

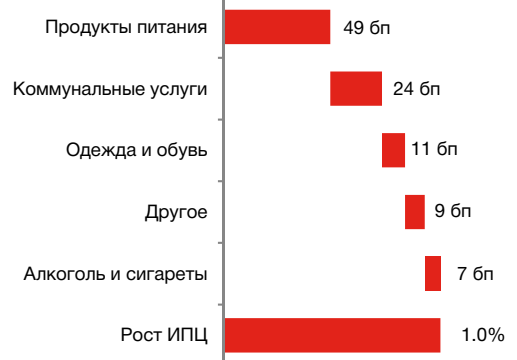
Еженедельный обзор

- Инфляция в октябре составила 2.6% г/г и 1.0% м/м
- Валютные резервы НБУ в октябре сократились на 0.4 млрд \$ до 26.1 млрд \$
- Результаты банков за 3кв20: прибыль снова растет, реструктуризация проблемных кредитов продолжается

Инфляция в октябре составила 2.6% г/г и 1.0% м/м. Основными источниками роста в месячном сопоставлении стали продукты питания и коммунальные услуги (в частности, природный газ). Цены на большинство других товаров и услуг также увеличились.

Наше мнение: Фактический показатель ИПЦ превысил наши оценки в основном ввиду более значительного роста цен на целый ряд продуктов питания. Существенней всего от прогноза отклонилась динамика стоимости яиц, которая прибавили 23% м/м и овощей, что подешевели всего на 1% (мы ожидали +6% и -6% м/м, соответственно). Следует отметить, что большинство других товаров и услуг потребительской корзины также подорожали, что свидетельствует об усилении общего инфляционного давления. Принимая во внимание имеющиеся на данный момент данные различных интернет-ресурсов, которые отслеживают ценовую динамику, и эмпирические наблюдения (которые, впрочем, могут быть обманчивыми), мы предполагаем, что ИПЦ продолжит ускоряться, в годовом выражении, и в ноябре. В целом, такое развитие событий неудивительно, поскольку обменный курс и денежная масса (агрегат M1) находятся на 15% и 33% выше аналогичного периода 2019, а статистика по росту объемов розничных продаж на замедление не указывает (уже +12% г/г в сентябре). Наша новая оценка инфляции на конец года составляет 4.2% г/г.

Факторы роста ИПЦ м/м по категориям

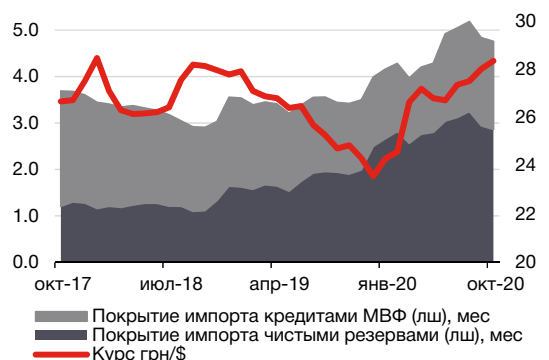


Источник: ГЦСУ, Adamant Capital

Валютные резервы НБУ в октябре сократились на 0.4 млрд \$ до 26.1 млрд \$. Отток был вызван, прежде всего, процентными и амортизационными платежами по государственному долгу в размере 0.4 млрд \$. Чистая продажа со стороны Нацбанка составила 0.2 млрд \$. Поступлениями послужили лишь размещения Министерством финансов ОВГЗ на 0.2 млрд \$.

Наше мнение: Опубликованные цифры в целом совпали с ожиданиями и лишь объемы интервенций регулятора несколько превысили оценки. Тем не менее, мы пересматриваем наш прогноз резервов на конец года, учитывая дополнительные задержки с получением следующего транша от МВФ в связи с последними решениями КСУ и их влиянием на антикоррупционную инфраструктуру страны. Данная отсрочка особенно важна, поскольку она наверняка коснется и других источников финансирования, в том числе средств от ЕС в рамках помощи для преодоления последствий COVID-19 и выплаты по программе DPL от Мирового банка. Наша новая оценка составляет 25.9 млрд \$, что на 2.1 млрд \$ ниже предыдущей. Отметим, что, несмотря на то, что риск финансирования дефицита бюджета со стороны Нацбанка на сегодняшний день является актуальным (при его реализации увеличатся объемы валютных интервенций ввиду необходимости стабилизации обменного курса), наш базовый прогнозный сценарий такого поворота событий не предполагает.

Покрытие импорта резервами и курс грн/\$



Примечание: при расчёте покpытия импорта резервами используется средний объём импорта за последние 12 месяцев
 Источник: НБУ, Adamant Capital

Результаты банков за 3кв20: прибыль снова растет, реструктуризация проблемных кредитов продолжается.

Согласно данным опубликованным НБУ, показатели чистой прибыли Ощадбанка, Укрэксимбанка и сектора в целом составили 41 млн \$, -12 млн \$ и 500 млн \$ соответственно (+15%, -191% и +72% кв/кв). Чистая процентная маржа достигла 4.6%, 0.6% и 5.9% (+0.8 пп, +0.1 пп и -0.1 пп кв/кв). Оба банка, также, как и система, понесли убытки от курсовых разниц, ввиду девальвации гривны на 3% и наличия короткой валютной позиции (по отчетности не включает ОВГЗ, номинированных в долларах и евро, поскольку эти бумаги учитываются как инструменты со встроенными деривативами). Переоценка ЦБ по этим же причинам оказалось положительной в еще большем объеме. Касательно статей баланса, депозиты выросли в реальном выражении в Укрэксимбанке и по системе на 1% и 5% кв/кв, соответственно, но уменьшились в Ощадбанке на 1%. Чистые кредиты существенно снизились в обоих банках (преимущественно корпоративные, возможно госкомпаний), но возросли по сектору в целом на 2% (в реальном выражении). Объемы NPL значительно упали в Укрэксимбанке, свидетельствуя о проведении реструктуризации. Норматив достаточности капитала (коэффициент H2) банка увеличился на 10.4 пп до 25.0% ввиду докапитализации на 250 млн \$.

Наше мнение: В 3кв20 доходы украинских банков вернулись к предкарантинному уровню (ROE практически удвоился кв/кв до 27%). Этому способствовала девальвация (с учетом ОВЗГ валютная позиция является длинной) и значительно более слабое влияние мер социального дистанцирования. На последнее указывает увеличение комиссионных доходов на 19% кв/кв (против 16% сокращения во 2кв20) и возобновление роста розничного кредитования (+4% в гривне). Несколько неожиданным оказалось совсем небольшое снижение ЧПМ (всего на 0.1 пп кв/кв до 5.9%), несмотря на намного более мягкую монетарную политику НБУ.

В отличие от 2кв20, Укрэксимбанк продемонстрировал чистый убыток, ввиду достаточно скромного объема операционной прибыли, которого оказалось недостаточно для перекрытия текущих затрат. Данная проблема носит хронических характер ввиду крайне низкой ЧПМ и не видна только при наличии других источников дохода. Ярким примером этому служит предыдущий квартал, по итогам которого произошла значительная переоценка финансовых инструментов (ОВГЗ составляют 30% от общих активов банка). В то же время, убыток никак не сказался на адекватности капитала, поскольку был с лихвой перекрыт 250 млн \$ вливанием от государства. Хотя банк прямо не указал на это в своей финансовой отчетности, мы предполагаем, что продемонстрированное падение объемов проблемных кредитов на 26% (24% после корректировки на курсовые разницы) свидетельствует о проведении масштабной реструктуризации (на, порядка, 700 млн \$). Следует отметить, что эта операция не оказала существенного влияния на финрезультат, поскольку отчисления в резервы уменьшились лишь на 21 млн \$. С учетом того, что с апреля в Укрэксимбанке практически полностью сменилось руководство и вопрос очистки баланса поднимается как со стороны западных партнеров, так и государства, мы ожидаем проведения подобных операций и в дальнейшем.

Результаты Ощадбанка несколько улучшились по сравнению с предыдущим кварталом ввиду положительного влияния девальвации и более высоких комиссионных и процентных доходов. Последние, вероятно, увеличились на фоне роста объемов розничного кредитования на 7% кв/кв. Несмотря на существенно более высокую ЧПМ, чем у Укрэксимбанка (4.6%, что значительно ближе к среднему по системе показателю в 5.9%), операционная прибыль данного финучреждения также едва покрывает издержки (без доходов от переоценки, банк продемонстрировал бы убытки).

Финрезультаты банков за 3кв20, млн \$			
	Ощад	Укрэксим	Система
Процентный доход	83	9	765
кв/кв	18%	28%	3%
Комиссионный доход	43	8	428
кв/кв	17%	15%	19%
Отчисления РВПС ¹	-18	21	-110
кв/кв	нс	нс	-77%
Переоценка ФИ ²	70	38	217
кв/кв	нс	213%	33%
Курсовые разницы	-37	-42	-134
кв/кв	нс	-197%	нс
Прибыль	41	-12	500
кв/кв	15%	-191%	72%
Депозиты	6,449	3,421	45,849
кв/кв	-4%	-1%	1%
Кредиты	2,227	1,824	20,535
кв/кв	-13%	-8%	-1%
ОВГЗ	3,210	1,854	15,215
кв/кв	-9%	9%	-3%
CAR ³	18.7%	25.0%	21.9%
кв/кв	1.5пп	10.4пп	0пп
ЧПМ ⁴	4.6%	0.6%	5.9%
кв/кв	0.8пп	0.1пп	-0.1пп
NPL (НБУ) ⁵	2,212	2,029	18,003
кв/кв	-3%	-26%	-10%
РВПС (МСФО)	1,087	1,612	15,760
кв/кв	-27%	-30%	-13%
РВПС (НБУ)	2,211	2,145	17,900
кв/кв	0%	-23%	-10%
NPL/валовые (НБУ) ⁶	53%	51%	48%
кв/кв	3пп	-6пп	-2пп
РВПС/валовые (МСФО) ⁷	33%	47%	43%
кв/кв	-4пп	-7пп	-3пп
ROE ⁸	19%	-13%	27%
кв/кв	2пп	-36пп	12пп
CIR ⁹	64%	340%	55%
кв/кв	-28пп	310пп	6пп

(1) Резервы, сформированные под плохие активы

(2) Переоценка финансовых инструментов

(3) Показатель H2 НБУ

(4) Чистая процентная маржа – сумма чистого процентного дохода, деленная на генерирующие проценты активы; долларовой эквивалент в годовом измерении

(5) 5 и 10 категории по классификации должников НБУ (физ и юр лиц, соответственно)

(6) Соотношение проблемных кредитов к валовым (по данным НБУ)

(7) Соотношение резервов, сформированных под плохие активы (согласно МСФО) к валовым кредитам

(8) Рентабельность собственного капитала

(9) Соотношение операционных затрат к операционным доходам

Источник: НБУ, оценки Adamant Capital

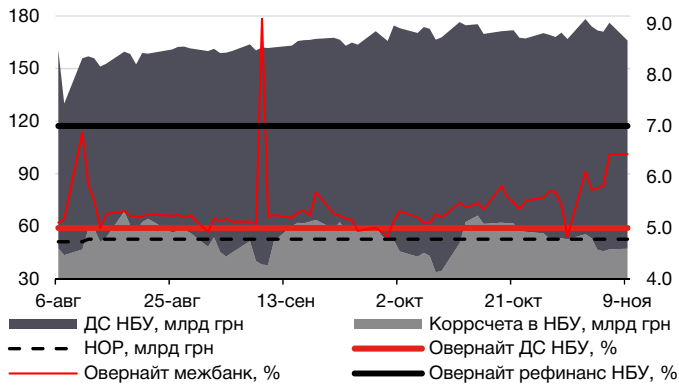
Хотя объемы неработающих займов уменьшились всего на 3%, валовые кредиты рухнули на 13%, а РВПС сократились на 27% кв/кв (согласно МСФО), что также свидетельствует о возможном проведении реструктуризации. Несмотря на продолжительные судебные разбирательства, новый глава правления Ощадбанка наконец то занял свой пост с начала ноября. Как и в случае с Укрэксимбанком, мы ожидаем, что процесс очистки баланса от неработающих кредитов продолжится. Касательно ЕБРР, мы считаем, что планы относительно приобретения миноритарного пакета остаются в силе, однако произойдет не раньше середины 2021, поскольку Ощадбанку еще предстоит стать членом ФГВФЛ, а правительству следует решить непростой вопрос с откатом антикоррупционных реформ.

В целом, мы продолжаем считать, что оба эмитента являются де факто продолжением суверенного баланса, а, следовательно, их кредитные риски сопоставимы с государственными. Хотя их бизнес-модели остаются неэффективными (для изменений потребуются много времени, даже при наличии независимых наблюдательных советов), текущая регуляторная среда очень сильно снижает вероятность наступления событий связанных недостаточностью капитала или ликвидности. По нашему мнению, именно наличие строгого надзора (в прошлом и сейчас) отличает этих двух эмитентов от УЖД (текущая рекомендация - «продавать»).

Поскольку премия по доходности еврооблигаций обоих к кривой госбумаг составляет 250-300бп мы подтверждаем нашу рекомендацию эти бумаги «покупать».

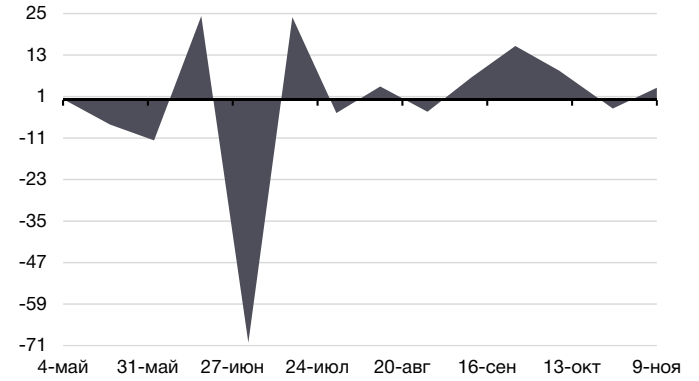
Приложение

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



Источник: НБУ, Adamant Capital

Приток от Госказначейства и ФГВФЛ в систему¹, млрд грн

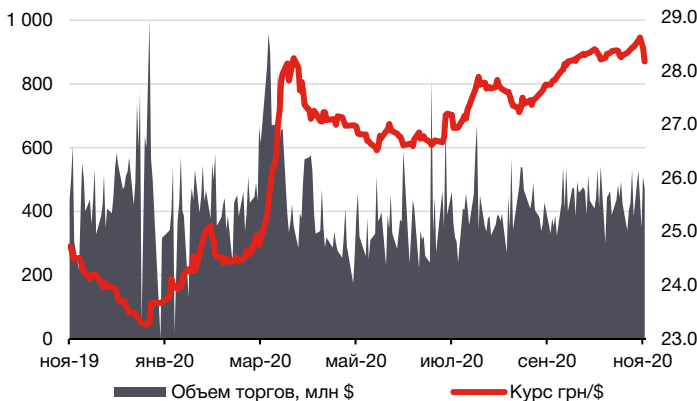


Точки на графике демонстрируют суммарные притоки по фискальному каналу за 10 рабочих дней
(1) Банковская система
Источник: НБУ

Ликвидность банковской системы (сумма коррсчетов в НБУ и депозитных сертификатов) сократилась на 12.3 млрд грн до 166.0 млрд грн за неделю. Министерство финансов 10 ноября разместило облигации в гривне с погашением в апреле 2021 и октябре 2021 с доходностью 9.00% и 10.42% соответственно, а также в долларах США с погашением в феврале 2022 с доходностью 3.62%. Общие заимствования составили 5.6 млрд грн и 82 млн \$.

Межбанковский курс грн/\$ на этой неделе (с понедельника по понедельник) укрепился на 1.53%, открывшись на отметке 28.56 и закрывшись на уровне 28.12.

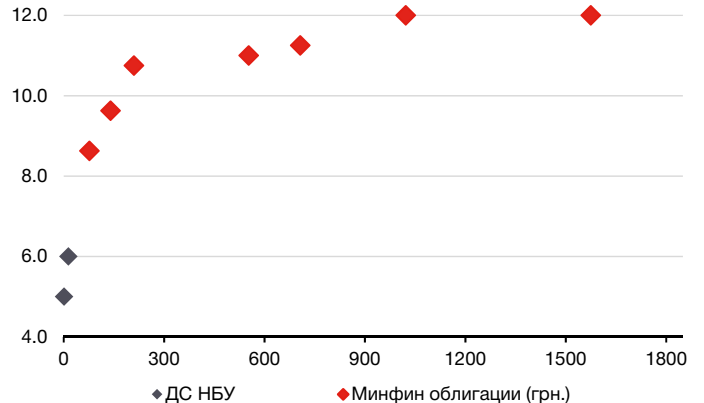
Курс валюты (пш) и объем межбанковских торгов (лш)



На основе официальных данных межбанковского рынка

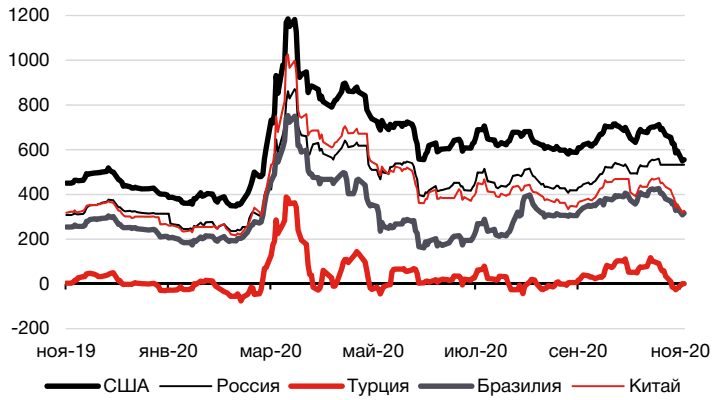
Источник: НБУ

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



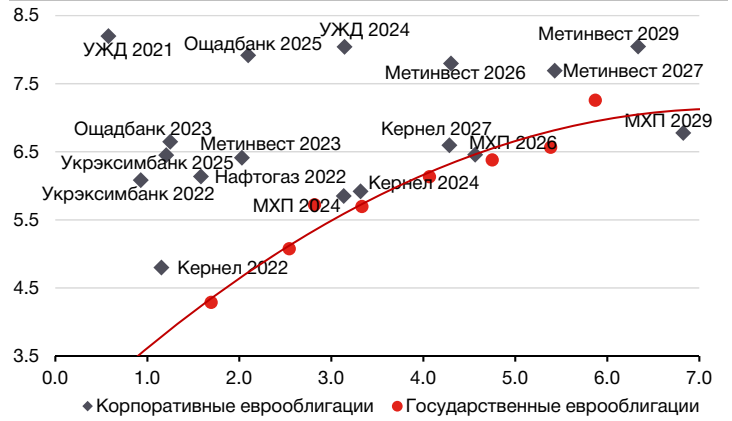
Источник: НБУ, Bloomberg, Adamant Capital

Премия 10 летней доходности Украины к другим странам, бп



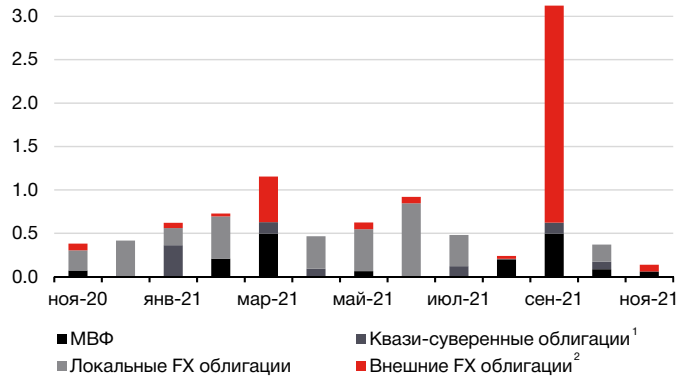
Источник: Bloomberg, Adamant Capital

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



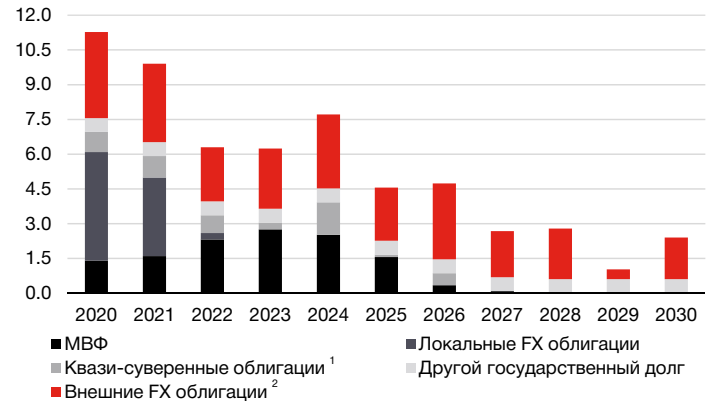
Источник: Bloomberg, Adamant Capital

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



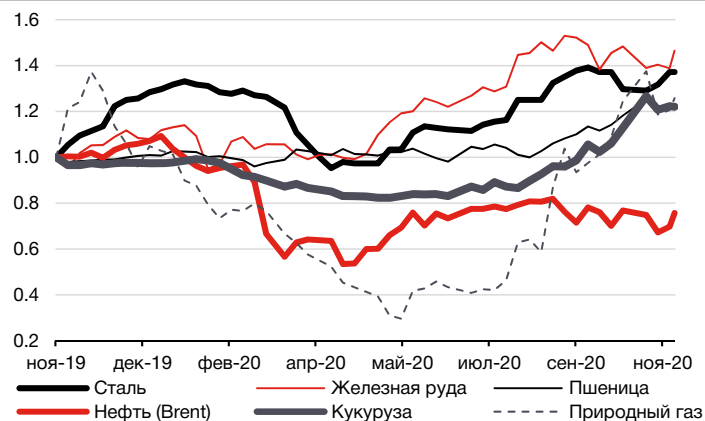
Процентные платежи включены в каждую категорию
(1) Долг государственных компаний
(2) Включают кредитные гарантии США
Источник: Bloomberg, Adamant Capital

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



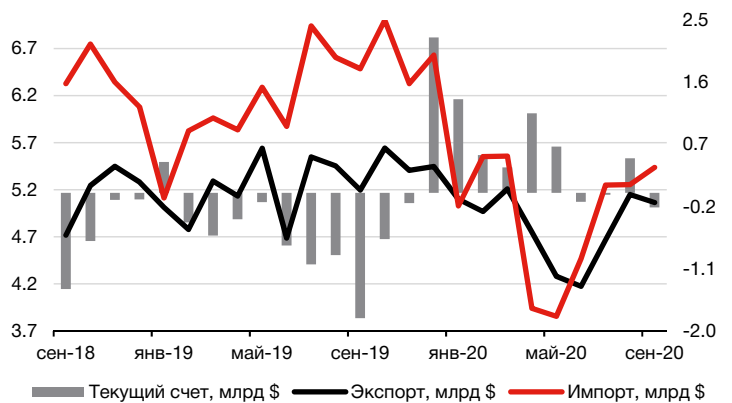
(1) Долг государственных компаний
(2) Включают кредитные гарантии США
Источник: Bloomberg, Adamant Capital

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%	2.7%
ИПЦ (на конец периода), г/г %	9.0%	7.5%	4.1%	4.1%	2.3%	2.4%	2.3%	4.2%
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	3.8
Резервы НБУ, млрд \$	20.6	20.1	25.3	25.3	24.9	28.5	26.5	25.9
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	5.1	106.9	1.8	2.5	1,355
Украина 2024	Держать	-	9.0	фев-24	5.7	109.5	1.8	2.8	750
Украина 2027	Держать	-	7.8	сен-27	6.6	106.4	3.8	5.4	1,307
Украина 2028	Держать	-	9.8	ноя-28	7.3	114.9	3.8	5.9	1,600
Украина 2032	Держать	-	7.4	сен-32	7.1	102.1	4.2	7.7	3,000
Авангард, в дефолте	Продавать	9-апр-19	10.0	окт-18	нс	3.5	0.0	нс	214
ДТЭК 2024 в дефолте	Покупать	1-сен-20	10.8	дек-24	26.5	65.3	1.3	2.8	1,344
Кернел 2022	Держать	27-окт-20	8.8	янв-22	4.8	104.6	0.5	1.2	213
Кернел 2024	Держать	27-окт-20	6.5	окт-24	5.9	102.0	1.5	3.3	300
Кернел 2027	Держать	27-окт-20	6.8	окт-27	6.6	100.8	1.7	4.3	300
Метинвест 2023	Держать	27-окт-20	7.8	апр-23	6.4	103.0	0.8	2.0	311
Метинвест 2025 (в евро)	Держать	27-окт-20	5.6	июл-25	6.7	95.6	2.3	4.0	333
Метинвест 2026	Держать	27-окт-20	8.5	апр-26	7.8	103.1	2.1	4.3	648
Метинвест 2027	Держать	27-окт-20	7.7	окт-27	7.7	99.8	2.3	5.4	333
Метинвест 2029	Держать	27-окт-20	7.8	окт-29	8.0	98.2	3.0	6.3	500
МХП 2024	Держать	27-окт-20	7.8	май-24	5.8	105.9	1.8	3.1	500
МХП 2026	Держать	27-окт-20	7.0	апр-26	6.5	102.2	1.9	4.6	550
МХП 2029	Держать	27-окт-20	6.3	сен-29	6.8	96.5	1.6	6.8	350
Нафтогаз 2022	Покупать	29-сен-20	7.4	июл-22	6.1	101.9	0.8	1.6	335
Нафтогаз 2024 (в евро)	Покупать	29-сен-20	7.1	июл-24	7.8	97.7	2.0	3.3	672
Ощадбанк 2023	Покупать	10-ноя-20	9.4	мар-23	6.6	103.4	1.1	1.2	175
Ощадбанк 2025	Покупать	10-ноя-20	9.6	мар-25	7.9	103.5	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	0.0	нс	175
УЖД 2021	Продавать	27-окт-20	9.9	сен-21	8.2	100.9	0.3	0.6	100
УЖД 2024	Продавать	27-окт-20	8.3	июл-24	8.0	100.6	1.3	3.1	595
Укрлендфарминг, в дефолте	Продавать	13-июн-17	10.9	мар-18	нс	4.6	-0.1	нс	150
Укрэксимбанк 2021 (в гривне)	Покупать	10-ноя-20	16.5	мар-21	19.5	99.0	-0.2	0.3	188
Укрэксимбанк 2022	Покупать	10-ноя-20	9.6	апр-22	6.1	103.2	0.7	0.9	600
Укрэксимбанк 2025	Покупать	10-ноя-20	9.8	янв-25	6.4	103.9	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
ДТЭК - операционные результаты за 9мес20	Индикативная	12-ноя
ГССУ - предварительная оценка ВВП за 3кв20	Точная	16-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.