

Еженедельный обзор

- Падение реального ВВП в 3кв20 замедлилось до 3.5% г/г с 11.4% во 2кв20 (предварительные данные)
- В Украине ввели карантин выходного дня, суточное количество новых случаев заражения COVID-19 достигло 250 на миллион
- УЖД попросила держателей еврооблигаций 2021 и 2024 частично ослабить ограничения на заимствования

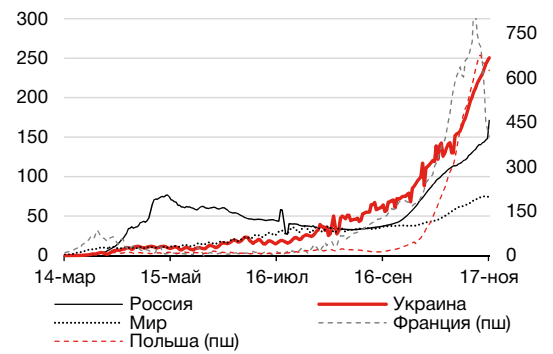
Падение реального ВВП в 3кв20 замедлилось до 3.5% г/г с 11.4% во 2кв20 (предварительные данные), согласно ГССУ.

Наше мнение: Опубликованное значение превысило наш прогноз в -6.0%, а также медиану опроса Reuters (-4.8%) и оценку НБУ (-6.2%). Примечательно, что данные Госстата практически полностью совпали с обнародованными в начале месяца расчетами Минэкономики (-3.6%), что может указывать на ранний доступ к статистическим показателям у последнего. Принимая во внимание, что наш расчетный индекс ИСП обычно отражает динамику производственных секторов (включает также торговлю и транспорт) достаточно точно, настолько значительное замедление спада ВВП стало возможным, скорее всего, благодаря резкому восстановлению, после карантина, сферы услуг. По нашим оценкам, некоторые подотрасли должны были даже продемонстрировать рост в годовом выражении, особенно учитывая, что методология Укрстата в третьем квартале предполагает значительную отрицательную поправку при консолидации (разница между общей добавленной стоимостью и суммарным вкладом секторов – ожидается, что снизит рост на 0.5 пп). Основные кандидаты на эту роль – телекоммуникации и здравоохранение, однако оба в разгар карантина (2кв20) почему выход г/г сократили. В целом же, хотя окончательные выводы можно будет сделать только во второй половине декабря (когда появятся более детальные цифры), уже становится ясно, что экономика пострадала от весеннего локдауна менее значительно, чем мы думали. Касательно 4кв20, мы считаем, что определенные меры социального дистанцирования (такие как карантин выходного дня), наверняка будут действовать до конца года. Это, безусловно, послужит неким макроэкономическим шоком, однако масштабы его влияния будут значительно меньшими чем в марте-апреле, ввиду существенно менее строгих ограничений и слабого их соблюдения. Частично компенсирующий положительный вклад внесет эффект низкой базы сравнения в индустриальном производстве, которое пострадало в прошлом году от аномально теплой зимы и глобальных проблем в металлургии. Итого, наш новый прогноз реального ВВП на 4кв20 составляет -2.0%, что эквивалентно годовому показателю в -4.5% (на 50 бп выше нашей предыдущей оценки).

В Украине ввели карантин выходного дня, суточное количество новых случаев заражения COVID-19 достигло 250 на миллион. Согласно постановлению Кабинета министров, с полуночи субботы до полуночи понедельника запрещается деятельность всех заведений общественного питания, торговых центров, кинотеатров, спортзалов и большинства других учреждений, где предполагается непосредственный контакт с посетителями. Продолжат работать только продуктовые супермаркеты, аптеки, больницы и банки. Ограничения будут действовать до 30 ноября. Мэры нескольких больших городов выступили категорически против данного нововведения, а власти Львова даже объявили субботу и воскресенье рабочими днями.

Наше мнение: Как и при первом столкновении с вирусом в марте, власти, по всей видимости, приняли решение следовать примеру европейских стран, которые реагируют на признаки второй волны распространения частичными локдаунами. Отметим, однако, что динамика смертности в Украине очень сильно отличается от соседей. Так, если в ЕС количество летальных исходов на миллион только стремится к весеннему пику, то местный уровень бьет новые рекорды, достигнув уже 3.7 (против максимума 0.4 ранее). Хотя эти цифры все еще относительно невысокие, такая ситуация может свидетельствовать о необходимости в несколько ином подходе, особенно учитывая разницу в уровнях готовности систем здравоохранения к нагрузкам. Учитывая опыт Италии, где летальность выросла с 4 до 13 на миллион всего за две недели, мы не исключаем возможность введения полноценного карантина до конца года. В то же время, самым вероятным сценарием мы пока считаем присутствие текущих частичных ограничительных мер еще полтора месяца. Эффект на экономику оценивается в размере 3-4% от ВВП.

Новые случаи COVID -19 на млн по странам



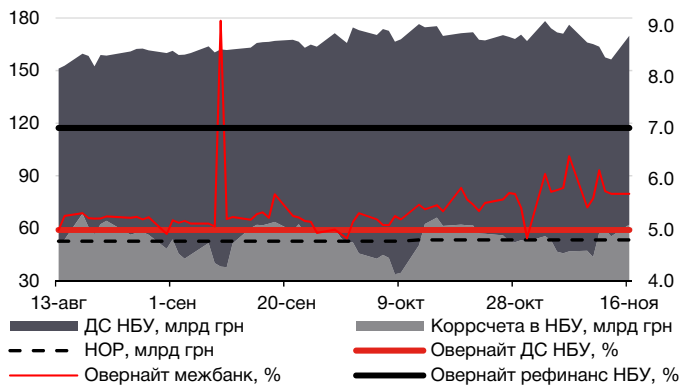
Примечание: каждая точка данных представляет собой скользящее среднее за 3 дня
 Источник: ourworldindata.org, оценки Adamant Capital

УЖД попросила держателей еврооблигаций 2021 и 2024 частично ослабить ограничения на заимствования. Согласно истребованию согласия, компания обратилась к владельцам евробондов-2021 с просьбой разрешить увеличение задолженности для погашения или рефинансирования вышеупомянутых бумаг (что в текущий момент противоречит ограничениям в Кредитном соглашении). Держателям выпуска-2024 УЖД предлагает временно (до публикации финансовых результатов за 2021 год) повысить максимально допустимое соотношение чистого долга к 12-месячной EBITDA до 4.25 с текущих 3.0, исключить из расчета долг Донецкой железной дороги (167.3 млн \$, включая проценты), а также увеличить разрешенный объем займов для вложений в оборотный капитал до 250 млн \$, в случае нарушения ковенанты (в настоящее время общая сумма всей «разрешенной задолженности» составляет 50 млн \$). Плата за согласие установлена в размере 0.25% и 1.0% от номинала соответственно.

Наше мнение: С учетом того, что вышеупомянутые предложения являются достаточно обоснованными и компания предлагает ощутимую плату за согласие (особенно в отношении еврооблигаций-2024), мы считаем, что инвесторы поддержат данную инициативу. Проблемным вопросом могут стать обязательства Донецкой железной дороги, судьба которых по-прежнему не ясна, поскольку июньское решение Верховного суда, по всей видимости, противоречит мораторию на погашение, принятому парламентом в 2016 году.

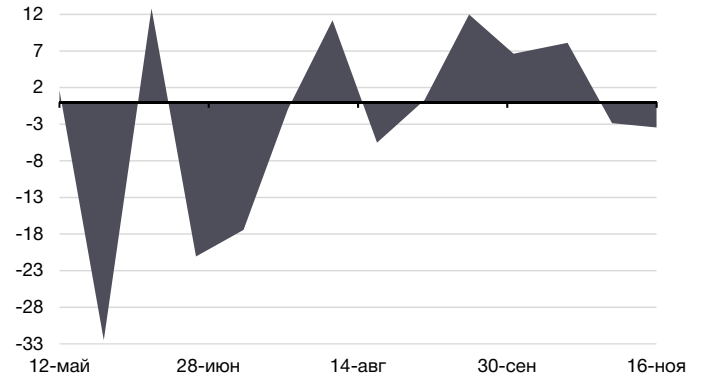
Приложение

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



Источник: НБУ, Adamant Capital

Приток от Госказначейства и ФГВФЛ в систему¹, млрд грн

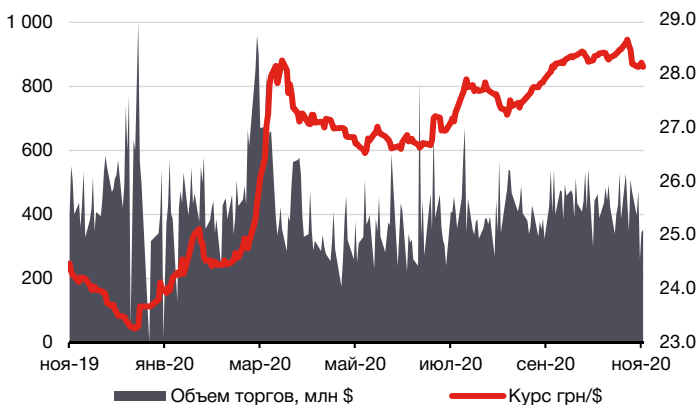


Точки на графике демонстрируют суммарные притоки по фискальному каналу за 10 рабочих дней
(1) Банковская система
Источник: НБУ

Ликвидность банковской системы (сумма коррсчетов в НБУ и депозитных сертификатов) увеличилась на 3.8 млрд грн до 169.8 млрд грн за неделю. Министерство финансов 17 ноября разместило облигации в гривне с погашением в октябре 2021 и ноябре 2023 с доходностью 10.50% и 11.10% соответственно, а также в долларах США с погашением в феврале 2022 с доходностью 3.77%. Общие заимствования составили 343 млн грн и 76 млн \$.

Межбанковский курс грн/\$ на этой неделе (с понедельника по понедельник) укрепился на 0.04%, открывшись на отметке 28.12 и закрывшись на уровне 28.11.

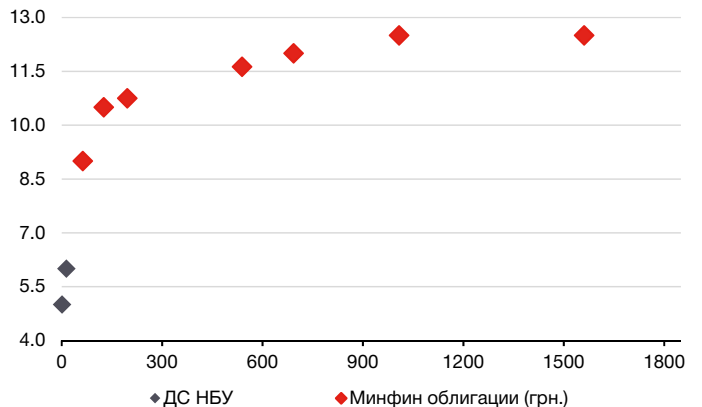
Курс валюты (пш) и объем межбанковских торгов (лш)



На основе официальных данных межбанковского рынка

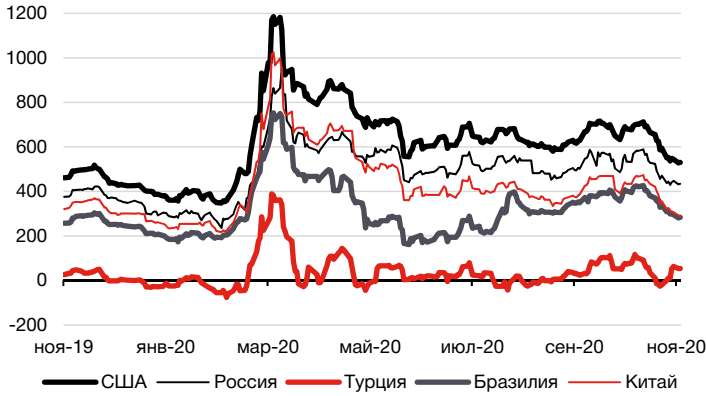
Источник: НБУ

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



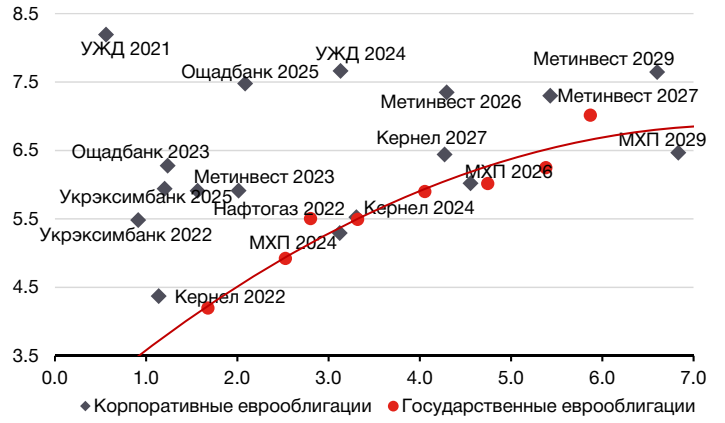
Источник: НБУ, Bloomberg, Adamant Capital

Премия 10 летней доходности Украины к другим странам, бп



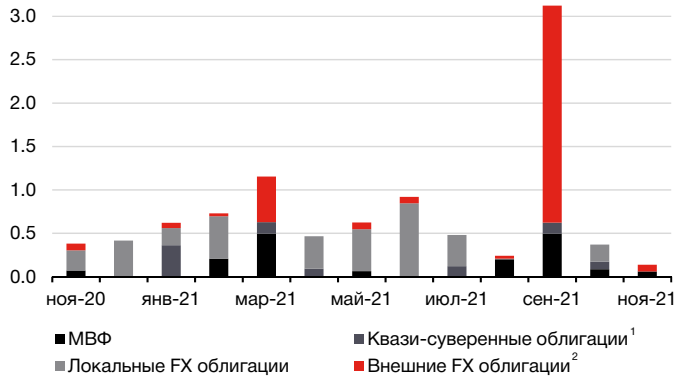
Источник: Bloomberg, Adamant Capital

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



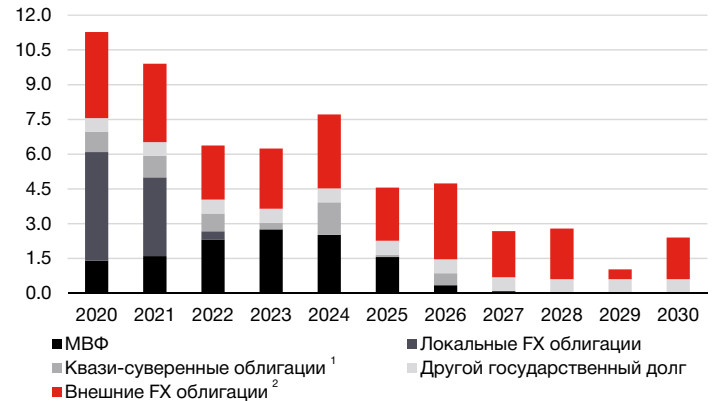
Источник: Bloomberg, Adamant Capital

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



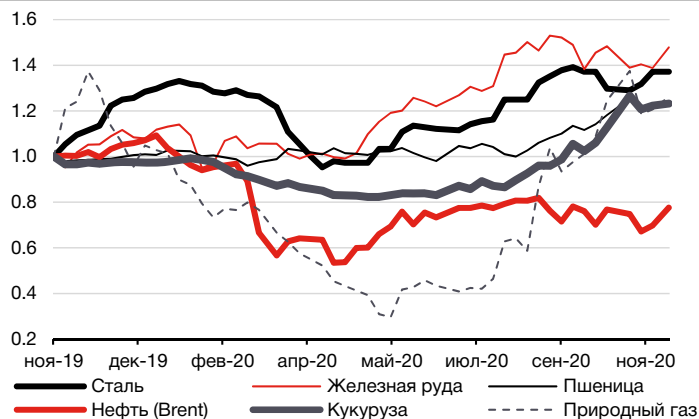
Процентные платежи включены в каждую категорию
(1) Долг государственных компаний
(2) Включают кредитные гарантии США
Источник: Bloomberg, Adamant Capital

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



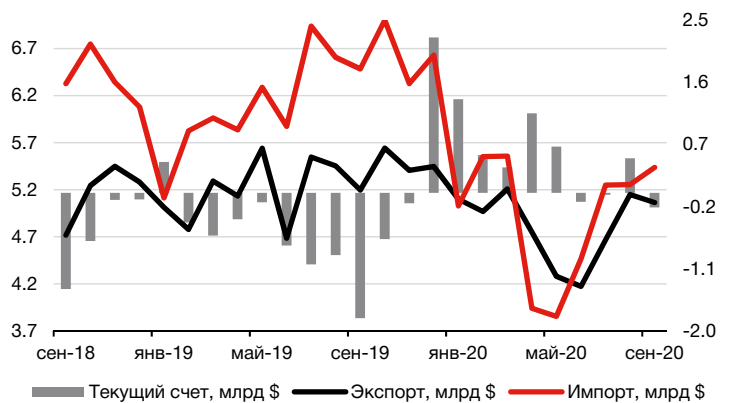
(1) Долг государственных компаний
(2) Включают кредитные гарантии США
Источник: Bloomberg, Adamant Capital

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%	-3.5%	-4.5%
Номинальный ВВП, млрд грн	933	1,112	1,115	3,975	846	868	1,105	3,948
Номинальный ВВП, млрд \$	35	44	46	154	34	32	40	146
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%	2.0%	4.3%
Государственный долг, % ВВП	55.4%	51.1%	50.3%	50.3%	56.3%	57.6%	59.0%	59.6%
Внешний государственный долг, % ВВП ⁴	36.0%	32.9%	31.6%	31.6%	31.6%	31.7%	32.5%	36.9%
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	60.7
Импорт товаров и услуг, млрд \$	18.3	20.3	20.0	75.5	16.1	12.3	15.9	62.3
Сальдо торгового баланса, млрд \$	-2.8	-4.0	-3.5	-12.1	-0.9	0.9	-1.1	-1.7
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	4.9	107.3	0.4	2.5	1,355
Украина 2024	Держать	-	9.0	фев-24	5.5	110.1	0.5	2.8	750
Украина 2027	Держать	-	7.8	сен-27	6.2	108.2	1.7	5.4	1,307
Украина 2028	Держать	-	9.8	ноя-28	7.0	116.5	1.5	5.9	1,600
Украина 2032	Держать	-	7.4	сен-32	6.9	104.1	1.9	7.8	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	26.8	65.1	-0.4	2.8	1,344
Кернел 2022	Держать	27-окт-20	8.8	янв-22	4.4	105.0	0.6	1.1	213
Кернел 2024	Держать	27-окт-20	6.5	окт-24	5.5	103.4	1.4	3.3	300
Кернел 2027	Держать	27-окт-20	6.8	окт-27	6.4	101.7	0.9	4.3	300
Метинвест 2023	Держать	27-окт-20	7.8	апр-23	5.9	104.1	1.2	2.0	311
Метинвест 2025 (в евро)	Держать	27-окт-20	5.6	июл-25	6.3	97.5	1.8	4.0	333
Метинвест 2026	Держать	27-окт-20	8.5	апр-26	7.3	105.1	1.7	4.3	648
Метинвест 2027	Держать	27-окт-20	7.7	окт-27	7.3	101.9	1.6	5.4	333
Метинвест 2029	Держать	27-окт-20	7.8	окт-29	7.6	100.7	2.0	6.6	500
МХП 2024	Держать	27-окт-20	7.8	май-24	5.3	107.7	1.8	3.1	500
МХП 2026	Держать	27-окт-20	7.0	апр-26	6.0	104.2	1.9	4.6	550
МХП 2029	Держать	27-окт-20	6.3	сен-29	6.5	98.6	1.9	6.8	350
Нафтогаз 2022	Покупать	29-сен-20	7.4	июл-22	5.9	102.3	0.3	1.6	335
Нафтогаз 2024 (в евро)	Покупать	29-сен-20	7.1	июл-24	7.1	100.0	2.3	3.3	672
Ощадбанк 2023	Покупать	10-ноя-20	9.4	мар-23	6.3	103.8	0.3	1.2	175
Ощадбанк 2025	Покупать	10-ноя-20	9.6	мар-25	7.5	104.4	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	30.0	0.0	нс	175
УЖД 2021	Продавать	27-окт-20	9.9	сен-21	8.2	100.9	0.0	0.6	100
УЖД 2024	Продавать	27-окт-20	8.3	июл-24	7.7	101.8	1.6	3.1	595
Укрлендфарминг, в дефолте	Продавать	13-июн-17	10.9	мар-18	нс	4.6	0.0	нс	150
Укрэксимбанк 2021 (в гривне)	Покупать	10-ноя-20	16.5	мар-21	19.7	99.0	0.0	0.3	188
Укрэксимбанк 2022	Покупать	10-ноя-20	9.6	апр-22	5.5	103.7	0.5	0.9	600
Укрэксимбанк 2025	Покупать	10-ноя-20	9.8	янв-25	5.9	104.5	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
МХП - финансовые результаты за 3кв20	Точная	18-ноя
ГССУ - статистика по сельхозпроизводству	Точная	18-ноя
ГССУ - статистика по товарообороту	Точная	20-ноя
ГССУ - статистика по транспорту	Точная	20-ноя
ГССУ - статистика промышленности	Точная	23-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.