

## Еженедельный обзор

- Минфин внес проект бюджета-2021 в парламент
- Инфляция в августе составила 2.5% г/г и -0.2% м/м
- Метинвест объявил о размещении еврооблигаций вместе с предложением о выкупе бумаг с погашением в 2021 и 2023

**Минфин внес проект бюджета-2021 в парламент.** Согласно документу, ожидаемый сводный дефицит составляет 270 млрд грн или 6.0% от номинального ВВП. Макропрогноз, на котором основаны расчеты правительства, предполагает рост реального ВВП на 4.6%, среднегодовой уровень инфляции в размере 8.1% и средний обменный курс равный 29.1 грн/\$. Финансировать дефицит правительство планирует посредством займов, 78% из которых будут совершены на внутреннем рынке.

**Наше мнение:** С учетом того, что проблемы с финансированием дефицита наверняка возникнут уже в текущем году (вероятность получения еще двух траншей от МВФ уже выглядит очень низкой, а темп привлечения средств путем продажи ОВГЗ сильно отстает от необходимого), мы считаем, что запланированный его размер на 2021 чрезмерно высок. Хотя теоретически закрыть «дыру» можно попытаться посредством более агрессивной денежной эмиссии (в мягкой форме это уже происходит через 5-летнюю программу рефинансирования от НБУ), на текущий момент возврат правительства к этой сомнительной практике кажется нам маловероятным. Противниками высокого дефицита также могут стать и внешние доноры, поскольку оправдать его можно только в случае больших экономических потерь от пандемии, а динамика реального ВВП в текущем периоде скорее стремится к нашему прогнозу в -4.0%, чем к опубликованным в меморандуме с МВФ - 8.2%. Согласно заявлениям главы Минфина Марченко в прессе, переговоры с Фондом по этому вопросу уже ведутся. Касательно доходной части бюджета, цифры, по нашему мнению, выглядят далеко не консервативными, что, с учетом и так высокого дефицита, является источником повышенного риска. К примеру, согласно плану, поступления от таможни должны будут увеличиться на 23% по сравнению с нашим прогнозом на 2020. Реализация такого сценария безусловно возможна при существенном росте объемов импорта и дальнейшей девальвации национальной валюты, однако далеко не гарантирована. Увеличение доходов от ренты на 50% также выглядит маловероятным, особенно с учетом невыполнения плана по этой статье в текущем году. Частичным компенсатором теоретически могут выступить более высокие финансовые результаты госкомпаний (согласно прогнозу объем перечисленной прибыли и дивидендов должен рухнуть на 70% г/г), но Нафтогаз и Приватбанк (генерируют самый большой вклад) оба столкнулись в этом году с существенно более сложными условиями работы.

Проект сводного бюджета-2021, млрд грн			
	2021П	2020	г/г
<b>Доходы</b>	<b>1,409</b>	<b>1,282</b>	<b>10%</b>
НДС	463	380	22%
Локальный НДС	131	114	14%
Импортный НДС	333	266	25%
Налог на прибыль	116	111	5%
Акцизы	154	138	12%
НДФЛ	351	287	22%
Рента	45	29	57%
Импортные пошлины	30	30	0%
Местные налоги	84	75	11%
Неналоговые доходы	155	226	-31%
Трансферты НБУ	33	43	-23%
Переводы госкомпаний	25	85	-71%
Другое	11	7	68%
<b>Расходы</b>	<b>1,668</b>	<b>1,451</b>	<b>15%</b>
Зарплаты	514	438	17%
Обслуживание долга	165	131	26%
Соцобеспечение	344	313	10%
Другое	646	570	13%
Кредитование	11	11	-6%
<b>Дефицит</b>	<b>270</b>	<b>180</b>	<b>50%</b>
% ВВП	6.0%	4.5%	1.5пп
Номинальный ВВП	4,506	3,968	14%
Среднегодовой ИПЦ	8.1%	2.8%	5.3пп
Обменный курс грн/\$	29.1	27.0	8%

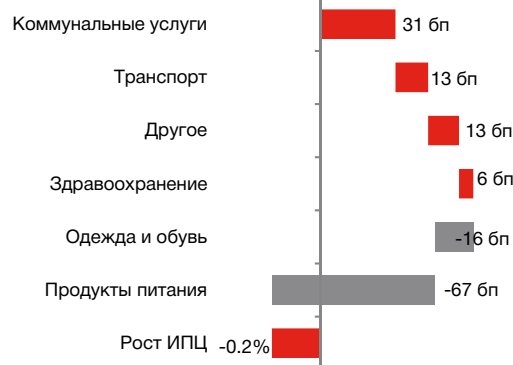
Примечание: цифры за 2020 год являются прогнозами Adamant Capital

Источник: Государственная казначейская служба Украины, ГССУ, Adamant Capital

**Инфляция в августе составила 2.5% г/г и -0.2% м/м.** Основным источником замедления в месячном сопоставлении стали продукты питания на фоне увеличения сезонного предложения овощей и фруктов. В то же время, возросла стоимость коммунальных и транспортных услуг в связи с удорожанием природного газа и топлива, соответственно. Сдерживающий эффект на динамику ИПЦ в годовом выражении оказала высокая база сравнения, вызванная нехарактерным скачком спроса на яйца в августе 2019.

**Наше мнение:** Фактический показатель ИПЦ оказался несколько ниже наших оценок ввиду более слабого общего инфляционного давления. В целом, несмотря на то, что с конца мая национальная валюта девальвировала более чем на 4%, глобальные цены на еду (измеряется индексом FAO) повысились на 5%, а рост зарплат ускорился до 7-8% г/г (с 2-3% в период карантина), динамика стоимости товаров и услуг в стране остается очень умеренной. В этом свете, а также с учетом того, что до конца года остается всего 4 месяца, мы понижаем нашу оценку ИПЦ на декабрь до 4.0% г/г с 4.5% ранее. В то же время, мы продолжаем считать, что риски более существенного ускорения инфляции остаются высокими ввиду мягкой монетарной политики и вероятной смены стратегии в отношении интервенций (склонность к поддержке более высокого курса) со стороны Нацбанка.

#### Факторы роста ИПЦ м/м по категориям



Источник: ГССУ, Adamant Capital

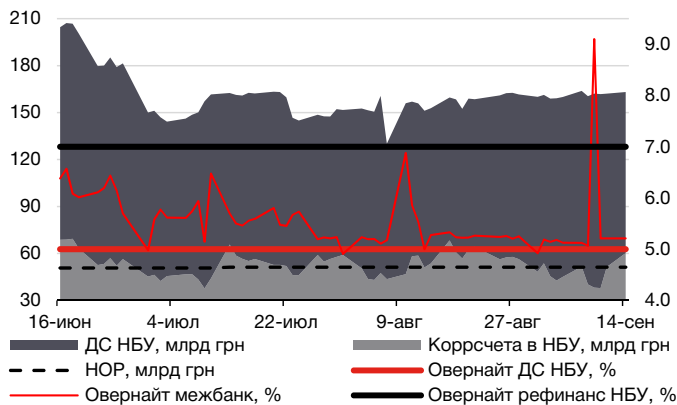
#### Метинвест объявил о размещении еврооблигаций вместе с предложением о выкупе бумаг с погашением в 2021 и 2023.

Согласно информационному агентству Bloomberg, объем нового выпуска составит как минимум 300 млн \$, а срок обращения 7 лет. В своем официальном пресс-релизе компания заявила, что готова приобрести все, находящиеся в обращении, бумаги с погашением в 2021 (115 млн \$) и еврооблигации-2023 в объеме до 204 млн \$ по 100% и 101.25% от номинала, соответственно.

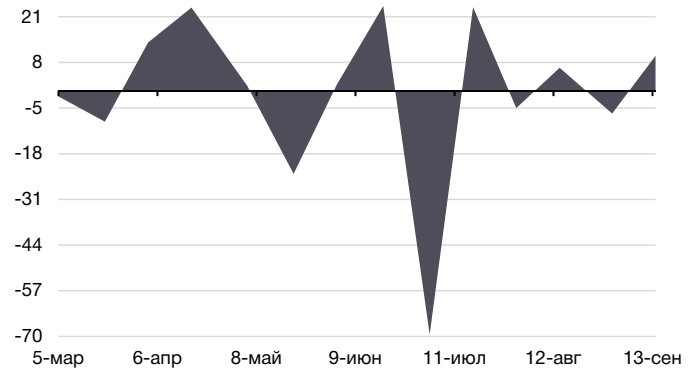
Плата за раннее участие в тендере составляет 3% от номинала для обоих выпусков. Метинвест также просит держателей евробондов-2021 разрешить досрочное погашение по цене 100% от номинала после проведения сделки.

**Наше мнение:** Предполагая, что срок обращения нового выпуска составит 7 лет, мы считаем, что доходность размещения будет равна порядка 7.5% годовых, исходя из текущих котировок уже торгующихся бумаг. Поскольку держатель 70% оставшегося объема евробондов-2021 уже заявил о своем намерении дать согласие на выкуп, эти бумаги в скором времени, скорее всего, будут полностью погашены. Инвесторы, владеющие выпуском 2023, также, вероятно, примут предложенные условия, поскольку смогут получить премию в размере примерно 0.9% от номинала к запрашиваемой, накануне объявления, цене на рынке (в случае подачи заявки до наступления раннего дедлайна).

## Приложение

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


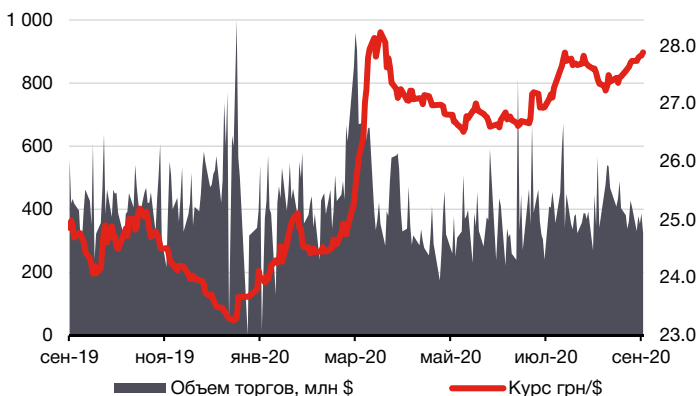
Источник: НБУ, Adamant Capital

**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

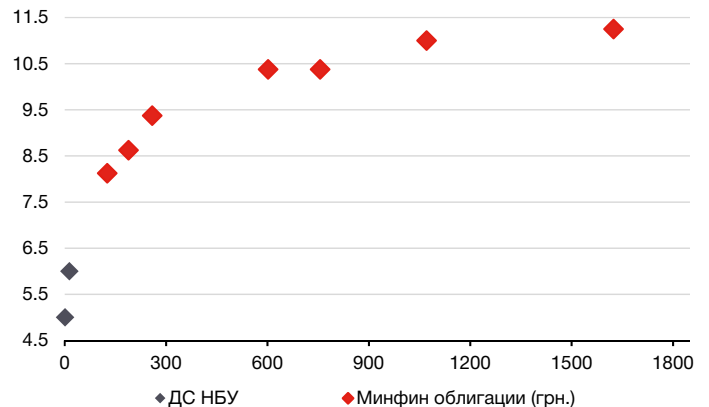
**Ликвидность банковской системы** (сумма коррсчетов в НБУ и депозитных сертификатов) сократилась на 0.8 млрд грн до 163.1 млрд грн за неделю. Министерство финансов 15 сентября разместило облигации в гривне с погашением в апреле 2021 и августе 2022 с доходностью 7.82% и 10.43% соответственно, а также в долларах США с погашением в октябре 2021 с доходностью 3.50%. Общие заимствования составили 2.9 млрд грн и 112 млн \$.

**Межбанковский курс грн/\$** на этой неделе (с понедельника по понедельник) девальвировал на 0.93%, открывшись на отметке 27.74 и закрывшись на уровне 28.00.

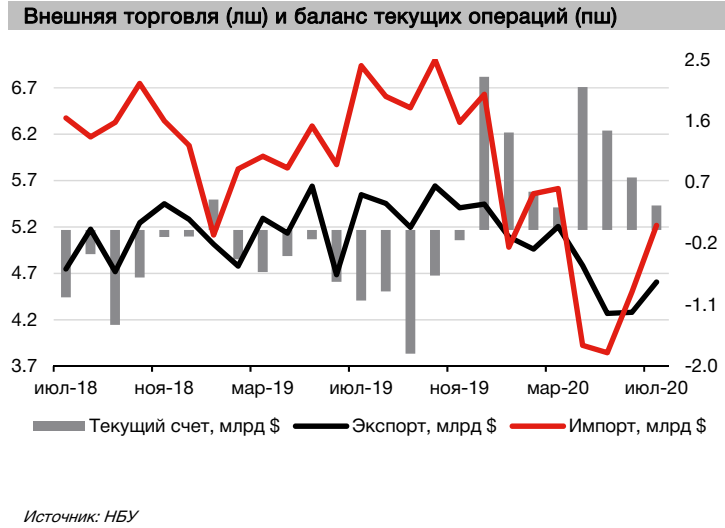
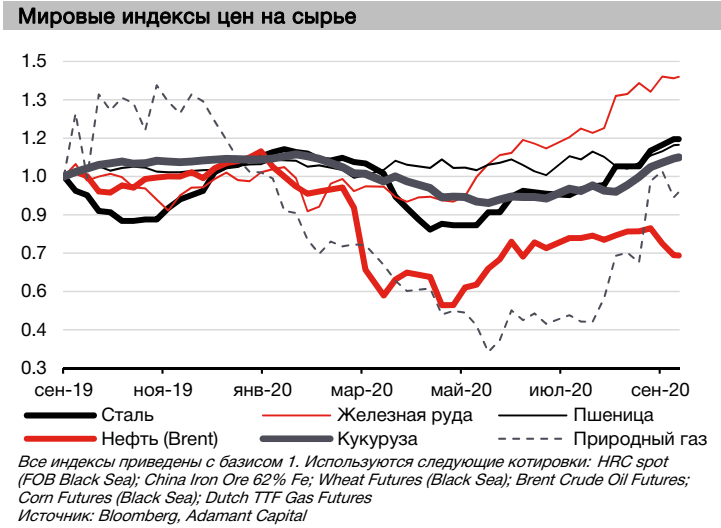
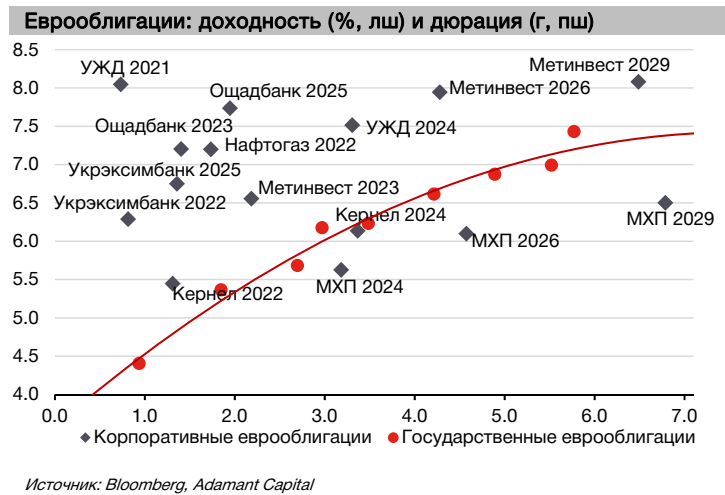
**Курс валюты (пш) и объем межбанковских торгов (лш)**


На основе официальных данных межбанковского рынка

Источник: НБУ

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


Источник: НБУ, Bloomberg, Adamant Capital



Основные макроэкономические показатели								
	2кв19	3кв19	4кв19	2019	1кв20	2кв20П	3кв20П	2020П
Рост реального ВВП, г/г %	4.7%	3.9%	1.5%	3.2%	-1.3%	-11.4%	-4.5%	-4.0%
Номинальный ВВП, млрд грн	933	1,112	1,115	3,975	846	847	1,094	3,968
Номинальный ВВП, млрд \$	35	44	46	154	34	31	41	147
Рост дефлятора ВВП, г/г % <sup>1</sup>	9.9%	7.6%	4.7%	8.1%	5.1%	2.5%	3.0%	4.0%
ИПЦ (средний за период), г/г %	9.1%	8.5%	5.2%	7.9%	2.6%	2.1%	2.8%	2.8%
ИПЦ (на конец периода), г/г %	9.0%	7.5%	4.1%	4.1%	2.3%	2.4%	3.2%	4.0%
Дефицит бюджета, % ВВП <sup>1,2</sup>	2.5%	2.4%	2.1%	2.1%	2.3%	1.7%	3.5%	4.5%
Широкий дефицит бюджета, % ВВП <sup>1,3</sup>	2.7%	2.5%	2.1%	2.2%	2.3%	2.2%	4.0%	5.3%
Государственный долг, % ВВП	55.4%	51.1%	50.3%	50.3%	56.3%	58.1%	59.0%	60.3%
Внешний государственный долг, % ВВП <sup>4</sup>	36.0%	32.9%	31.6%	31.6%	31.6%	31.9%	32.5%	36.7%
Общий внешний долг, млрд \$	116	118	122	122	120	124	128	130
Экспорт товаров и услуг, млрд \$	15.5	16.3	16.5	63.4	15.3	13.3	14.3	60.1
Импорт товаров и услуг, млрд \$	18.3	20.3	20.0	75.5	16.2	12.3	16.2	64.2
Сальдо торгового баланса, млрд \$	-2.8	-4.0	-3.5	-12.1	-0.9	1.1	-1.9	-4.1
Текущий счет, млрд \$	-1.3	-3.8	1.4	-1.1	4.2	4.3	0.4	8.0
Финансовый счет, млрд \$ <sup>5</sup>	-1.7	-5.2	-2.3	-10.2	2.5	3.0	1.8	3.4
Резервы НБУ, млрд \$	20.6	20.1	25.3	25.3	24.9	28.5	27.7	29.3
Средний курс на межбанке, грн/\$ <sup>6</sup>	26.6	25.2	24.2	25.8	25.2	26.9	27.0	27.0
Курс на межбанке (на конец периода), грн/\$	26.2	24.2	23.7	23.7	27.6	26.7	27.5	28.0
Учетная ставка НБУ (на конец периода), %	17.5%	16.5%	13.5%	13.5%	10.0%	6.0%	6.0%	6.0%

(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	5.7	105.6	-0.6	2.7	1,355
Украина 2024	Держать	-	9.0	фев-24	6.2	108.5	-0.2	3.0	750
Украина 2027	Держать	-	7.8	сен-27	7.0	104.1	-0.9	5.5	1,307
Украина 2028	Держать	-	9.8	ноя-28	7.4	113.9	-0.3	5.8	1,600
Украина 2032	Держать	-	7.4	сен-32	7.4	99.8	-0.5	7.6	3,000
Авангард, в дефолте	Продавать	9-апр-19	10.0	окт-18	нс	3.9	0.0	нс	214
ДТЭК 2024 в дефолте	Покупать	1-сен-20	10.8	дек-24	24.6	69.0	-0.4	2.9	1,344
Кернел 2022	Держать	21-июл-20	8.8	янв-22	5.4	104.3	-0.2	1.3	500
Кернел 2024	Держать	21-июл-20	6.5	окт-24	6.1	101.3	-0.1	3.4	300
Метинвест 2023	Держать	8-сен-20	7.8	апр-23	6.6	102.8	-0.2	2.2	505
Метинвест 2025 (в евро)	Держать	8-сен-20	5.6	июл-25	7.0	94.5	0.7	4.2	333
Метинвест 2026	Держать	8-сен-20	8.5	апр-26	7.9	102.5	0.1	4.3	648
Метинвест 2029	Держать	8-сен-20	7.8	окт-29	8.1	97.9	-0.2	6.5	500
МХП 2024	Держать	8-сен-20	7.8	май-24	5.6	106.9	0.2	3.2	500
МХП 2026	Держать	8-сен-20	7.0	апр-26	6.1	104.0	0.2	4.6	550
МХП 2029	Держать	8-сен-20	6.3	сен-29	6.5	98.3	0.0	6.8	350
Нафтогаз 2022	Покупать	9-июн-20	7.4	июл-22	7.2	100.3	0.3	1.7	335
Нафтогаз 2024 (в евро)	Покупать	9-июн-20	7.1	июл-24	7.5	98.7	0.0	3.5	672
Ощадбанк 2023	Покупать	11-авг-20	9.4	мар-23	7.2	103.0	0.0	1.4	175
Ощадбанк 2025	Покупать	11-авг-20	9.6	мар-25	7.7	103.7	0.0	1.9	250
ПриватБанк (10.250), в дефолте	-	-	10.3	янв-18	нс	30.4	0.0	нс	160
ПриватБанк (10.875), в дефолте	-	-	10.9	фев-21	нс	30.3	0.0	нс	175
УЖД 2021	Покупать	18-авг-20	9.9	сен-21	8.0	101.3	-0.1	0.7	100
УЖД 2024	Покупать	18-авг-20	8.3	июл-24	7.5	102.4	0.0	3.3	595
Укрлендфарминг, в дефолте	Продавать	13-июн-17	10.9	мар-18	нс	4.3	-0.1	нс	150
Укрэксимбанк 2021 (в гривне)	Покупать	11-авг-20	16.5	мар-21	17.0	99.7	1.3	0.5	250
Укрэксимбанк 2022	Покупать	11-авг-20	9.6	апр-22	6.3	102.7	-0.3	0.8	600
Укрэксимбанк 2025	Покупать	11-авг-20	9.8	янв-25	6.7	104.0	0.0	1.4	543

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 - валовый внешний долг страны 2кв20	Точная	18-сен
ГССУ - статистика по сельхозпроизводству	Точная	18-сен
ГССУ - ВВП за 2кв20	Точная	18-сен
ГССУ - статистика по транспорту	Точная	21-сен
ГССУ - статистика по товарообороту	Точная	21-сен
Метинвест - отчет за июнь	Индикативная	22-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](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.