

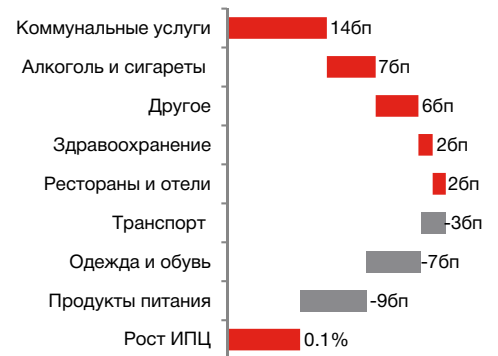
Еженедельный обзор

- Потребительская инфляция в ноябре составила 0.1% м/м и 5.1% г/г
- Украина и МВФ договорились о новой программе
- Валютные резервы НБУ в ноябре увеличились на 0.5 млрд \$ до 21.9 млрд \$
- Итоги Нормандского саммита: очередная попытка прекращения огня

Потребительская инфляция в ноябре составила 0.1% м/м и 5.1% г/г. Основными источниками в месячном сопоставлении стали коммунальные услуги (+14 бп), а также алкоголь и сигареты (+7 бп). Цены на продукты питания и одежду снизились на 0.2% и 1.4% м/м соответственно (-16 бп к общему значению).

Наше мнение: Фактический показатель ИПЦ оказался даже более низким, чем наш прогноз, который уже выглядел достаточно оптимистично по сравнению с оценками НБУ. Цены на продукты питания, в первую очередь на мясо и фрукты, продемонстрировали снижение м/м вопреки ожиданиям роста. Стоимость овощей увеличилась лишь на 1.5% по сравнению с октябрем, значимо отличившись от прошлогодней динамики. Учитывая продолжающееся укрепление гривны и вероятное отсутствие шоков в декабре, мы теперь ожидаем, что инфляции замедлится на конец 2019 до 4.5% в годовом выражении, что на 100 бп ниже нашей предыдущей оценки. В этом свете мы также понижаем наш прогноз итоговой учетной ставки до 14.0%, пересмотр которой должен будет произойти 12 декабря. Касательно 2020, наш базовый макроэкономический сценарий по-прежнему предполагает, что ИПЦ в среднем и на конец периода составит порядка 5.0%, однако не исключаем его снижение до более низких уровней в отдельных периодах, в зависимости от темпов смягчения монетарной политики.

Факторы роста ИПЦ по категориям в ноябре



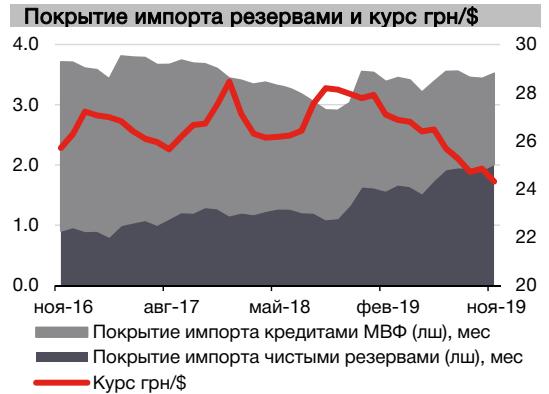
Источник: ГССУ, Adamant Capital

Украина и МВФ договорились о новой программе. Согласно официальному пресс-релизу, предварительное соглашение (SLA) было достигнуто во время телефонного разговора между главой МВФ Кристалиной Георгиевой и президентом Зеленским. Общая сумма и продолжительность программы не разглашались.

Наше мнение: Учитывая, что официальная миссия Фонда покинула Киев всего две недели назад так и не достигнув компромисса с властями, скорость с которой стороны смогли прийти к взаимопониманию впоследствии вызывает у нас некоторое удивление. В то же время, мы считаем, что Совет директоров МВФ все равно не успеет утвердить новую программу до конца года (встреча по Украине все еще не включена в официальный график), а значит средства поступят на счета Минфина и НБУ не ранее 1кв20. Хотя перечень предварительных условий пока не был обнародован, темы, затронутые во время телефонного разговора, указывают на высокую вероятность наличия требований, связанных с недопущением возврата Приватбанка бывшим собственникам. Также, МВФ, вероятно, будет настаивать на мерах, направленных на укрепление верховенства права и искоренение коррупции в судебной системе.

Валютные резервы НБУ в ноябре увеличились на 0.5 млрд \$ до 21.9 млрд \$. Отток был вызван, прежде всего, процентными и амортизационными платежами по государственному долгу в размере 0.6 млрд \$. Крупнейшими поступлениями послужили размещения Министерством финансов ОВГЗ на 0.3 млрд \$ и чистая покупка Нацбанком валюты в объеме 0.9 млрд \$.

Наше мнение: Опубликованный размер резервов оказался существенно выше наших оценок (сделанных в начале месяца) ввиду наличия неожиданно большого избытка инвалюты на межбанке, возникшего несмотря на сравнительно небольшие объемы покупок нерезидентами гривневых ОВГЗ (всего на 0.2 млрд \$). Мы предполагаем, что причиной этому мог стать как более узкий дефицит текущего счета в комбинации с активным торговым финансированием, так и старт продаж наличной валюты со стороны населения. Исходя из того, что, за первую неделю декабря Нацбанк путем интервенций уже купил 0.4 млрд \$, мы рассчитываем, что к концу месяца ему удастся довести этот показатель до 0.8 млрд \$. Таким образом, учитывая фактические данные за ноябрь, мы повышаем нашу оценку резервов на конец года до 22.5 млрд \$. Поскольку Украина и МВФ уже договорились о новой программе финансирования, мы ожидаем, что в 2020 государство получит два транша от Фонда на 2 млрд \$, кредит от Мирового банка на 0.5 млрд \$ и две выплаты по MFA IV от ЕС (по 0.5 млрд евро каждая). Также мы считаем, что Минфину удастся привлечь еще 2.5 млрд \$ путем выпуска новых еврооблигаций. Предполагая, что чистая покупка НБУ валюты за год составит около 3.5 млрд \$ (среднее за 2018 и 2019), мы оцениваем показатель резервов на конец 2020 в 25.0 млрд \$.



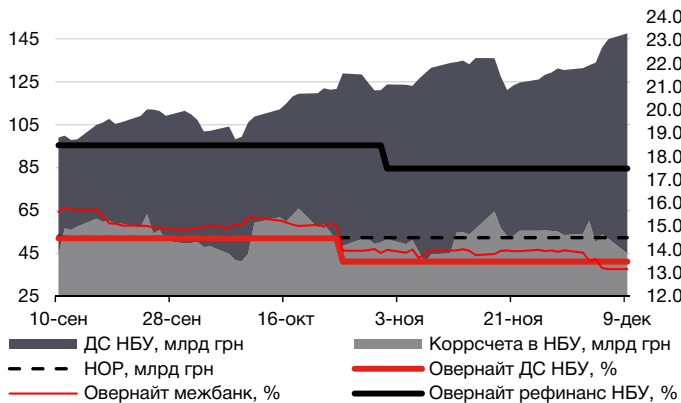
Источник: НБУ, Adamant Capital

Итоги Нормандского саммита: очередная попытка прекращения огня. Девятого декабря в Париже Зеленский встретился с президентами России, Франции и Германии с целью проведения переговоров касательно остановки военных действий, которые продолжаются на востоке Украины с 2014 года. Согласно официальному коммюнике, стороны согласились принять незамедлительные меры по стабилизации ситуации в зоне конфликта и провести обмен удерживаемых лиц на основе принципа «всех на всех», выразили заинтересованность в достижении договоренностей по всем правовым аспектам особого статуса Донбасса, а также приняли решение провести следующую встречу через четыре месяца. В интервью украинским СМИ Зеленский заявил, что во время переговоров Россия и Украина также приблизились к подписанию договора о транзите газа.

Наше мнение: Хотя, первый за три года, Нормандский саммит не принес ощутимых результатов, кроме очередного, и многократно ранее нарушавшегося, режима прекращения огня, мы все же считаем, что определенный прогресс в важных для страны вопросах был намечен. В отношении транзита газа, мы предполагаем, что компромисс будет достигнут уже в ближайшее время, поскольку Газпром сможет использовать мощности Северного потока-2 только со середины 2020, а текущий договор с украинской ГТС истекает 1 января. Решение конфликта на Донбассе, напротив, обречено на длительный процесс, ведь власти России пока демонстрировали лишь стремление максимально ослабить Украину, а эта цель достигается скорее наличием активных боевых действий, нежели чем мирными соглашениями на условиях Зеленского.

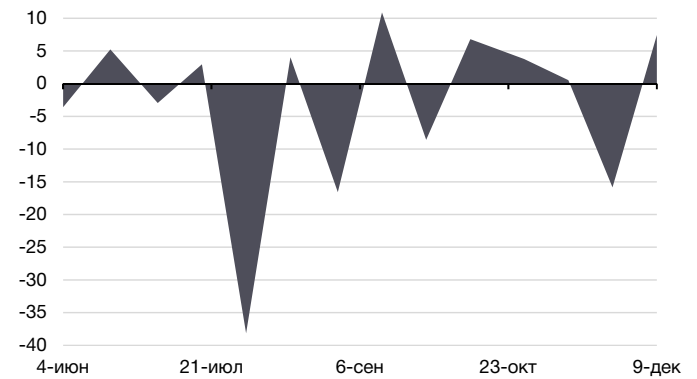
Приложение

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



Источник: НБУ, Adamant Capital

Приток от Госказначейства и ФГВФЛ в систему¹, млрд грн

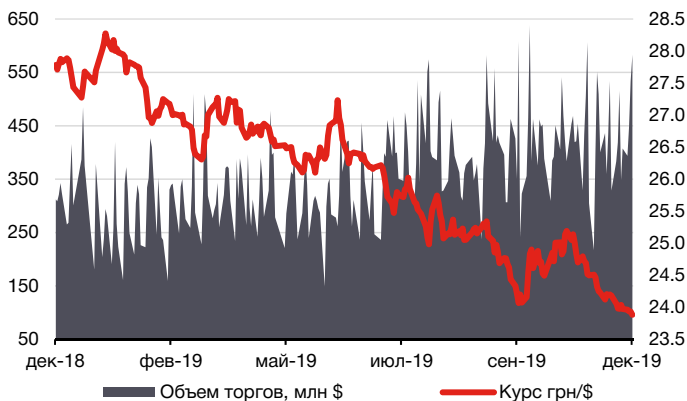


Точки на графике демонстрируют суммарные притоки по фискальному каналу за 10 рабочих дней
(1) Банковская система
Источник: НБУ

Ликвидность банковской системы (сумма коррсчетов в НБУ и депозитных сертификатов) увеличилась на 16.2 млрд грн до 147.5 млрд грн за неделю. Министерство финансов 10 декабря разместило облигации в гривне с погашением в сентябре 2020, августе 2022 и ноябре 2023 с доходностью 13.00%, 12.01% и 11.67% соответственно. Общие заимствования составили 4.4 млрд грн. Спрос на 4-летние ОВГЗ в четыре раза превысил предложение.

Межбанковский курс грн/\$ на этой неделе (с понедельника по понедельник) укрепился на 1.9%, открывшись на отметке 23.96 и закрывшись на уровне 23.68.

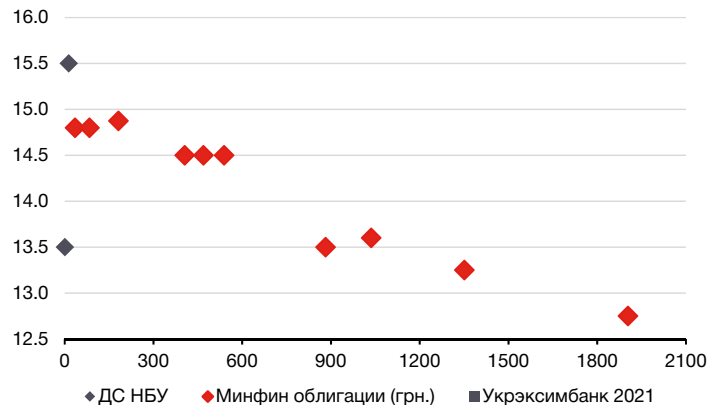
Курс валюты (пш) и объем межбанковских торгов (лш)



На основе официальных данных межбанковского рынка

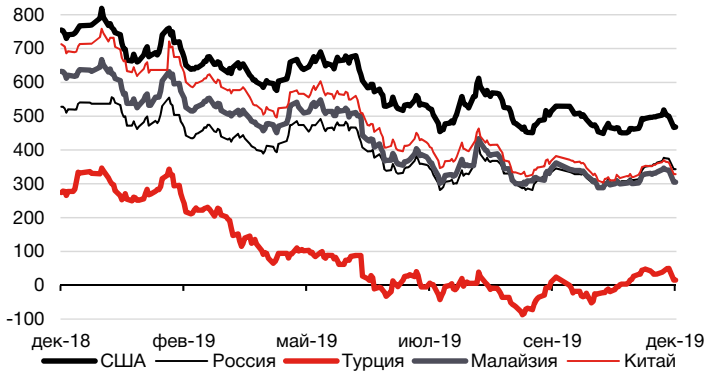
Источник: НБУ

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



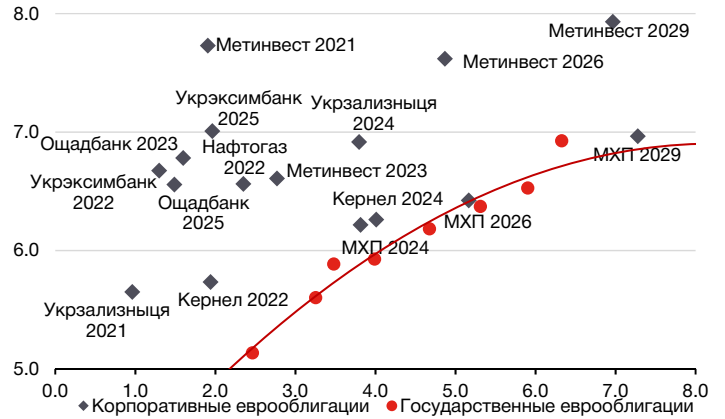
Источник: НБУ, Bloomberg, Adamant Capital

Премия 10 летней доходности Украины к другим странам, бп



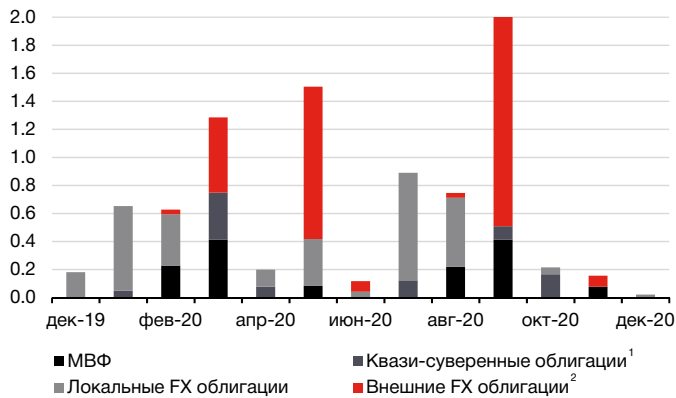
Источник: Bloomberg, Adamant Capital

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



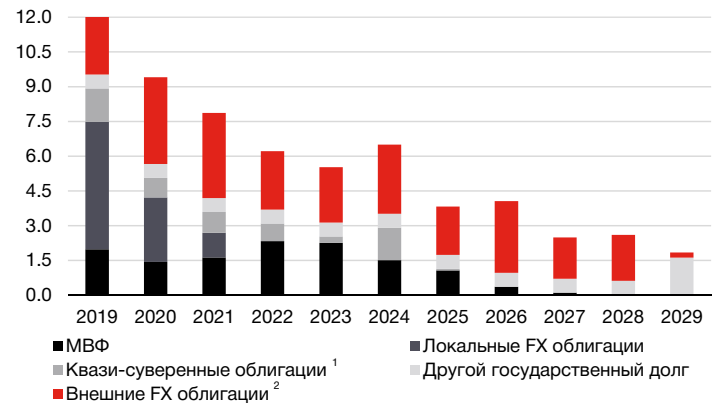
Источник: Bloomberg, Adamant Capital

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



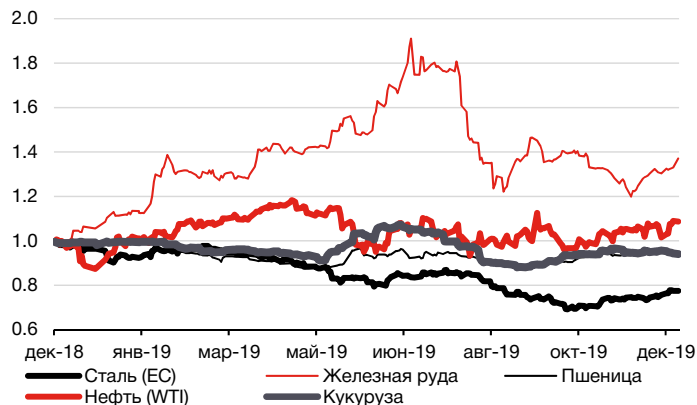
Процентные платежи включены в каждую категорию
(1) Долг государственных банков, Укрзализныця и муниципалитетов
(2) Включают кредитные гарантии США
Источник: Bloomberg, Adamant Capital

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



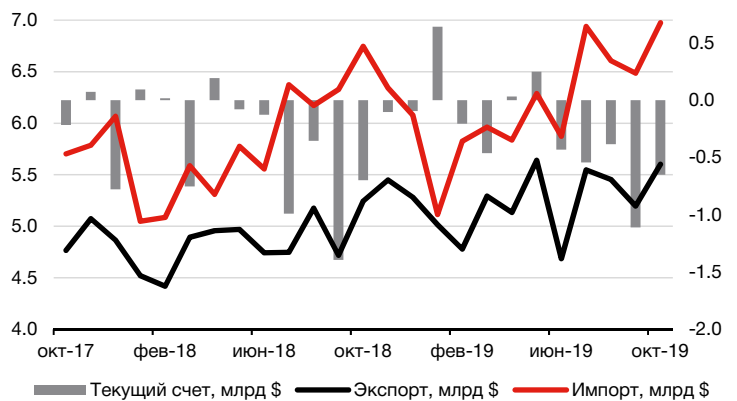
(1) Долг государственных банков, Укрзализныця и муниципалитетов
(2) Включают кредитные гарантии США
Источник: Bloomberg, Adamant Capital

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								
	4Q18	2018	1Q19	2Q19	3Q19E	4Q19E	2019E	2020E
Рост реального ВВП, г/г %	3.5%	3.3%	2.5%	4.6%	4.2%	3.0%	3.3%	3.5%
Номинальный ВВП, млрд грн	1,048	3,559	807	950	1,152	1,161	4,070	4,487
Номинальный ВВП, млрд \$	37	131	30	36	46	47	157	179
Рост дефлятора ВВП, г/г % ¹	13.5%	15.0%	11.7%	12.0%	11.2%	7.5%	10.7%	6.5%
ИПЦ (средний за период), г/г %	9.7%	11.0%	8.9%	9.1%	8.5%	5.7%	8.0%	4.7%
ИПЦ (на конец периода), г/г %	9.8%	9.8%	8.6%	9.0%	7.5%	4.5%	4.5%	5.0%
Дефицит бюджета, % ВВП ^{1,2}	7.9%	1.9%	1.1%	1.0%	-0.9%	8.5%	2.5%	2.1%
Широкий дефицит бюджета, % ВВП ³	8.3%	2.2%	1.1%	1.0%	-0.9%	8.5%	2.5%	2.1%
Государственный долг, % ВВП	60.9%	60.9%	58.6%	55.3%	50.5%	48.3%	48.3%	45.4%
Внешний государственный долг, % ВВП ⁴	38.6%	38.6%	37.5%	36.0%	33.3%	31.2%	31.2%	28.6%
Общий внешний долг, млрд \$	115	115	114	116	115	115	115	117
Экспорт товаров и услуг, млрд \$	16.0	59.1	15.1	15.5	16.2	16.2	63.0	62.0
Импорт товаров и услуг, млрд \$	19.2	70.4	16.9	18.3	20.2	20.0	75.4	75.8
Сальдо торгового баланса, млрд \$	-3.2	-11.3	-1.8	-2.8	-3.9	-3.8	-12.4	-13.8
Текущий счет, млрд \$	-0.9	-4.3	-0.2	-0.5	-2.1	-1.4	-4.0	-5.4
Финансовый счет, млрд \$ ⁵	-4.2	-7.1	-0.4	-1.1	-2.2	-3.5	-6.4	-7.3
Резервы НБУ, млрд \$	20.8	20.8	20.6	20.6	20.1	22.1	22.5	25.0
Средний курс на межбанке, грн/\$ ⁶	28.0	27.2	27.3	26.6	25.2	24.5	25.9	25.0
Курс на межбанке (на конец периода), грн/\$	27.7	27.7	27.2	26.2	24.2	25.0	25.0	25.0
Учетная ставка НБУ (на конец периода), %	18.0%	18.0%	17.5%	17.5%	16.5%	14.0%	14.0%	8.0%

(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 2023	Держать	-	7.8	сен-23	5.6	107.1	2.0	3.3	1,355
Украина 2024	Держать	-	9.0	фев-24	5.9	111.3	2.2	3.5	750
Украина 2027	Держать	-	7.8	сен-27	6.5	107.3	2.6	5.9	1,307
Украина 2028	Держать	-	9.8	ноя-28	6.9	118.5	3.8	6.3	1,600
Украина 2032	Держать	-	7.4	сен-32	6.9	104.3	3.8	8.1	3,000
Авангард, в дефолте	Продавать	9-апр-19	10.0	окт-18	нс	8.0	0.4	нс	214
ДТЭК 2024	Покупать	3-дек-19	10.8	дек-24	10.4	101.2	-1.0	3.7	1,344
Кернел 2022	Покупать	3-дек-19	8.8	янв-22	5.7	106.0	0.2	1.9	500
Кернел 2024	Покупать	3-дек-19	6.5	окт-24	6.3	101.0	0.4	4.0	300
Метинвест 2021	Покупать	5-ноя-19	7.5	дек-21	7.7	99.4	-0.2	1.9	115
Метинвест 2023	Держать	5-ноя-19	7.8	апр-23	6.6	103.4	0.1	2.8	505
Метинвест 2025 (в евро)	Покупать	5-ноя-19	5.6	июл-25	5.8	99.4	0.4	4.8	333
Метинвест 2026	Держать	5-ноя-19	8.5	апр-26	7.6	104.4	0.7	4.9	648
Метинвест 2029	Держать	5-ноя-19	7.8	окт-29	7.9	98.8	0.5	7.0	500
МХП 2024	Держать	19-ноя-19	7.8	май-24	6.2	105.8	0.3	3.8	500
МХП 2026	Держать	19-ноя-19	7.0	апр-26	6.4	102.7	0.3	5.2	550
МХП 2029	Держать	19-ноя-19	6.3	сен-29	7.0	95.0	0.4	7.3	350
Нафтогаз 2022	Держать	1-окт-19	7.4	июл-22	6.6	101.9	0.2	2.4	335
Нафтогаз 2024 (в евро)	Держать	1-окт-19	7.1	июл-24	5.9	104.8	0.7	4.0	672
Ощадбанк 2023	Покупать	12-ноя-19	9.4	мар-23	6.8	104.1	0.0	1.6	245
Ощадбанк 2025	Покупать	12-ноя-19	9.6	мар-25	6.6	104.5	0.0	1.5	500
ПриватБанк (10.250), в дефолте	-	-	10.3	янв-18	нс	29.1	0.8	нс	160
ПриватБанк (10.875), в дефолте	-	-	10.9	фев-21	нс	30.8	-1.1	нс	175
Укрэлизныця 2021	Покупать	8-окт-19	9.9	сен-21	5.6	104.0	0.2	1.0	200
Укрэлизныця 2024	-	-	8.3	июл-24	6.9	105.2	0.2	3.8	595
Укрлендфарминг, в дефолте	Продавать	13-июн-17	10.9	мар-18	нс	6.8	-1.2	нс	543
Укрэксимбанк 2021 (в гривне)	Покупать	12-ноя-19	16.5	мар-21	16.4	100.0	-0.2	1.1	150
Укрэксимбанк 2022	Покупать	12-ноя-19	9.6	апр-22	6.7	103.8	0.1	1.3	313
Укрэксимбанк 2025	Покупать	12-ноя-19	9.8	янв-25	7.0	105.4	0.2	2.0	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 - пересмотр учетной ставки	Точная	12-дек
ГССУ - статистика по сельхозпроизводству	Точная	13-дек

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 копирована или воспроизведена без предварительного согласия Adamant Capital.