

Еженедельный обзор

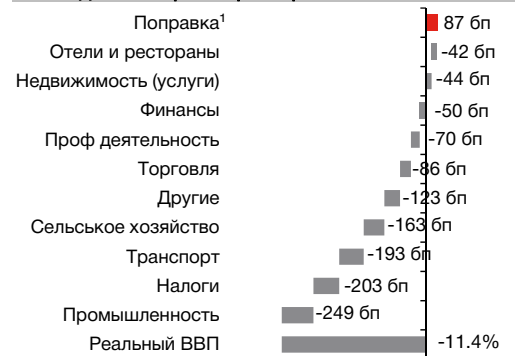
- Реальный ВВП во 2кв20 снизился на 11.4% г/г (окончательные данные)
- Антикоррупционные институты подверглись атаке одновременно по нескольким направлениям
- Украина попросила миссию МВФ начать работу в Киеве
- Метинвест разместил еврооблигации на сумму 333 млн \$ со сроком обращения 7 лет и доходностью 7.95%

Реальный ВВП во 2кв20 снизился на 11.4% г/г (окончательные данные). Финальная цифра, по сравнению с предварительной оценкой, сделанной в августе, пересмотрена не была.

Наше мнение: Опубликованные данные позволяют впервые реально оценить влияние карантина на экономику страны. В целом, динамика добавленной стоимости промышленности, внутренней торговли, транспорта и строительства (все входят в наш расчетный индекс ИСП), по большому счету, совпала с оперативными показателями по выпуску. В то же время, результаты остальных отраслей оказались несколько более слабыми, чем предполагалось. Основными сюрпризами стали финансовый сектор, который потерял 14% г/г (этому наверняка способствовала мягкая монетарная политика Нацбанка) и телекоммуникации, где доходы, по всей видимости, сократились несмотря на, казалось бы, более высокий спрос ввиду введения мер социального дистанцирования. Из ожидаемого – самый значительный ущерб был нанесен гостиницам и ресторанам (-58% г/г). Номер два в этом списке – “другие услуги” (-27% г/г). Госсектор – оборона, образование, здравоохранение и социальная помощь, влиянию ограничительных мер практически не подверглись. Основной причиной в этом случае выступила методология расчета, ведь динамика добавленной стоимости этих отраслей оценивается по расходам бюджета. Со стороны затрат, соотношение реальных капиталовложений к ВВП уменьшилось до 17.2%, что является самым низким значением за последние 3 года. В абсолютном выражении падение составило более 20% г/г. Согласно альтернативным номинальным оценкам, эта цифра достигает порядка 30% г/г. Хотя данная динамика вряд ли окажет влияние на скорость восстановления в краткосрочной перспективе, она, безусловно, негативно скажется на среднесрочном экономическом росте.

В целом, опубликованные данные не содержат сведений, которые вызвали бы потребность в изменении нашего базового макроэкономического прогноза. Мы по-прежнему считаем, что, если недавний всплеск выявленных случаев заражения COVID-19 в стране не приведет к возобновлению ограничительных мер, то экономика должна начать активно восстанавливаться в 3кв20. Внутренняя торговля, к примеру, прибавила 8.6% г/г за июль-август. Сельское хозяйство, где основное сокращение уже произошло, вероятно продемонстрирует результат аналогичный прошлогоднему, а падение промышленности замедлится до 4.0% с 12.0% во 2кв20. Таким образом, мы сохраняем нашу оценку роста реального ВВП на 2020 равной -4.0%.

Вклады секторов в рост реального ВВП 2кв20



(1) Разница между реальным ВВП и суммой вкладов секторов
 Источник: ГССУ, Adamant Capital

Антикоррупционные институты подверглись атаке одновременно по нескольким направлениям. После признания, две недели назад, неконституционным назначение Сытника главой НАБУ, КС принял решение о несоответствии Конституции и отдельных положений закона, регулирующего деятельность Бюро. Среди прочего, незаконными названы полномочия президента назначать на должность директора и принимать участие в отборе членов комиссии для проведения аудита. Дополнительно, силами 49 народных депутатов был подан еще один иск – в этот раз касающийся неконституционности ВАКС (Высший антикоррупционный суд), органа, основной задачей которого, является справедливое рассмотрение дел, связанных с топ-коррупцией. Дополнительно на этой неделе, парламент назначил 7 представителей в конкурсную комиссию по избранию главы САП, репутация которых, согласно заявлениям местных активистов и западных дипломатов, вызывает сомнения. Некоторые депутаты Европарламента уже сообщили, что данное решение ставит под угрозу финансовую поддержку и безвизовый режим с ЕС.

Наше мнение: Давление на антикоррупционные органы достигло беспрецедентного уровня с момента инаугурации Зеленского. Минимальным последствием таких атак является дальнейшая задержка в получении финансирования от МВФ и ЕС. Принимая во внимание риторику западных партнеров, мы считаем, что настоящего ослабления НАБУ, САП или ВАКС добиться заинтересованным лицам, скорее всего, не удастся. Основная причина – зависимость страны от внешнего финансирования, особенно ввиду рекордных дефицитов бюджетов 2020 и 2021. Самым вероятным исходом, по нашему мнению, является появление временной юридической коллизии, которая может помочь некоторым подозреваемым избежать наказания (аналогично с ситуацией по незаконному обогащению).

Украина попросила миссию МВФ начать работу в Киеве.

Согласно заявлению премьер-министра Шмыгаля, правительство направило официальное письмо в адрес директора-распорядителя Фонда Кристаллины Георгиевой.

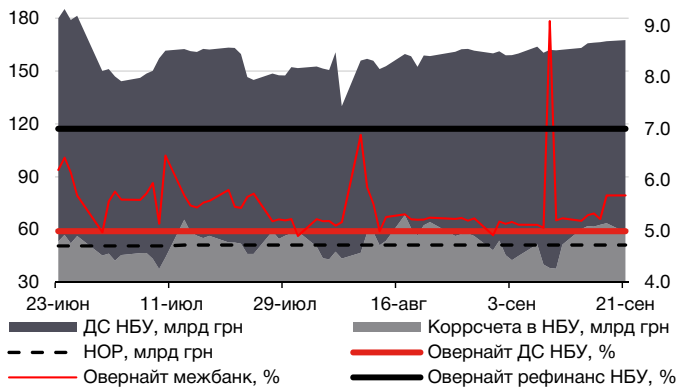
Наше мнение: В свете недавних атак на антикоррупционные органы, а также в связи с тем, что Конституционный суд в настоящее время рассматривает дело о несоответствии ФГВФЛ основному закону, тем самым создавая угрозы стабильности финансовой системы всей страны, мы считаем, что первоначальные переговоры с МВФ вряд ли будут плодотворными. Запланированный дефицит бюджета в 6% от ВВП на 2021 вероятно станет дополнительной темой для дискуссий.

Метинвест разместил еврооблигации на сумму 333 млн \$ со сроком обращения 7 лет и доходностью 7.95%. Новый выпуск уже торгуется на вторичном рынке. Компания также увеличила максимальный объем выкупа своих бумаг до 320 млн \$ с 290 млн \$ ранее.

Наше мнение: Доходность размещения несколько превысила наши оценки в 7.5% и практически соответствует уровню котировок евробондов-2029. Как отмечалось ранее, мы предполагаем, что держатели облигаций дадут согласие на выкуп и, следовательно, выпуск 2021 будет полностью погашен, а объем находящихся в обращении бумаг 2023 сократится до порядка 300 млн \$.

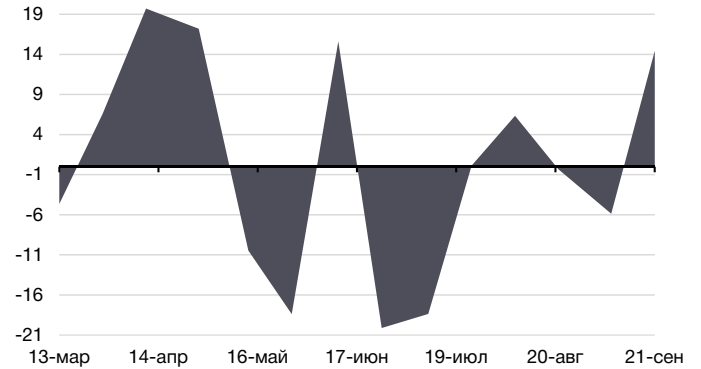
Приложение

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



Источник: НБУ, Adamant Capital

Приток от Госказначейства и ФГВФЛ в систему¹, млрд грн

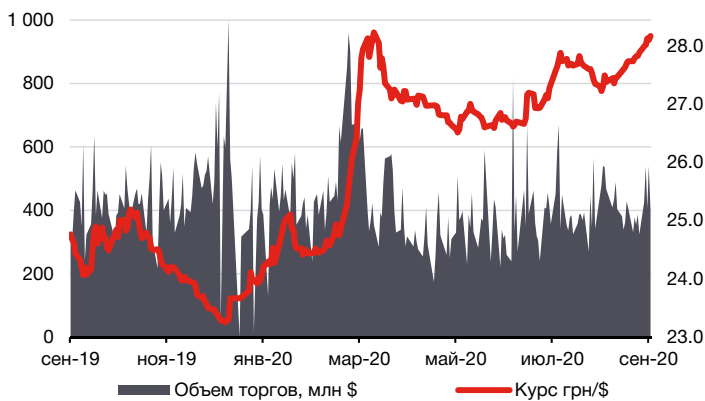


Точки на графике демонстрируют суммарные притоки по фискальному каналу за 10 рабочих дней
(1) Банковская система
Источник: НБУ

Ликвидность банковской системы (сумма коррсчетов в НБУ и депозитных сертификатов) увеличилась на 4.5 млрд грн до 167.6 млрд грн за неделю. Министерство финансов 22 сентября разместило облигации в гривне с погашением в декабре 2020, сентябре 2021 и феврале 2023 с доходностью 7.00%, 9.46% и 10.50% соответственно. Общие заимствования составили 330 млн грн.

Межбанковский курс грн/\$ на этой неделе (с понедельника по понедельник) девальвировал на 0.70%, открывшись на отметке 28.00 и закрывшись на уровне 28.19.

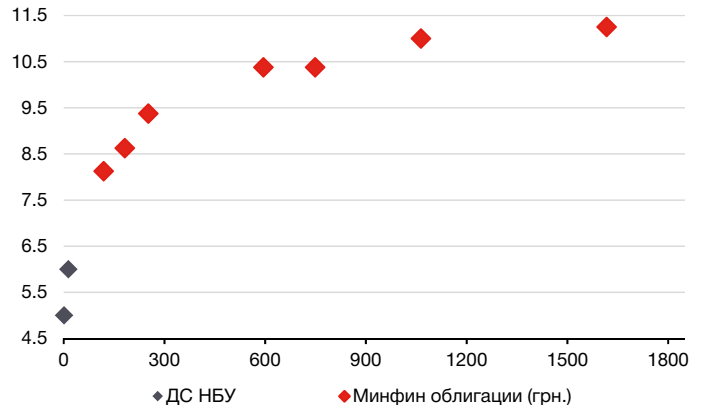
Курс валюты (пш) и объем межбанковских торгов (лш)



На основе официальных данных межбанковского рынка

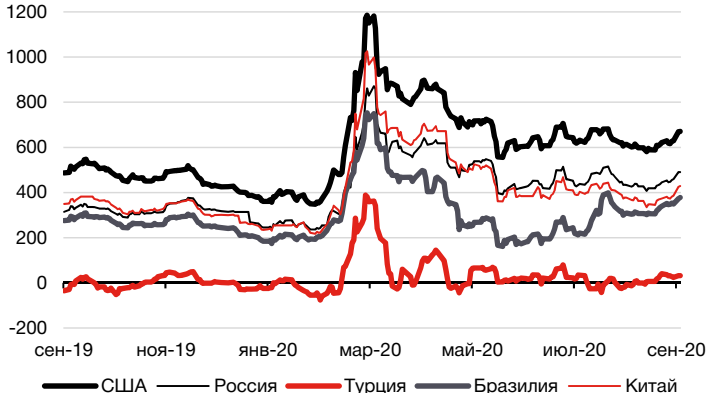
Источник: НБУ

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



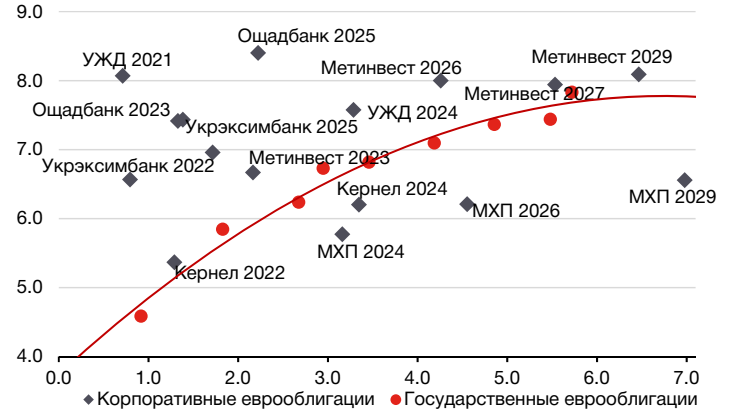
Источник: НБУ, Bloomberg, Adamant Capital

Премия 10 летней доходности Украины к другим странам, бп



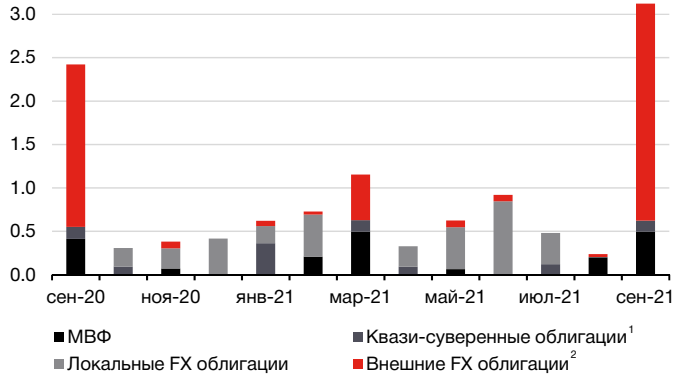
Источник: Bloomberg, Adamant Capital

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



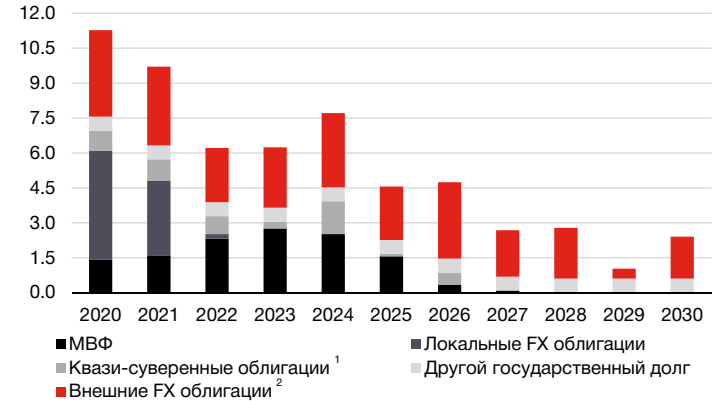
Источник: Bloomberg, Adamant Capital

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



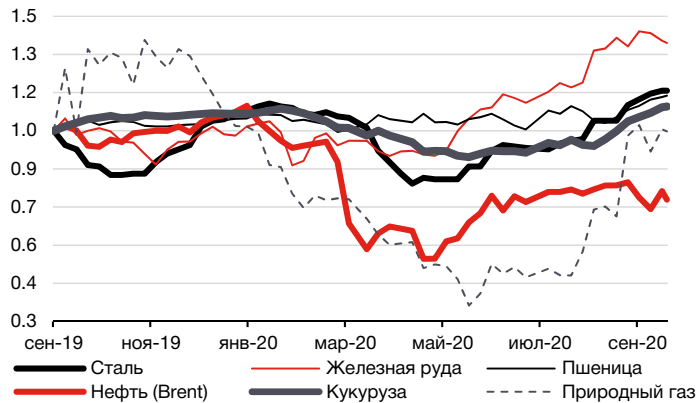
Процентные платежи включены в каждую категорию
(1) Долг государственных компаний
(2) Включают кредитные гарантии США
Источник: Bloomberg, Adamant Capital

График погашения внешнего долга Украины на 2020-30, млрд \$



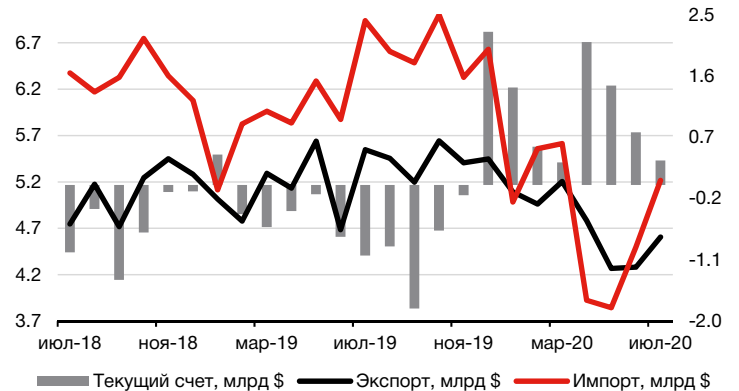
(1) Долг государственных компаний
(2) Включают кредитные гарантии США
Источник: Bloomberg, Adamant Capital

Мировые индексы цен на сырье



Все индексы приведены с базисом 1. Используются следующие котировки: HRC spot (FOB Black Sea); China Iron Ore 62% Fe; Wheat Futures (Black Sea); Brent Crude Oil Futures; Corn Futures (Black Sea); Dutch TTF Gas Futures
Источник: Bloomberg, Adamant Capital

Внешняя торговля (лш) и баланс текущих операций (пш)



Источник: НБУ

Основные макроэкономические показатели								
	2кв19	3кв19	4кв19	2019	1кв20	2кв20	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	868	1,094	3,968
Номинальный ВВП, млрд \$	35	44	46	154	34	32	41	147
Рост дефлятора ВВП, г/г % ¹	9.9%	7.6%	4.7%	8.1%	5.1%	5.0%	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 ^{1,2}	2.5%	2.4%	2.1%	2.1%	2.3%	1.7%	3.5%	4.5%
Широкий дефицит бюджета, % ВВП ^{1,3}	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%	57.6%	59.0%	60.3%
Внешний государственный долг, % ВВП ⁴	36.0%	32.9%	31.6%	31.6%	31.6%	31.7%	32.5%	36.7%
Общий внешний долг, млрд \$	116	118	122	122	120	123	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 \$ ⁵	-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/\$ ⁶	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	6.2	104.0	-1.7	2.7	1,355
Украина 2024	Держать	-	9.0	фев-24	6.7	106.7	-2.0	2.9	750
Украина 2027	Держать	-	7.8	сен-27	7.4	101.7	-2.8	5.5	1,307
Украина 2028	Держать	-	9.8	ноя-28	7.8	111.3	-2.9	5.7	1,600
Украина 2032	Держать	-	7.4	сен-32	7.8	96.9	-3.3	7.5	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	25.8	67.0	-2.4	2.8	1,344
Кернел 2022	Держать	21-июл-20	8.8	янв-22	5.4	104.3	0.0	1.3	500
Кернел 2024	Держать	21-июл-20	6.5	окт-24	6.2	101.1	-0.1	3.3	300
Метинвест 2023	Держать	8-сен-20	7.8	апр-23	6.7	102.5	-0.8	2.2	505
Метинвест 2025 (в евро)	Держать	8-сен-20	5.6	июл-25	7.2	94.0	-0.6	4.1	333
Метинвест 2026	Держать	8-сен-20	8.5	апр-26	8.0	102.2	-0.7	4.3	648
Метинвест 2027	Держать	22-сен-20	7.7	окт-27	7.9	98.5	0.0	5.5	333
Метинвест 2029	Держать	8-сен-20	7.8	окт-29	8.1	97.8	-0.2	6.5	500
МХП 2024	Держать	8-сен-20	7.8	май-24	5.8	106.4	-0.3	3.2	500
МХП 2026	Держать	8-сен-20	7.0	апр-26	6.2	103.4	-0.4	4.6	550
МХП 2029	Держать	8-сен-20	6.3	сен-29	6.6	97.9	-0.3	7.0	350
Нафтогаз 2022	Покупать	9-июн-20	7.4	июл-22	7.0	100.7	0.4	1.7	335
Нафтогаз 2024 (в евро)	Покупать	9-июн-20	7.1	июл-24	7.8	97.9	-0.8	3.4	672
Ощадбанк 2023	Покупать	11-авг-20	9.4	мар-23	7.4	102.6	-0.3	1.4	175
Ощадбанк 2025	Покупать	11-авг-20	9.6	мар-25	8.4	102.6	0.0	2.2	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	30.2	0.0	нс	175
УЖД 2021	Покупать	18-авг-20	9.9	сен-21	8.1	101.2	-0.2	0.7	100
УЖД 2024	Покупать	18-авг-20	8.3	июл-24	7.6	102.2	-0.1	3.3	595
Укрлендфарминг, в дефолте	Продавать	13-июн-17	10.9	мар-18	нс	4.8	0.5	нс	150
Укрэксимбанк 2021 (в гривне)	Покупать	11-авг-20	16.5	мар-21	17.8	99.4	-0.2	0.4	250
Укрэксимбанк 2022	Покупать	11-авг-20	9.6	апр-22	6.6	102.4	-0.4	0.8	600
Укрэксимбанк 2025	Покупать	11-авг-20	9.8	янв-25	7.4	103.0	0.0	1.3	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
ГССУ - статистика промышленности	Точная	23-сен
Нафтогаз - результаты за 1П20	Точная	23-сен
Казначейство - месячный отчет по госбюджету	Индикативная	28-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 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.