еврооблигаций ДТЭК за последнюю неделю стала более привлекательной, мы сохраняем нашу рекомендацию по данному эмитенту на отметке «держать»

---

**Результаты банков за 2кв19: показатели чистой прибыли Ощадбанка, Укрэксимбанка и сектора в целом составили 2, 18 и 683 млн \$.** Чистая процентная маржа достигла 2.9%, 1.8% и 6.9% соответственно. Отчисления по РВПС возросли на 2 млн \$ в Ощаде, 19 млн \$ в Укрэксиме и 65 млн \$ по системе в целом. Объёмы депозитов увеличились у всех троих, в особенности после корректировки на курсовые разницы. Чистые кредиты возросли по сравнению с предыдущим кварталом в системе и в Ощаде, но снизились в Укрэксиме. NPL (ссуды самой низкой категории качества) увеличились в долларовом выражении, отражая снижение обменного курса (около 50% неработающих кредитов деноминированы в национальной валюте). Соотношение NPL к валовому кредитному портфелю сократилось на 1 пп. Норматив достаточности капитала (коэффициент H2) упал только в Ощаде, который показал убыток на уровне совокупного дохода. Укрэксим и система в целом продемонстрировали по данной метрике сдержанный рост.

**Наше мнение:** В данном отчетном периоде украинская банковская система еще более ярко продемонстрировала тренды намеченные за последние два квартала. ROE по сектору возрос на дополнительные 12 пп кв/кв до невиданных ранее 43% благодаря дальнейшему увеличению объемов потребительского кредитования (рост на 6% кв/кв и 28% г/г до 22% в общем портфеле), небольшим отчислениям в резервы, и сдержанному увеличению операционных затрат. Как и ранее, Ощад и Укрэксим показали результаты ниже среднего. Первого по-прежнему сдерживали чрезмерно большие расходы на ведение основной деятельности, что, в частности, привело к повышению CIR до 96%. Несмотря на участие в сегменте потреб-кредитов (10% от портфеля), показатель NIM банка составил всего 2.9%, что свидетельствует о неэффективности еще и в этой области. Укрэксим оставался сосредоточенным на все еще стагнирующем корпоративном сегменте (объемы этих ссуд в системе возросли всего на 1% кв/кв и 6% г/г), что частично объясняет его низкую маржинальность. В то же время, с точки зрения ликвидности (LCR около 301% в гривне и 160% в иностранной валюте) и капитала, оба государственных учреждения оставались вполне здоровыми. Девальвационные риски также отсутствовали ввиду длинной валютной позиции. Оба банка имеют небольшие предстоящие амортизационные выплаты по еврооблигациям в течение 2п19, которые, как мы ожидаем, будут осуществлены в полном объеме.

В целом, принимая во внимание тот факт, что доходность по облигациям этих эмитентов по-прежнему находятся на 150-200 бп выше суверенной кривой (и, необъяснимым образом, некоторых других государственных корпораций, таких как Нафтогаз), мы подтверждаем нашу рекомендацию их покупать.

## Результаты банков за 2кв19 по МСФО, млн \$

	Ощад	Укрэксим	Система
Процентный доход	51	24	748
кв/кв	-14%	87%	4%
Комиссионный доход	38	9	407
кв/кв	13%	6%	11%
Отчисления РВПС <sup>1</sup>	-2	-19	-65
кв/кв	-95%	134%	-62%
Переоценка ФИ <sup>2</sup>	-28	-11	42
кв/кв	-791%	нс	192%
Курсовые разницы	34	40	140
кв/кв	131%	165%	154%
Прибыль	2	18	683
кв/кв	-24%	21%	44%
Депозиты	6,322	3,144	37,650
кв/кв	10%	3%	6%
Кредиты	2,536	2,559	21,957
кв/кв	3%	0%	4%
CAR <sup>3</sup>	12.7%	13.8%	17.5%
кв/кв	0.2пп	0.4пп	0.8пп
NIM <sup>4</sup>	2.9%	1.8%	6.9%
кв/кв	-1пп	-0.5пп	-0.9пп
NPL <sup>5</sup>	3,447	2,749	22,132
кв/кв	2%	2%	1%
РВПС	2,383	2,448	19,661
кв/кв	4%	3%	2%
NPL/валовые	63%	54%	52%
кв/кв	-3пп	-6пп	-1пп
РВПС/валовые	48%	49%	47%
кв/кв	0пп	1пп	0пп
ROE <sup>6</sup>	1%	22%	43%
кв/кв	-1пп	12пп	1пп
CIR <sup>7</sup>	96%	45%	47%
кв/кв	-62пп	-18пп	-10пп

(1) Переоценка финансовых инструментов

(2) Коэффициент НБУ N2

(3) Чистая процентная маржа в \$ США

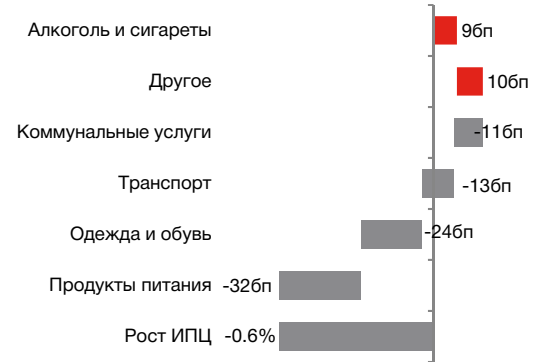
(4) Определяется как кредиты 5 и 10 категории (выдаются физическим и юридическим лицам соответственно) в соответствии с последней методологией НБУ. Данные за 5М18, использованные за 2К18

(5) Сумма корпоративных кредитов категории 10 и личных кредитов категории 5 (методология НБУ) для ПриватБанка, ПУМБ и Системы. Источник: НБУ, Adamant Capital

Потребительская инфляция в июле составила **-0.6% м/м** и **9.1% г/г**. Продовольственные товары стали основным фактором снижения по сравнению с июнем (вклад -32 бп) ввиду сокращения цен на овощи на дополнительные 13.6% м/м. Расходы граждан на одежду и обувь снизились на 4.5% на фоне сезонности. Стоимость транспорта и сопутствующих услуг уменьшилась благодаря удешевлению топлива на 3.2%. Базовая инфляция замедлилась до -0.1% м/м и 7.4% г/г.

**Наше мнение:** ИПЦ за месяц в целом соответствовал ожиданиям и преимущественно отразил сезонные тенденции произошедшие одновременно с укреплением гривны по отношению к доллару на 3%. Принимая во внимание благоприятное влияние повышенного спроса на ОВГЗ от нерезидентов, мы несколько пересмотрели наш прогноз по обменному курсу на конец года, что позволило снизить и оценку инфляции до 6.0% с 6.5% ранее. В августе мы ожидаем, что ИПЦ составит -0.2% м/м (8.9% г/г) на фоне еще более дешевых продуктов питания и снижения цен на природный газ для населения на 5%. Несмотря на комментарий НБУ о том, что индекс потребительских цен превысил его оценки, мы считаем, что 5 сентября учетная ставка будет снижена еще на 50 бп до 16.5%.

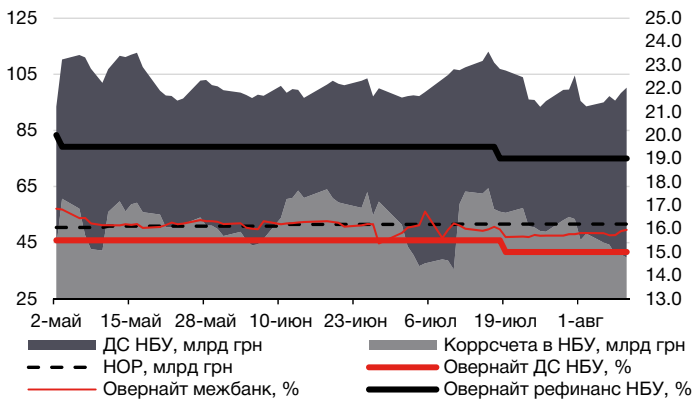
#### Факторы роста ИПЦ по категориям в июле



Источник: ГССУ, Adamant Capital

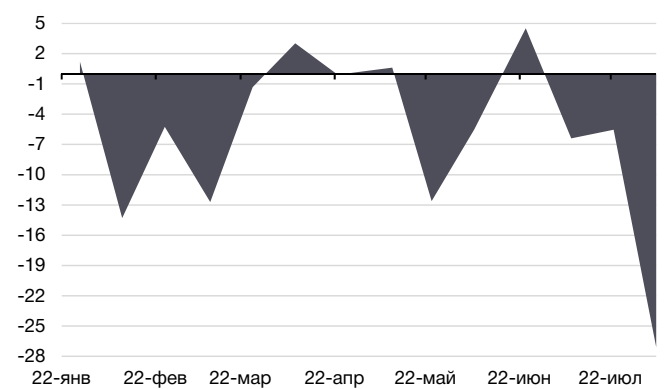
## Приложение

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



Источник: НБУ, Adamant Capital

Приток от Госказначейства и ФГВФЛ в систему<sup>1</sup>, млрд грн

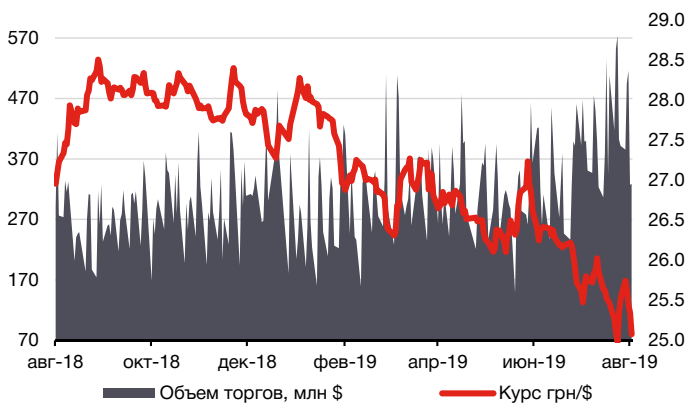


Точки на графике демонстрируют суммарные притоки по фискальному каналу за 10 рабочих дней  
 (1) Банковская система  
 Источник: НБУ

**Ликвидность банковской системы** (сумма коррсчетов в НБУ и депозитных сертификатов) увеличилась на 6.7 млрд грн до 100.3 млрд грн за неделю. Министерство финансов 13 августа разместило облигации в гривне с погашением в феврале 2020, июле 2020, и ноябре 2021 с доходностью 16.50%, 16.18%, 16.52% соответственно. Общие заимствования составили 1.96 млрд грн.

**Межбанковский курс грн/\$** на этой неделе (с понедельника по понедельник) укрепился на 1.9%, открывшись на отметке 25.62 и закрывшись на уровне 25.14.

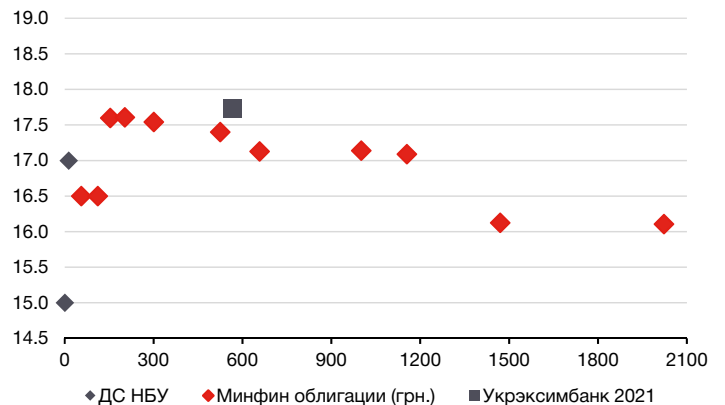
Курс валюты (пш) и объем межбанковских торгов (лш)



На основе официальных данных межбанковского рынка

Источник: НБУ

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



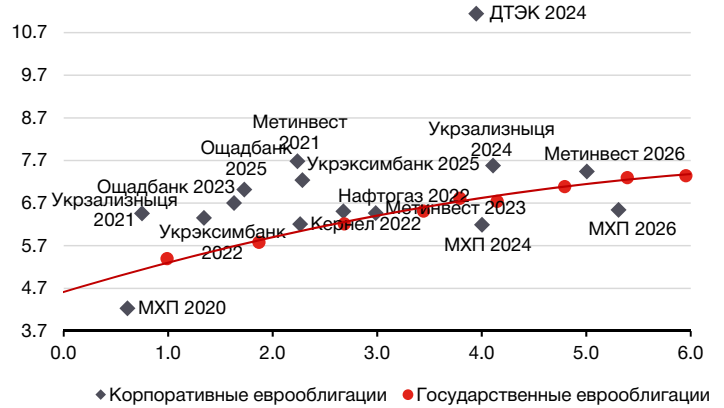
Источник: НБУ, Bloomberg, Adamant Capital

Премия 10 летней доходности Украины к другим странам, бп



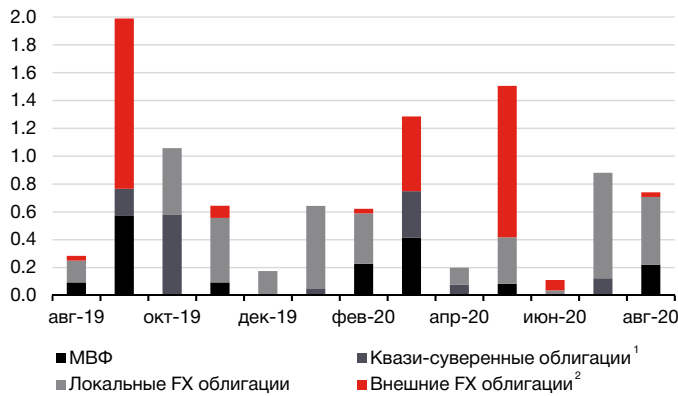
Источник: Bloomberg, Adamant Capital

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



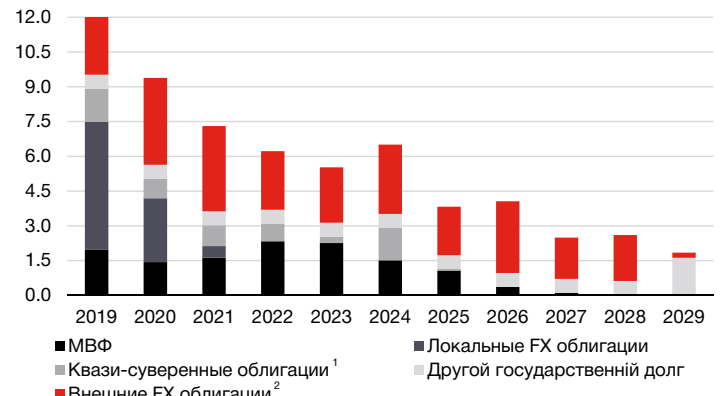
Источник: Bloomberg, Adamant Capital

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



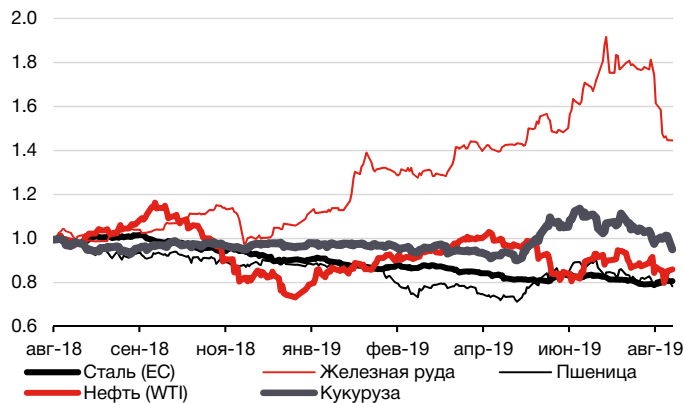
Процентные платежи включены в каждую категорию  
 (1) Долг государственных банков, Укрзалізниця и муниципалитетов  
 (2) Включают кредитные гарантии США  
 Источник: Bloomberg, Adamant Capital

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



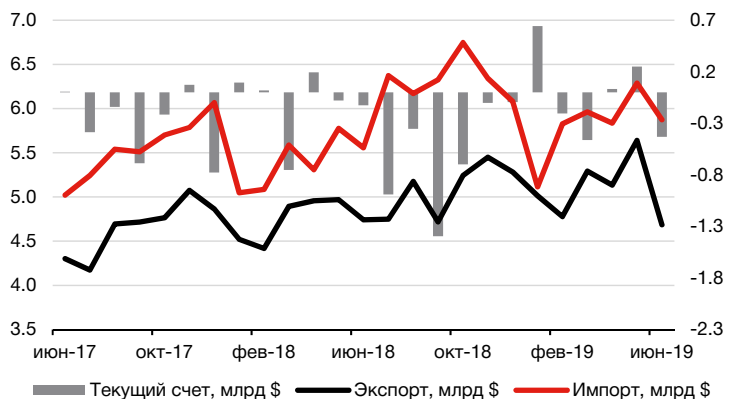
(1) Долг государственных банков, Укрзалізниця и муниципалитетов  
 (2) Включают кредитные гарантии США  
 Источник: Bloomberg, Adamant Capital

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								
	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	4,067
Номинальный ВВП, млрд \$	26	31	36	37	131	30	35	154
Рост дефлятора ВВП, г/г % <sup>1</sup>	15.1%	17.4%	16.0%	13.5%	15.0%	11.7%	12.0%	10.9%
ИПЦ (средний за период), г/г %	13.8%	11.6%	8.9%	9.7%	11.0%	8.9%	9.1%	8.3%
ИПЦ (на конец периода), г/г %	13.2%	9.9%	8.9%	9.8%	9.8%	8.6%	9.0%	6.0%
Дефицит бюджета, % ВВП <sup>1,2</sup>	0.4%	-1.7%	-0.4%	7.9%	1.9%	1.1%	-3.5%	2.3%
Широкий дефицит бюджета, % ВВП <sup>3</sup>	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%	54.0%
Внешний государственный долг, % ВВП <sup>4</sup>	41.6%	38.6%	37.6%	38.6%	38.6%	37.5%	35.9%	33.4%
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	62.2
Импорт товаров и услуг, млрд \$	15.7	16.6	18.9	19.2	70.4	16.9	17.5	75.0
Сальдо торгового баланса, млрд \$	-1.9	-2.0	-4.2	-3.2	-11.3	-1.8	-2.4	-12.8
Текущий счет, млрд \$	-0.6	0.0	-2.7	-0.9	-4.3	0.0	0.1	-4.5
Финансовый счет, млрд \$ <sup>5</sup>	-0.4	-0.6	-2.0	-4.2	-7.1	-0.4	-0.5	-6.7
Резервы НБУ, млрд \$	18.2	18.0	16.6	20.8	20.8	20.6	20.6	22.3
Средний курс на межбанке, грн/\$ <sup>6</sup>	27.3	26.2	27.4	28.0	27.2	27.3	26.6	26.4
Курс на межбанке (на конец периода), грн/\$	26.3	26.3	28.3	27.7	27.7	27.2	26.2	26.3
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 РПББ МВФ

(6) 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	7.2	100.0	-0.1	0.1	661
Украина 2023	Держать	-	7.8	сен-23	6.3	105.2	-1.5	3.5	1,355
Украина 2024	Держать	-	9.0	фев-24	6.5	109.5	-1.1	3.8	750
Украина 2027	Держать	-	7.8	сен-27	7.1	103.7	-1.1	6.0	1,307
Украина 2028	Держать	-	9.8	ноя-28	7.5	114.6	-1.3	6.4	1,600
Украина 2032	Держать	-	7.4	сен-32	7.4	99.7	-0.9	8.1	3,000
Авангард, в дефолте	Продавать	9-апр-19	10.0	окт-18	121.0	8.3	0.2	нс	214
ДТЭК 2024	Держать	13-июн-19	10.8	дек-24	9.8	103.6	-1.0	4.0	1,344
Кернел 2022	Покупать	23-июл-19	8.8	янв-22	6.2	105.8	-0.3	2.3	500
Метинвест 2023	Держать	30-июл-19	7.8	апр-23	6.5	104.2	-0.3	3.0	945
Метинвест 2026	Держать	30-июл-19	8.5	апр-26	7.4	105.5	-0.6	5.0	648
МХП 2024	Держать	23-июл-19	7.8	май-24	6.2	106.4	-0.2	4.0	500
МХП 2026	Держать	23-июл-19	7.0	апр-26	6.5	102.2	-0.3	5.3	550
Нафтогаз 2022	-	-	7.4	июл-22	6.6	101.9	-0.6	2.7	335
Нафтогаз 2024 (в евро)	-	-	7.1	июл-24	6.6	102.1	-0.9	4.3	672
Ощадбанк 2023	Покупать	14-мая-19	9.4	мар-23	6.7	104.4	-0.4	1.7	280
Ощадбанк 2025	Покупать	14-мая-19	9.6	мар-25	7.0	104.5	-0.7	1.7	500
ПриватБанк (10.250), в дефолте	-	-	10.3	янв-18	33.9	30.3	0.1	нс	160
ПриватБанк (10.875), в дефолте	-	-	10.9	фев-21	36.9	29.5	0.0	нс	175
Укрзалізниця 2021	Покупать	7-мая-19	9.9	сен-21	6.6	102.5	-0.3	0.8	350
Укрзалізниця 2024	-	-	8.3	июл-24	7.6	102.5	-0.2	4.1	500
Укрлендфарминг, в дефолте	Продавать	13-июн-17	10.9	мар-18	18.3	97.6	0.4	1.3	543
Укрэксимбанк 2021 (в гривне)	-	-	16.5	мар-21	6.3	104.5	-0.5	1.4	150
Укрэксимбанк 2022	Покупать	14-мая-19	9.6	апр-22	7.3	105.5	-0.6	2.3	375
Укрэксимбанк 2025	Покупать	14-мая-19	9.8	янв-25	108.7	10.0	0.0	нс	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
ГССУ - предварительная оценка ВВП за 2кв19	Точная	14-авг
ГССУ - статистика по сельхозпроизводству	Точная	16-авг
ГССУ - статистика по товарообороту	Точная	20-авг
ГССУ - статистика по транспорту	Точная	20-авг

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](mailto:urs@adamant-capital.com)

#### Аналитика

Константин Фастовец | [fks@adamant-capital.com](mailto:fks@adamant-capital.com)

#### PR

Инна Звягинцева | [zin@adamant-capital.com](mailto: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 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.