

Еженедельный обзор

- Конституционный суд отменил ключевой антикоррупционный закон
- Доходы сводного бюджета в октябре увеличились на 9% г/г
- Дефицит текущего счета в сентябре составил 0.2 млрд \$

Конституционный суд отменил ключевой антикоррупционный закон. На заседании 27 октября КСУ признал неконституционной статью Уголовного кодекса, предусматривающую ответственность за недостоверное декларирование активов чиновниками. Судьи также лишили НАПК полномочий проводить проверки деклараций, и предоставлять к ним свободный доступ. Решение КСУ вызвало резкую реакцию со стороны общественных активистов и, днем позже, президента, который назвал данный вердикт угрозой национальной безопасности. В качестве разрешения кризиса, Зеленский подал в Верховную Раду законопроект, которым предложил уволить весь состав Конституционного суда.

Наше мнение: Решение КСУ стало очередным ударом по антикоррупционной инфраструктуре страны, устранив возможность не только использовать доказательства, собранные в ходе расследования недостоверного декларирования в текущих уголовных производствах, но и привлекать к ответственности за подобные нарушения в будущем. Такой откат реформ фактически значит, что Украина больше не выполняет условия, необходимые для получения финансовой помощи от МВФ и других западных доноров. Хотя резкая реакция со стороны Зеленского обнадеживает (Офис президента никак не комментировал признание неконституционным назначение главы НАБУ и отбор достаточно сомнительных членов в комиссию по избранию руководителя САП со стороны Рады), поданный в парламент законопроект является достаточно спорным решением, поскольку прямо противоречит Конституции (полномочия судей КСУ могут быть прекращены только КСУ). Учитывая, что набрать нужное количество голосов для принятия такого закона будет, скорее всего, сложно, мы считаем, что остановка работы Суда будет достигнута другими методами (к примеру, посредством отмены назначений судей или увеличением необходимого большинства для вынесения решений). Как бы то ни было, разрешение данной ситуации несомненно займет дополнительное время, что сводит к минимум шансы правительства получить финансовую помощь от внешних партнеров в этом году.

Доходы сводного бюджета в октябре увеличились на 9% г/г до 105 млрд грн. По сравнению с планом, рост составил 10%. За первые девять месяцев 2020 дефицит достиг 59 млрд грн, что эквивалентно 3.9% от номинального ВВП в 12-месячном (LTM) измерении. Аналогичный период в 2019 был закрыт с профицитом в 9 млрд грн.

Наше мнение: Сводные доходы бюджета в октябре в целом совпали с нашими оценками. Поступления в казну увеличились ввиду более высоких сборов налогов на товары и услуги местного происхождения. Основываясь на данных за сентябрь, мы считаем, что основной вклад вновь обеспечили НДС (валовые объемы выросли на впечатляющие 15%, предположительно, благодаря повышению эффективности администрирования) и НДСФЛ (чему, несомненно, способствовал двузначный рост средней заработной платы). Хотя доходы за десять месяцев 2020 и отстают от плана Минфина на 2%, мы продолжаем считать, что до конца года он с высокой вероятностью будет выполнен или даже немного перевыполнен.

Расходы в сентябре (данные публикуются с задержкой в несколько недель) превысили наши оценки, ввиду более значительного объема капитальных вложений и других операционных затрат (не включает издержки на выплату заработной платы, НИОКР, обслуживание долга, субсидии бизнесу и социальную защиту). В целом, рост расходов ускорился до 23% г/г по сравнению с 11% г/г в августе. Поскольку источники финансирования бюджета остаются ограниченными (если МВФ или ЕС не изменят свои решения касательно предоставления помощи, дефицит, по нашему мнению, не превысит 3.5% от ВВП), мы предполагаем, что данная динамика изменится в течение четвертого квартала.

Дефицит текущего счета в сентябре составил 0.2 млрд \$, что на 1.6 млрд \$ меньше, чем в 2019. Агрегированный показатель за последние двенадцать месяцев (исключает выплату 2.9 млрд \$ Нафтогазу в декабре Газпромом) достиг 2.7 млрд \$ по сравнению с -7.7 млрд \$ год назад. Торговый баланс за месяц улучшился на 1.1 млрд \$ г/г до -0.4 млрд \$. Чистые активы финансового счета увеличились на 1.7 млрд \$.

Наше мнение: Фактический показатель ТС в сентябре в целом совпал с ожиданиями. Падение по сравнению с прошлым месяцем было обусловлено пиковыми выплатами по госдолгу (преимущественно по еврооблигациям) и увеличением импорта энергоносителей. Объем оплаты труда мигрантов за рубежом оказался несколько выше, чем предполагалось, в связи с существенным пересмотром вверх исторических данных (+22% за август). Эта разница была компенсирована более высокими дивидендами. Хотя разрыв между импортными и экспортными ценами сырьевых товаров значительно уменьшился с начала пандемии COVID-19 (снижает профицит торгового баланса), положительное сальдо торговли услугами осталось примерно на 0.3 млрд \$ выше прошлогоднего, благодаря низкому спросу на путешествия. В целом, опубликованные данные позволяют нам сохранить нашу оценку профицита ТС на 2020 на уровне 5.0 млрд \$ или 3.4% от ВВП.

Чистые активы финансового счета в сентябре существенно увеличились ввиду погашения государством еврооблигаций на 1.9 млрд \$. Частичным компенсатором выступил кредит на 0.3 млрд \$ от Cargill. Баланс иностранной валюты вне банковской системы вновь вырос на 0.5 млрд \$, позволив консолидированному за 9 месяцев значению достигнуть 3.8 млрд \$ (практически в два раза превышает прошлогодний).

Доходы бюджета в октябре, млрд грн

	окт-20	г/г	Ф/П	10м г/г	10м Ф/П
Доходы	105	9%	10%	4%	-2%
Центральный бюджет	77	8%	10%	4%	-1%
Общий фонд	65	6%	15%	1%	0%
Налоговая	32	15%	42%	17%	9%
Таможня	30	-1%	-4%	-11%	-13%
Трансферты НБУ	0	нс	нс	-34%	0%
Другое	3	6%	9%	-5%	-10%
Специальный фонд	12	21%	-11%	23%	-5%
Местный бюджет	28	11%	12%	4%	-4%

Примечание: Ф/П – фактические против плановых показателей
 Источник: Государственная казначейская служба Украины, Adamant Capital

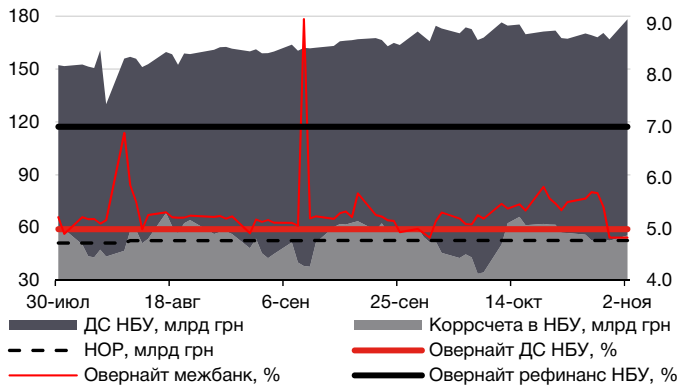
Показатели платежного баланса, млн \$

	сен-20	авг-20	июл-20	12 мес	12 мес-1
Экспорт:	5,065	5,149	4,667	59,962	62,934
м/м	-2%	10%	12%		
г/г	-4%	-6%	-16%	-5%	9%
Импорт:	5,437	5,254	5,249	64,495	75,149
м/м	3%	0%	18%		
г/г	-19%	-22%	-26%	-14%	9%
ТБ ⁽¹⁾ :	-372	-105	-582	-4,533	-12,215
м/м	-267	477	-289		
г/г	1,054	1,121	934	7,682	-1,234
ТС ⁽²⁾ :	-211	501	-29	2,774	-7,700
м/м	-712	530	102		
г/г	1,628	1,382	982	10,474	-2,213
ФС ⁽³⁾ :	1,749	150	60	2,399	-13,157
м/м	1,599	90	1,167		
г/г	3,682	1,097	2,326	15,556	-7,462
ПБ ⁽⁴⁾ :	-1,957	353	-88	3,292	5,493
м/м	-2,310	441	-1,066		
г/г	-2,050	284	-1,380	-2,201	5,264
Funding flow ⁽⁵⁾	414	204	725	4,546	10,201

Примечание: 12 мес и 12 мес-1 – последние двенадцать месяцев и последние двенадцать месяцев год назад, соответственно
 (1) Торговый баланс
 (2) Счет текущих операций без учета выплаты Газпромом 2.9 млрд \$ Нафтогазу во исполнение решения арбитража в декабре 2019.
 (3) Счет финансовых операций
 (4) Платежный баланс
 (5) Приток капитала в частный сектор из-за рубежа
 Источник: НБУ, Adamant Capital

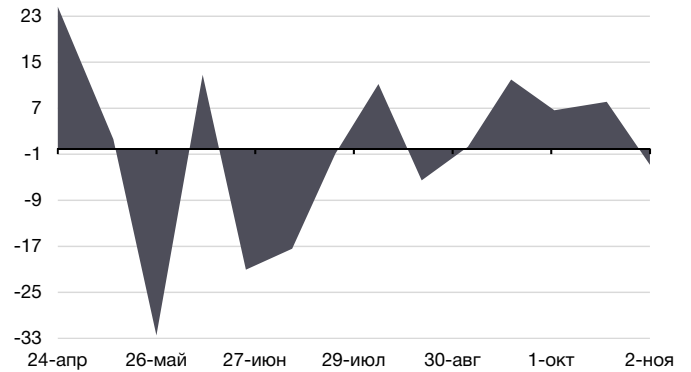
Приложение

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



Источник: НБУ, Adamant Capital

Приток от Госказначейства и ФГВФЛ в систему¹, млрд грн

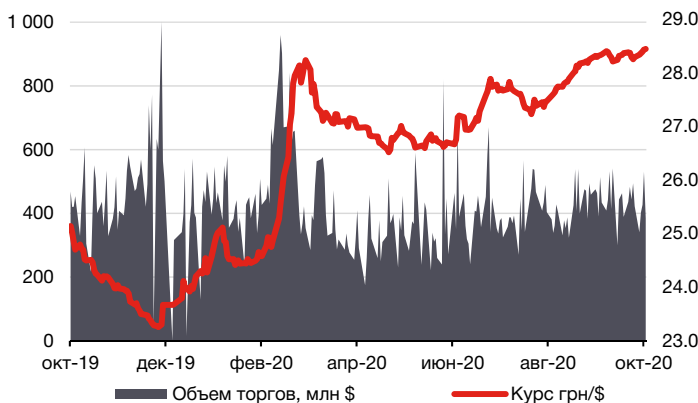


Точки на графике демонстрируют суммарные притоки по фискальному каналу за 10 рабочих дней
(1) Банковская система
Источник: НБУ

Ликвидность банковской системы (сумма коррсчетов в НБУ и депозитных сертификатов) увеличилась на 8.1 млрд грн до 178.3 млрд грн за неделю. Министерство финансов 3 ноября разместило облигации в гривне с погашением в марте 2021 и ноябре 2023 с доходностью 7.50% и 10.95% соответственно. Общие заимствования составили 2.0 млрд грн.

Межбанковский курс грн/\$ на этой неделе (с понедельника по понедельник) укрепился на 0.80%, открывшись на отметке 28.33 и закрывшись на уровне 28.56.

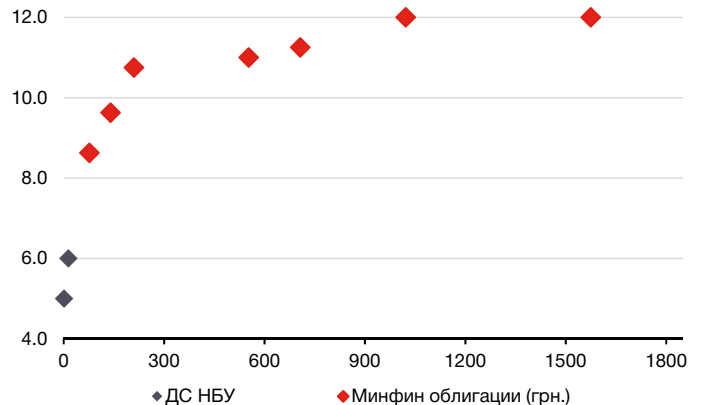
Курс валюты (пш) и объем межбанковских торгов (лш)



На основе официальных данных межбанковского рынка

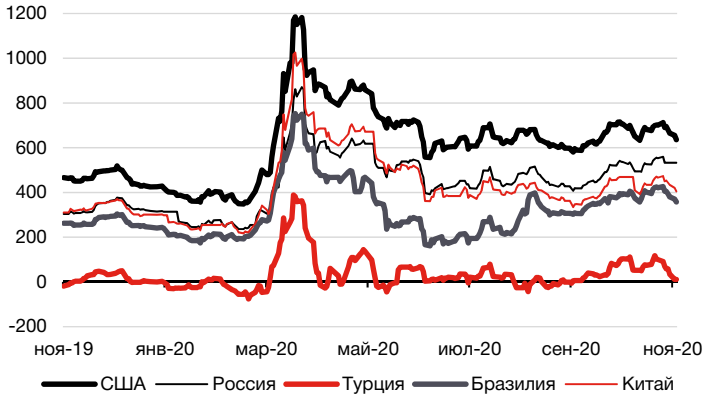
Источник: НБУ

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



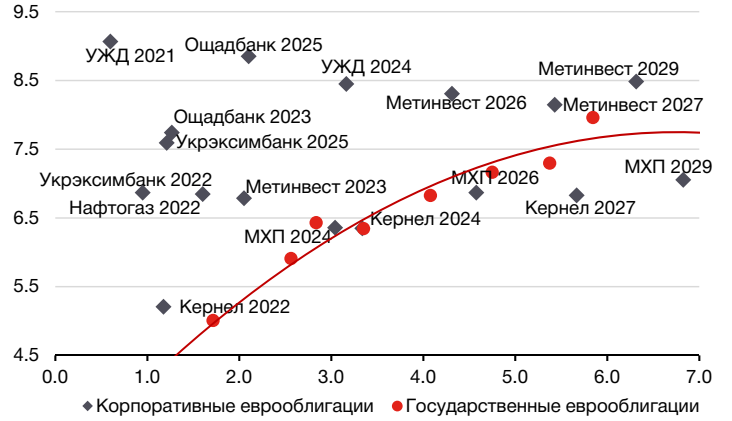
Источник: НБУ, Bloomberg, Adamant Capital

Премия 10 летней доходности Украины к другим странам, бп



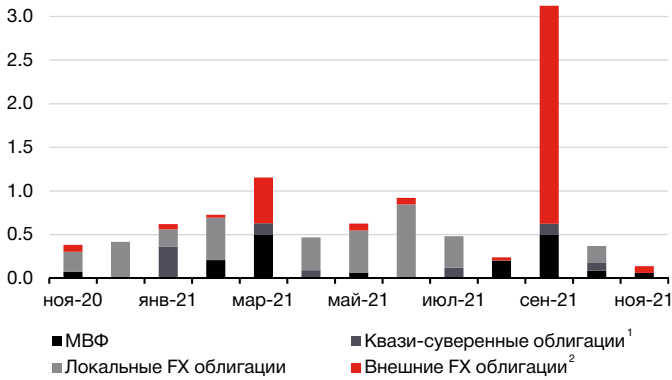
Источник: Bloomberg, Adamant Capital

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



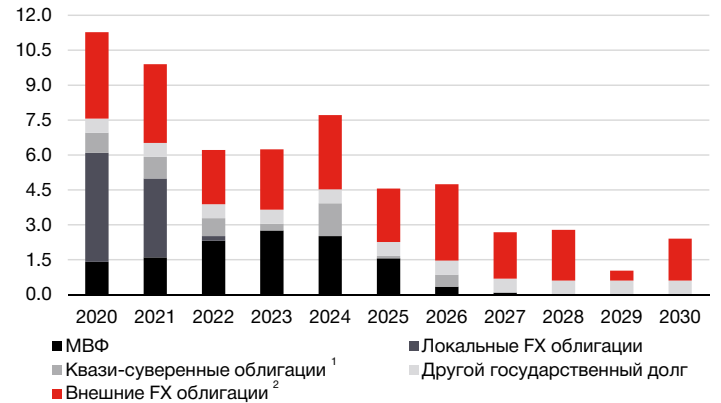
Источник: Bloomberg, Adamant Capital

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



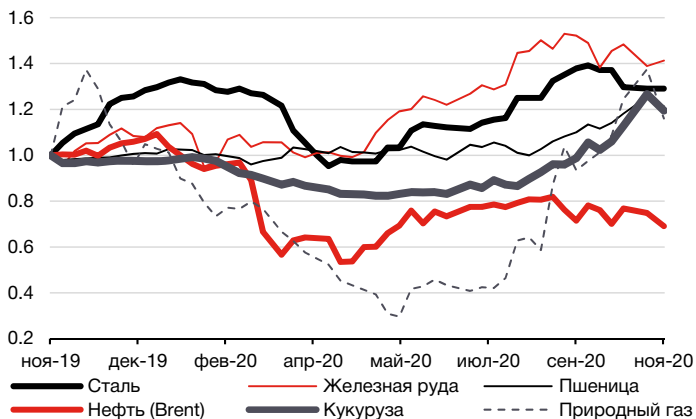
Процентные платежи включены в каждую категорию
(1) Долг государственных компаний
(2) Включают кредитные гарантии США
Источник: Bloomberg, Adamant Capital

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



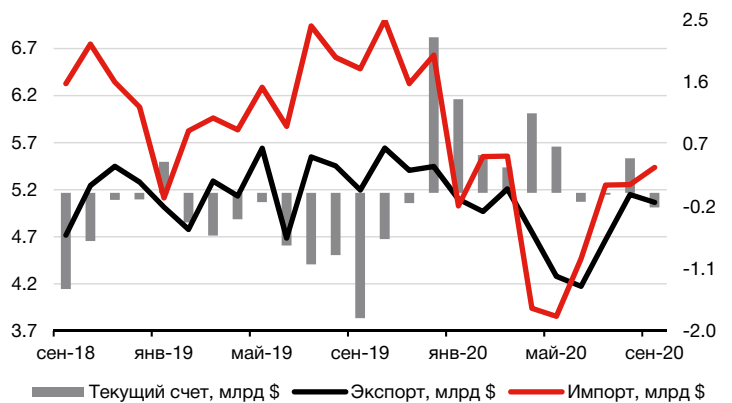
(1) Долг государственных компаний
(2) Включают кредитные гарантии США
Источник: Bloomberg, Adamant Capital

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%	-6.0%	-5.0%
Номинальный ВВП, млрд грн	933	1,112	1,115	3,975	846	868	1,077	3,927
Номинальный ВВП, млрд \$	35	44	46	154	34	32	39	145
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%	2.4%	2.4%
ИПЦ (на конец периода), г/г %	9.0%	7.5%	4.1%	4.1%	2.3%	2.4%	2.3%	3.0%
Дефицит бюджета, % ВВП ^{1,2}	2.5%	2.4%	2.1%	2.1%	2.3%	1.7%	3.4%	3.5%
Широкий дефицит бюджета, % ВВП ^{1,3}	2.7%	2.5%	2.1%	2.2%	2.3%	2.2%	4.0%	4.3%
Государственный долг, % ВВП	55.4%	51.1%	50.3%	50.3%	56.3%	57.6%	59.0%	59.9%
Внешний государственный долг, % ВВП ⁴	36.0%	32.9%	31.6%	31.6%	31.6%	31.7%	32.5%	37.1%
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	13.2	14.9	62.4
Импорт товаров и услуг, млрд \$	18.3	20.3	20.0	75.5	16.1	12.3	15.9	62.4
Сальдо торгового баланса, млрд \$	-2.8	-4.0	-3.5	-12.1	-0.9	0.9	-1.1	0.0
Текущий счет, млрд \$	-1.3	-3.8	1.4	-1.1	2.3	1.7	0.3	5.0
Финансовый счет, млрд \$ ⁵	-1.7	-5.2	-2.3	-10.2	2.4	0.4	2.0	1.7
Резервы НБУ, млрд \$	20.6	20.1	25.3	25.3	24.9	28.5	26.5	28.0
Средний курс на межбанке, грн/\$ ⁶	26.6	25.2	24.2	25.8	25.2	26.9	27.6	27.0
Курс на межбанке (на конец периода), грн/\$	26.2	24.2	23.7	23.7	27.6	26.7	28.3	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	5.9	104.7	1.3	2.6	1,355
Украина 2024	Держать	-	9.0	фев-24	6.4	107.4	1.5	2.8	750
Украина 2027	Держать	-	7.8	сен-27	7.3	102.4	2.4	5.4	1,307
Украина 2028	Держать	-	9.8	ноя-28	8.0	110.4	2.3	5.8	1,600
Украина 2032	Держать	-	7.4	сен-32	7.7	97.8	2.9	7.7	3,000
Авангард, в дефолте	Продавать	9-апр-19	10.0	окт-18	нс	3.5	-0.2	нс	214
ДТЭК 2024 в дефолте	Покупать	1-сен-20	10.8	дек-24	26.4	65.2	-0.5	2.8	1,344
Кернел 2022	Держать	27-окт-20	8.8	янв-22	5.2	104.2	-0.5	1.2	500
Кернел 2024	Держать	27-окт-20	6.5	окт-24	6.3	100.5	-0.5	3.3	300
Кернел 2027	Держать	27-окт-20	6.8	окт-27	6.8	99.6	-0.4	5.7	300
Метинвест 2023	Держать	27-окт-20	7.8	апр-23	6.8	102.2	-0.2	2.1	311
Метинвест 2025 (в евро)	Держать	27-окт-20	5.6	июл-25	7.3	93.3	-0.3	4.0	333
Метинвест 2026	Держать	27-окт-20	8.5	апр-26	8.3	100.8	-0.4	4.3	648
Метинвест 2027	Держать	27-окт-20	7.7	окт-27	8.1	97.4	-0.4	5.4	333
Метинвест 2029	Держать	27-окт-20	7.8	окт-29	8.5	95.5	-0.2	6.3	500
МХП 2024	Держать	27-окт-20	7.8	май-24	6.4	104.3	-0.1	3.0	500
МХП 2026	Держать	27-окт-20	7.0	апр-26	6.9	100.4	-0.2	4.6	550
МХП 2029	Держать	27-окт-20	6.3	сен-29	7.1	94.8	-0.4	6.8	350
Нафтогаз 2022	Покупать	29-сен-20	7.4	июл-22	6.8	100.8	-0.3	1.6	335
Нафтогаз 2024 (в евро)	Покупать	29-сен-20	7.1	июл-24	8.5	95.6	-0.1	3.3	672
Ощадбанк 2023	Покупать	11-авг-20	9.4	мар-23	7.7	102.0	0.0	1.3	175
Ощадбанк 2025	Покупать	11-авг-20	9.6	мар-25	8.8	101.6	0.0	2.1	225
ПриватБанк (10.250), в дефолте	-	-	10.3	янв-18	нс	29.1	0.0	нс	160
ПриватБанк (10.875), в дефолте	-	-	10.9	фев-21	нс	30.1	-0.1	нс	175
УЖД 2021	Продавать	27-окт-20	9.9	сен-21	9.1	100.4	0.3	0.6	100
УЖД 2024	Продавать	27-окт-20	8.3	июл-24	8.4	99.4	0.5	3.2	595
Укрлендфарминг, в дефолте	Продавать	13-июн-17	10.9	мар-18	нс	4.7	0.1	нс	150
Укрэксимбанк 2021 (в гривне)	Покупать	11-авг-20	16.5	мар-21	18.8	99.1	0.0	0.3	188
Укрэксимбанк 2022	Покупать	11-авг-20	9.6	апр-22	6.9	102.5	0.0	0.9	600
Укрэксимбанк 2025	Покупать	11-авг-20	9.8	янв-25	7.6	102.5	0.0	1.2	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 - статистика по международным резервам	Точная	6-ноя
ГССУ - статистика по инфляции	Точная	9-ноя

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.