

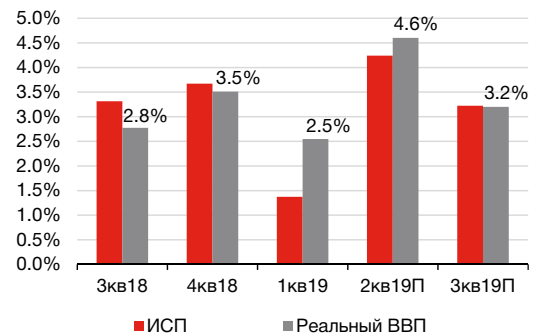
Еженедельный обзор

- В июле выход основных секторов увеличился на 7.5% г/г
- Профицит сводного бюджета за 7м19 составил 23 млрд грн (1.1% от ВВП)

В июле выход основных секторов увеличился на 7.5% г/г, согласно нашему расчетному индексу ИСП. Промышленное производство сократилось на 0.2% (1.1% с учетом коррекции на сезонность), демонстрируя умеренное ускорение с июня (-2.3% и -1.3% г/г соответственно). Объемы сельскохозяйственной продукции выросли на 18.3% на фоне увеличения урожая зерновых и масличных культур на 38% г/г за месяц. Согласно нашим оценкам, транспорт и строительство прибавили 2.3% и 15.5% г/г соответственно. Внутренняя торговля возросла лишь на 3.2%, несмотря на 9.0% рост розничных продаж (оптовые сократились на 5.2%).

Наше мнение: Увеличение консолидированного выпуска наблюдаемой части экономики (измеряется ИСП) превзошло нашу оценку на целых 150 бп из-за неожиданно сильных результатов в строительстве и сельском хозяйстве. Первое, по нашему мнению, свидетельствует о том, что замедление в сооружении жилых домов и инженерных конструкций в июне могло быть вызвано совокупностью несистемных факторов, что повышает вероятность роста этого сектора во 2п19 (мы закладываем +10% г/г в августе). В то же время положительная динамика по производству сельхозкультур не отменяет ожидаемое ранее сокращение объемов выхода этой отрасли в следующем месяце ввиду более высокой базы сравнения. Согласно нашим расчетам, урожай зерновых за период снизится на 35% г/г, чего может оказаться достаточно, чтобы ИСП опустился до отрицательных значений. Отметим также, что выпуск промышленной продукции несколько отличился от прогноза, однако не имел существенного влияния на консолидированный показатель ввиду слабо выраженной динамики по отношению к прошлому году. Мы ожидаем, что эта тенденция сохранится до конца 2019. В целом, мы считаем, что опубликованные данные позволяют нам повысить нашу оценку роста реального ВВП за 3к19 до 3.2% с 2.9% ранее и соответственно увеличить индикатор за год на 0.1 пп до 3.3%.

Динамика роста ИСП против реального ВВП



Примечание: Индекс совокупного производства – рост средневзвешенного значения промышленного производства, розничных и оптовых продаж, перевозок, строительства и выхода с/х продукции
 Источник: ГССУ, Adamant Capital

Профицит сводного бюджета за 7м19 составил 23 млрд грн (1.1% от ВВП). Доходы и расходы за июль выросли на 20% и 14% г/г соответственно.

Наше мнение: Общий объем привлеченных средств за месяц оказался несколько выше наших ожиданий благодаря двум факторам: внезапному снижению суммы возмещенного НДС к самому низкому уровню с начала года (10.4 млрд грн) и более значимым переводам от государственных компаний (распределение части прибыли). Возникновение первого скорее всего объясняется более длинными задержками в выплатах – согласно нашим оценкам, выделенные в июле средства поступили на счета компаний в среднем через 59 дней после подачи заявок, по сравнению с 48 днями в среднем за предыдущие 6 месяцев. Однако следует отметить, что на эту цифру повлияли некоторые необычные платежи, требования по которым датируются еще 2017 годом (видимо проходили длительный процесс верификаций). Трансферты от госкомпаний скорее всего отражают, отличающееся от предыдущего периода, временное распределение. На текущий момент мы предполагаем, что бюджет получит за 2019 по этой статье все те же запланированные ранее 45 млрд грн. Рост выручки от НДСФЛ неожиданно ускорился, что нас несколько удивило, поскольку идет вразрез с замедляющейся динамикой увеличения доходов домохозяйств. В целом же, совокупность, в том числе и временных, факторов, обеспечила увеличение суммарного дохода бюджета (до получения средств от НБУ) за 7 месяцев на 10.7% г/г, что значимо выше планового показателя за год (9.6%). Согласно предварительным данным, аналогичный индикатор за август составляет 22.7%, в частности благодаря снова возникшему спаду в возмещениях НДС на 50%.

Консолидированные расходы за июль также оказались выше ожидаемых. Отклонение от прогноза произошло за счет более высоких капитальных инвестиций и дотаций бизнесу. Негибкие статьи расходов, такие как зарплаты, обслуживание долга и социальное обеспечение в основном совпали с нашими оценками. Суммарно отчисления за 7м19 прибавили 12% и в целом соответствуют годовому плану.

В итоге, опубликованные данные, по нашему мнению, все также свидетельствуют о реалистичности сдерживания дефицита бюджета на уровне 2.3%-2.7% от номинального ВВП при условии наличия политической воли.

Сводный госбюджет за 7м19, млрд грн

	июль	г/г	7м19	г/г	ГП г/г
Доходы	102	20%	745	14%	9%
НДС	34	12%	208	1%	16%
Локальный НДС	8	52%	43	-12%	20%
Импортный НДС	26	3%	165	6%	15%
Налог на прибыль	1	-53%	59	0%	-1%
Акцизы	12	1%	73	13%	13%
НДСФЛ	25	27%	154	22%	16%
Рента	3	-6%	31	27%	26%
Импортные пошлины	3	18%	17	21%	16%
Местные налоги	8	26%	42	24%	9%
Неналоговые доходы	15	90%	150	28%	-11%
Трансферты НБУ	0	нс	65	71%	7%
Другое	1	18%	11	30%	-6%
Расходы	99	14%	721	12%	12%
Операционные	87	15%	671	12%	13%
Зарплаты	29	18%	220	19%	22%
НИОКР	11	-10%	75	-10%	-2%
Обслуживание долг:	5	-1%	66	8%	25%
Субсидии бизнесу	7	45%	37	81%	18%
Соц обеспечение	22	15%	188	1%	5%
Пенсии	14	26%	115	37%	17%
Субсидии	1	-56%	31	-41%	-39%
Другое	14	29%	85	28%	16%
Капитальные	12	7%	50	17%	-14%
Приобретение	7	5%	31	14%	-33%
Трансферты	4	12%	19	22%	15%
Чистый долг	1.37	84%	0.69	нс	137%
Дефицит¹	-2	нс	-23	нс	60%
% ВВП	нс	нс	-1.1%	нс	0.7пп
Доходы центр бюджета	77	20%	579	14%	11%
Расходы центр бюджета	59	19%	425	25%	20%
Чистые трансферты	18	5%	157	-15%	-4%
Доходы местн	25	22%	166	16%	5%
Расходы местн	40	7%	297	-3%	2%
Номинальный ВВП²	нд	нс	2,137	16%	14%

Примечание. ГП – годовой план Госказначейства (на 2019)

(1) Расходы минус доходы плюс чистое кредитование

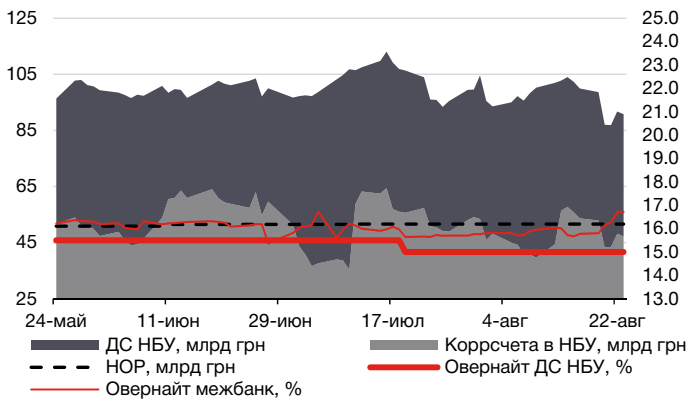
консолидированного бюджета

(2) Для расчетов использован наш прогноз

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

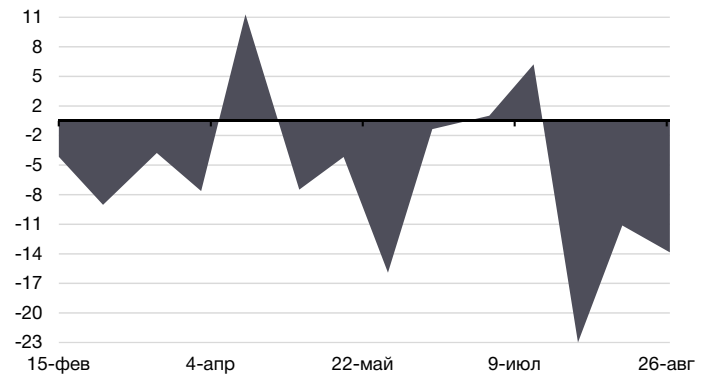
Приложение

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



Источник: НБУ, Adamant Capital

Приток от Госказначейства и ФГВФЛ в систему¹, млрд грн

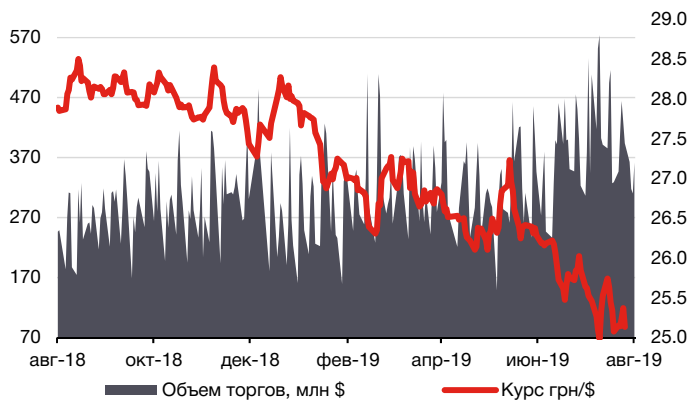


Точки на графике демонстрируют суммарные притоки по фискальному каналу за 10 рабочих дней
(1) Банковская система
Источник: НБУ

Ликвидность банковской системы (сумма коррсчетов в НБУ и депозитных сертификатов) сократилась на 9.2 млрд грн до 90.7 млрд грн за неделю. Министерство финансов 27 августа разместило облигации в гривне с погашением в феврале 2020, августе 2020, январе 2022 и феврале 2025 с доходностью 16.30%, 16.00%, 16.30% и 15.30% соответственно. Общие заимствования составили 1.77 млрд грн.

Межбанковский курс грн/\$ на этой неделе (с понедельника по понедельник) девальвировал на 0.18%, открывшись на отметке 25.12 и закрывшись на уровне 25.17.

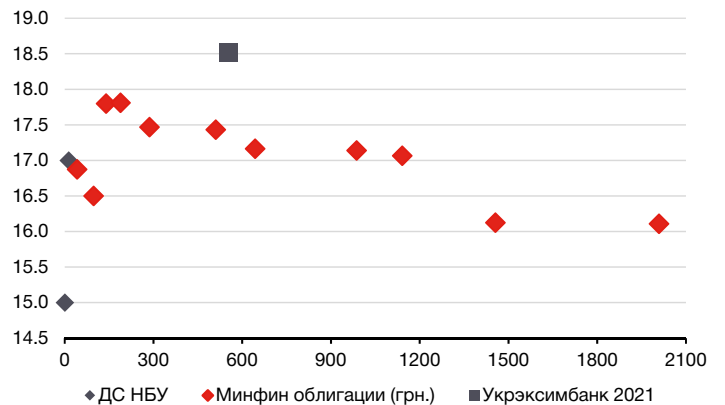
Курс валюты (пш) и объем межбанковских торгов (лш)



На основе официальных данных межбанковского рынка

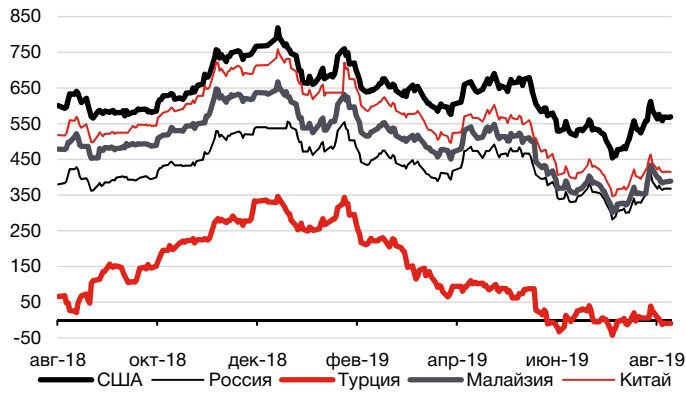
Источник: НБУ

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



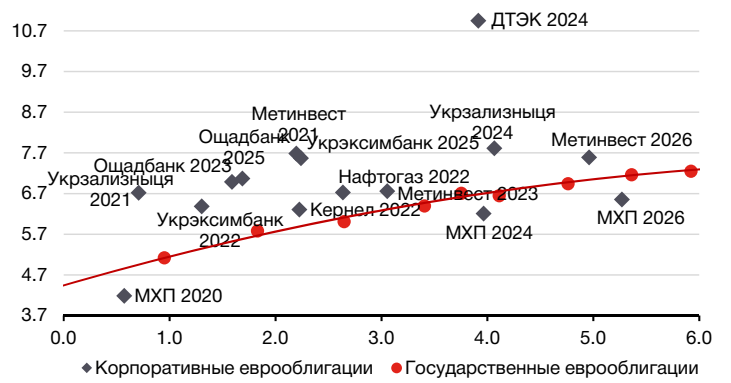
Источник: НБУ, Bloomberg, Adamant Capital

Премия 10 летней доходности Украины к другим странам, бп



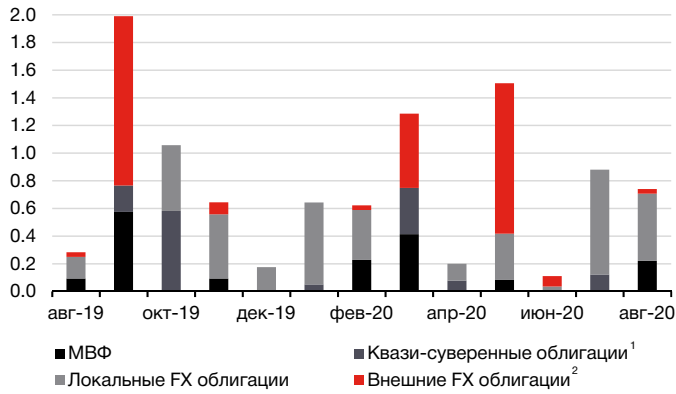
Источник: Bloomberg, Adamant Capital

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



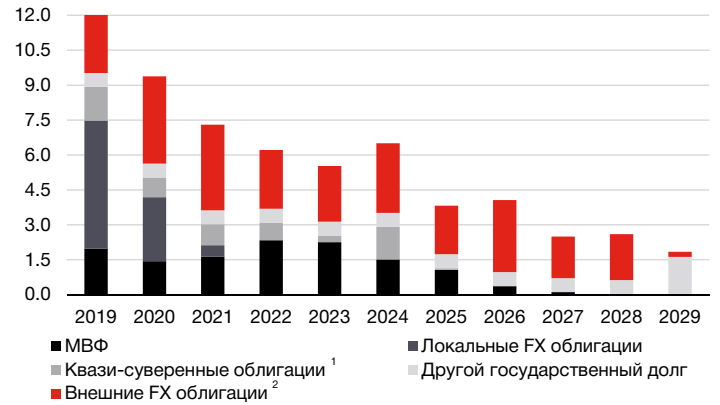
Источник: Bloomberg, Adamant Capital

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



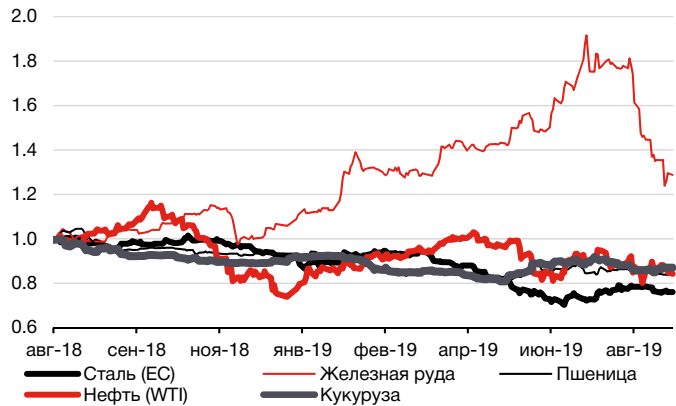
Процентные платежи включены в каждую категорию
 (1) Долг государственных банков, Укрзалізниця и муниципалитетов
 (2) Включают кредитные гарантии США
 Источник: Bloomberg, Adamant Capital

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



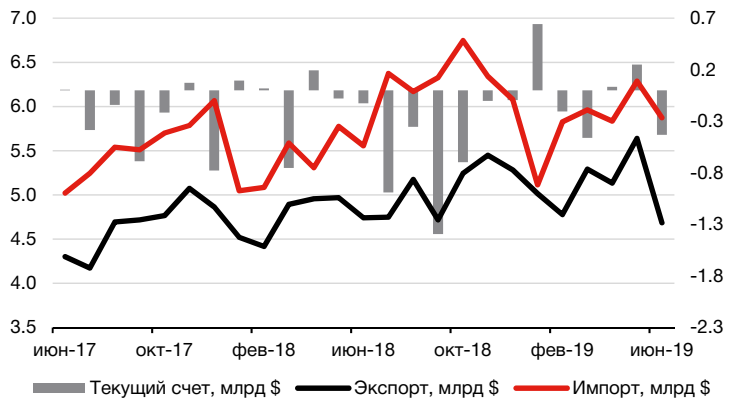
(1) Долг государственных банков, Укрзалізниця и муниципалитетов
 (2) Включают кредитные гарантии США
 Источник: Bloomberg, Adamant Capital

Мировые индексы цен на сырье



Все индексы приведены с базисом 1. Используются следующие котировки: HRC futures (USA); China Iron Ore 62% Fe; Wheat Futures (Black Sea); WTI Crude Oil Futures; Corn Futures (Black Sea)
 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%	4.6%	3.3%
Номинальный ВВП, млрд грн	705	811	995	1,048	3,559	807	950	4,078
Номинальный ВВП, млрд \$	26	31	36	37	131	30	36	154
Рост дефлятора ВВП, г/г % ¹	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 ^{1,2}	0.4%	-1.7%	-0.4%	7.9%	1.9%	1.1%	1.0%	2.3%
Широкий дефицит бюджета, % ВВП ³	0.4%	-1.2%	-0.4%	8.3%	2.2%	1.1%	1.0%	2.3%
Государственный долг, % ВВП	66.3%	61.6%	62.1%	60.9%	60.9%	58.6%	55.3%	53.9%
Внешний государственный долг, % ВВП ⁴	41.6%	38.6%	37.6%	38.6%	38.6%	37.5%	35.9%	33.3%
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	15.5	62.2
Импорт товаров и услуг, млрд \$	15.7	16.6	18.9	19.2	70.4	16.9	18.0	75.0
Сальдо торгового баланса, млрд \$	-1.9	-2.0	-4.2	-3.2	-11.3	-1.8	-2.5	-12.8
Текущий счет, млрд \$	-0.6	0.0	-2.7	-0.9	-4.3	0.0	-0.2	-4.5
Финансовый счет, млрд \$ ⁵	-0.4	-0.6	-2.0	-4.2	-7.1	-0.4	-0.8	-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/\$ ⁶	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 РГББ 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
НБУ - статистика по платежному балансу	Точная	30-авг
Метинвест - отчет за июнь	Индикативная	30-авг
МХП - финансовые результаты за 2кв19	Точная	3-сен

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.