

Еженедельный обзор

- Минфин привлек 0.6 млрд \$ от доразмещения еврооблигаций и 0.6 млрд евро макрофинансовой помощи от ЕС
- НБУ оставил учетную ставку равной 6.0%
- Инфляция в ноябре составила 3.8% г/г и 1.3% м/м

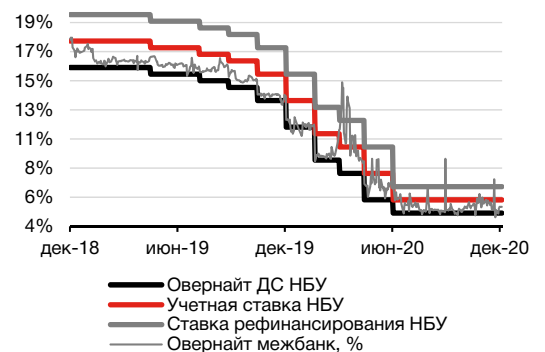
Минфин привлек 0.6 млрд \$ от доразмещения еврооблигаций и 0.6 млрд евро макрофинансовой помощи от ЕС. Цена дополнительного выпуска евробондов-2033 с купоном 7.253% и объемом в 2 млрд \$ составила 108.91% от номинала (эквивалентно доходности в 6.20%). ЕС предоставил первый транш в рамках программы MFA V на 1.2 млрд евро, которая была утверждена в июле. Также Всемирный банк принял решение выделить Украине 300 млн \$ кредита для поддержки программы гарантированного минимального дохода. Согласно заявлению министра финансов Марченко, 170 млн \$ из этой суммы будут получены до конца 2020.

Наше мнение: Успешное привлечение властями почти 1.5 млрд \$ внешнего финансирования на этой неделе без предварительного согласия относительно программы (staff-level agreement) от МВФ оказалось для нас сюрпризом. Такой расклад, скорее всего, свидетельствует о том, что официального заявления от Фонда до 31 декабря уже не последует. Тем не менее, поскольку Минфин с начала месяца уже привлек на внутреннем рынке в чистом виде рекордные 1.7 млрд \$ (чему, несомненно, способствовали выданные НБУ 11 числа 5-летние кредиты рефинансирования на 0.4 млрд \$), имеющиеся объемы средств позволяют увеличить дефицит сводного бюджета до 5.0-6.0% от ВВП (лимитирующим фактором в данном случае выступит уже время, поскольку до конца года осталось всего две недели).

НБУ оставил учетную ставку равной 6.0%. Согласно опубликованному пресс-релизу, несмотря на повышение ИПЦ до 3.8% г/г в ноябре, регулятор по-прежнему считает, что данный уровень позволяет достичь баланса между недопущением резкого роста инфляции в среднесрочной перспективе и стимулированием экономики.

Наше мнение: Решение оставить ставку без изменений вполне закономерно. Учитывая, что инфляция ускоряется второй месяц подряд под влиянием как временных (рост цен на зерно и газ), так и фундаментальных (увеличение денежной массы на 39% г/г) факторов, и неопределенность относительно выполнения Украиной требований МВФ (бюджет-2021 еще не был принят, а закон, восстанавливающий уголовную ответственность за недостоверное декларирование чиновниками содержит неоднозначные нормы), обосновать снижение было достаточно трудно. В то же время, повышение ставки наверняка негативно восприняли бы в президентской администрации, в том числе, поскольку оно противоречит идеи сохранения мягкой монетарной политики для стимулирования экономического роста в период пандемии.

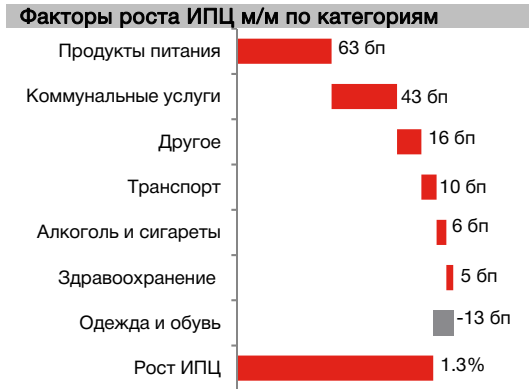
Динамика процентных ставок за 2 года



Источник: НБУ

Инфляция в ноябре составила 3.8% г/г и 1.3% 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, за исключением одежды и обуви, также увеличились.

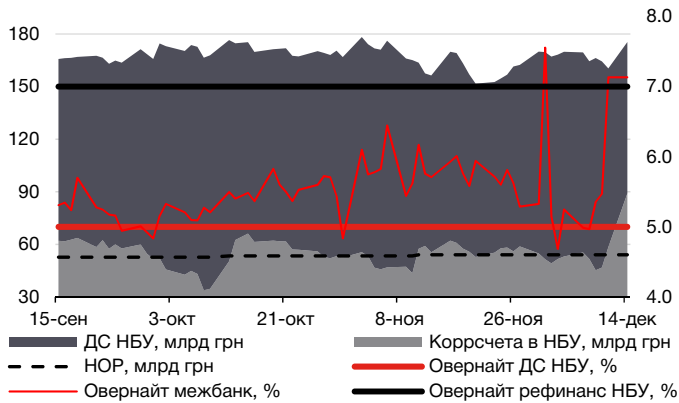
Наше мнение: Фактический показатель ИПЦ несколько превысил наши оценки в основном ввиду более значительного роста цен м/м на целый ряд продуктов питания. Хотя ни одна подкатегория не отклонилась от прогноза очень существенно (за исключением разве что овощей, стоимость которых подпрыгнула на 9.4%), суммарный эффект оказался масштабнее, чем предполагалось. Издержки потребителей на природный газ возросли в соответствии с ожиданиями, отразив смесь динамики цен Нафтогаза и газсбытов. Расходы на отопление и горячую воду выросли гораздо менее значительно, предположительно, ввиду экономии со стороны коммунальных служб (эмпирические наблюдения указывают на более низкие целевые показатели температуры, чем в прошлом году) и задержек с отражением более высокой себестоимости в тарифах. Принимая во внимание имеющиеся на текущий момент данные ценовых трекеров, а также наличие проинфляционных фундаментальных факторов (денежная масса – агрегат М1 – почти на 40% выше прошлогоднего), мы считаем, что в декабре ИПЦ достигнет 0.8% м/м, что эквивалентно 4.9% г/г (выше нашего предыдущего прогноза в 4.2%). В 2021 инфляция, по нашему мнению, продолжит ускоряться и в конце периода составит 6.2%.



Источник: ГССУ, Adamant Capital

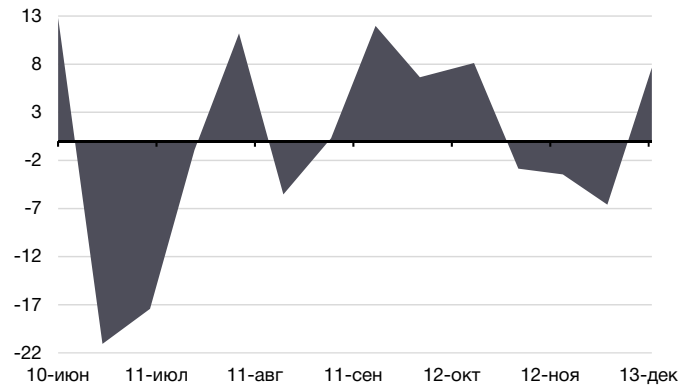
Приложение

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



Источник: НБУ, Adamant Capital

Приток от Госказначейства и ФГВФЛ в систему¹, млрд грн

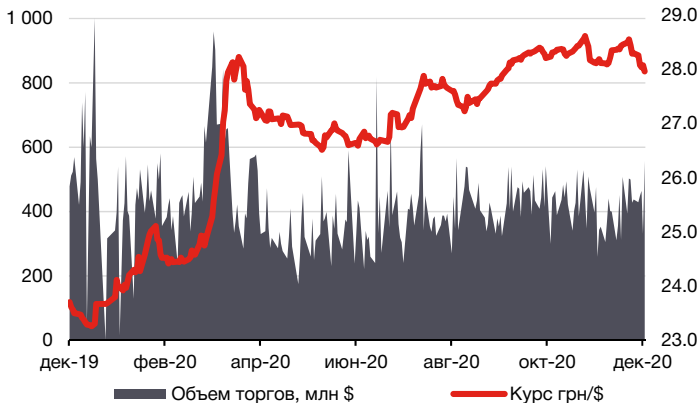


Точки на графике демонстрируют суммарные притоки по фискальному каналу за 10 рабочих дней
(1) Банковская система
Источник: НБУ

Ликвидность банковской системы (сумма коррсчетов в НБУ и депозитных сертификатов) увеличилась на 5.9 млрд грн до 175.4 млрд грн за неделю. Министерство финансов 15 декабря разместило облигации в гривне с погашением в марте 2021, июне 2021, июле 2021, октябре 2021, мае 2022, ноябре 2023 и феврале 2025 с доходностью 10.00%, 10.50%, 10.75%, 11.56%, 11.70%, 11.98% и 12.18% соответственно, а также в долларах США с погашением в октябре 2021 с доходностью 3.80% и в евро с погашением в ноябре 2021 с доходностью 2.50%. Общие заимствования составили 42.1 млрд грн и 266 млн \$ и 57 млн евро.

Межбанковский курс грн/\$ на этой неделе (с понедельника по понедельник) укрепился на 1.34%, открывшись на отметке 28.26 и закрывшись на уровне 27.88.

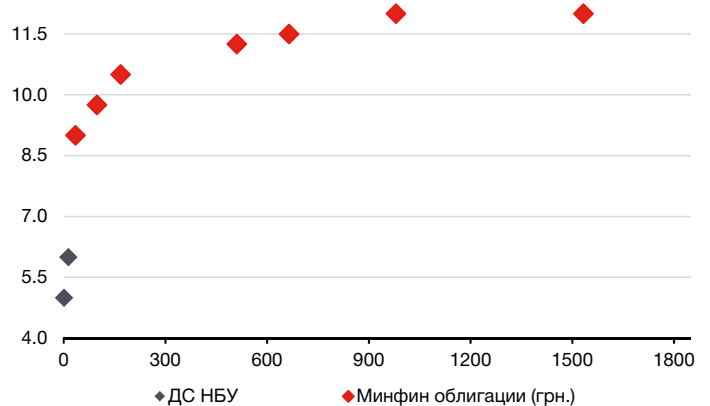
Курс валюты (пш) и объем межбанковских торгов (лш)



На основе официальных данных межбанковского рынка

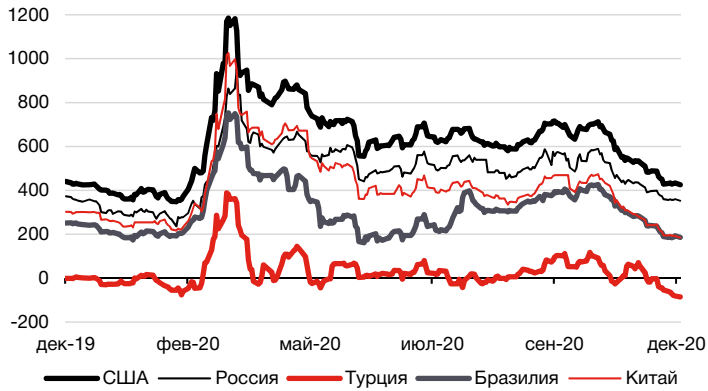
Источник: НБУ

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



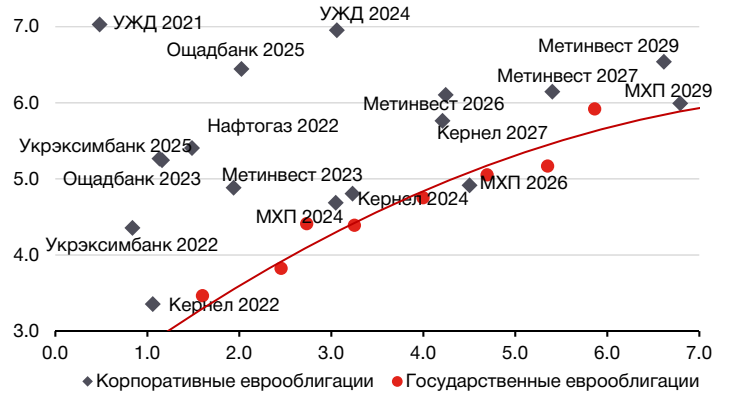
Источник: НБУ, Bloomberg, Adamant Capital

Премия 10 летней доходности Украины к другим странам, бп



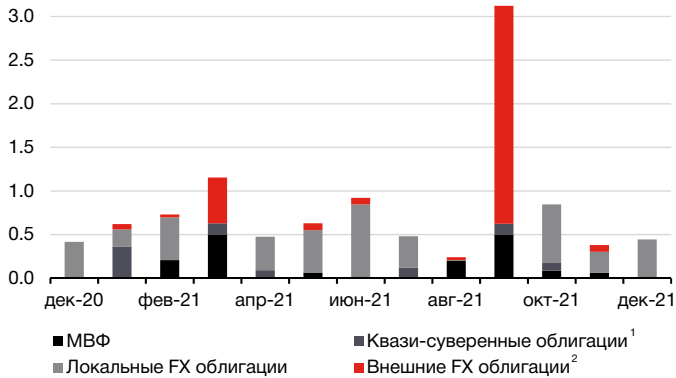
Источник: Bloomberg, Adamant Capital

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



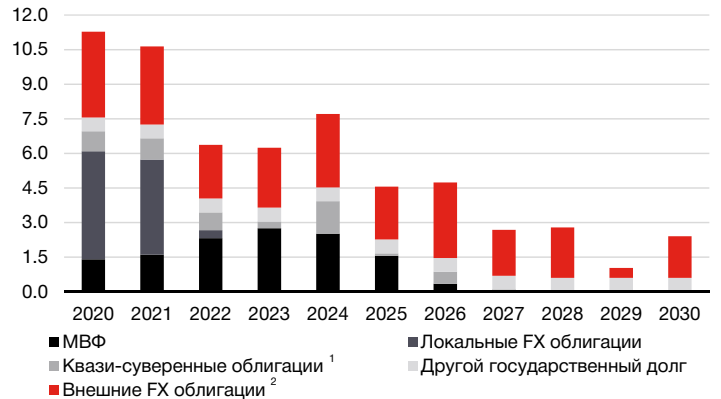
Источник: Bloomberg, Adamant Capital

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



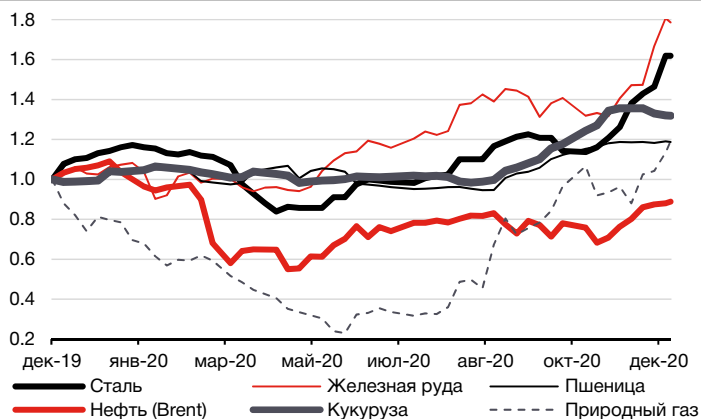
Процентные платежи включены в каждую категорию
(1) Долг государственных компаний
(2) Включают кредитные гарантии США
Источник: Bloomberg, Adamant Capital

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



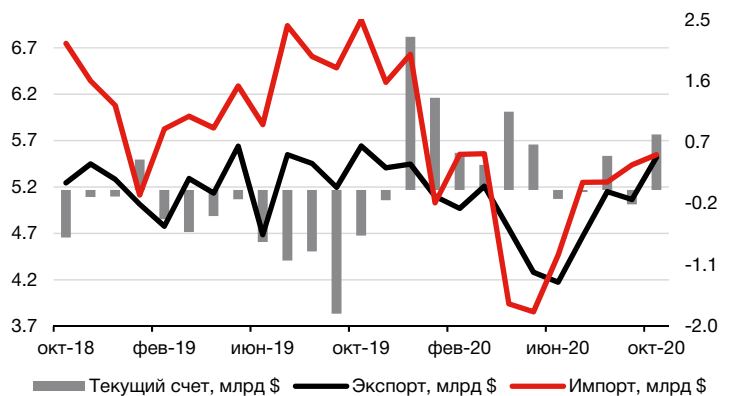
(1) Долг государственных компаний
(2) Включают кредитные гарантии США
Источник: Bloomberg, Adamant Capital

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								
	4кв19	2019	1кв20	2кв20	3кв20П	4кв20П	2020П	2021П
Рост реального ВВП, г/г %	1.5%	3.2%	-1.3%	-11.4%	-3.5%	-2.0%	-4.5%	3.5%
Номинальный ВВП, млрд грн	1,115	3,975	846	868	1,116	1,138	3,968	4,353
Номинальный ВВП, млрд \$	46	154	34	32	40	41	147	150
Рост дефлятора ВВП, г/г % ¹	4.7%	8.1%	5.1%	5.0%	4.0%	4.2%	4.5%	6.0%
ИПЦ (средний за период), г/г %	5.2%	7.9%	2.6%	2.1%	2.4%	3.8%	2.7%	6.6%
ИПЦ (на конец периода), г/г %	4.1%	4.1%	2.3%	2.4%	2.3%	4.9%	4.9%	6.2%
Дефицит бюджета, % ВВП ^{1,2}	2.1%	2.1%	2.3%	1.7%	3.4%	5.8%	5.8%	5.3%
Широкий дефицит бюджета, % ВВП ^{1,3}	2.1%	2.2%	2.3%	2.2%	4.0%	6.4%	6.4%	5.6%
Государственный долг, % ВВП	50.3%	50.3%	56.3%	57.6%	59.5%	60.0%	60.0%	62%
Внешний государственный долг, % ВВП ⁴	31.6%	31.6%	31.6%	31.7%	33.6%	34.8%	34.8%	37%
Общий внешний долг, млрд \$	122	122	120	123	125	127	127	133
Экспорт товаров и услуг, млрд \$	16.5	63.4	15.3	13.2	14.9	17.6	60.9	67.2
Импорт товаров и услуг, млрд \$	20.0	75.5	16.1	12.3	15.9	16.8	61.1	70.5
Сальдо торгового баланса, млрд \$	-3.5	-12.1	-0.9	0.9	-1.1	0.8	-0.2	-3.3
Текущий счет, млрд \$	1.4	-1.1	2.3	1.7	0.3	2.3	6.5	2.2
Финансовый счет, млрд \$ ⁵	-2.3	-10.2	2.4	0.4	2.0	-1.5	3.2	-2.2
Резервы НБУ, млрд \$	25.3	25.3	24.9	28.5	26.5	28.0	28.0	32.0
Средний курс на межбанке, грн/\$ ⁶	24.2	25.8	25.2	26.9	27.6	28.1	27.0	29.0
Курс на межбанке (на конец периода), грн/\$	23.7	23.7	27.6	26.7	28.3	28.0	28.0	29.5
Учетная ставка НБУ (на конец периода), %	13.5%	13.5%	10.0%	6.0%	6.0%	6.0%	6.0%	8.0%

(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	3.8	110.0	0.4	2.5	1,355
Украина 2024	Держать	-	9.0	фев-24	4.4	113.2	0.5	2.7	750
Украина 2027	Держать	-	7.8	сен-27	5.2	114.5	0.9	5.4	1,307
Украина 2028	Держать	-	9.8	ноя-28	5.9	123.8	1.9	5.9	1,600
Украина 2032	Держать	-	7.4	сен-32	6.1	110.8	0.8	7.8	3,000
Авангард, в дефолте	Продавать	9-апр-19	10.0	окт-18	нс	3.4	0.0	нс	214
ДТЭК 2024 в дефолте	Покупать	1-дек-20	10.8	дек-24	27.3	65.6	0.2	2.7	1,344
Кернел 2022	Покупать	1-дек-20	8.8	янв-22	3.4	105.9	0.1	1.1	213
Кернел 2024	Покупать	1-дек-20	6.5	окт-24	4.8	105.9	0.2	3.2	300
Кернел 2027	Покупать	1-дек-20	6.8	окт-27	5.8	105.5	0.2	4.2	300
Метинвест 2023	Держать	8-дек-20	7.8	апр-23	4.9	106.3	-0.7	1.9	311
Метинвест 2025 (в евро)	Держать	8-дек-20	5.6	июл-25	4.8	103.2	1.4	4.0	333
Метинвест 2026	Держать	8-дек-20	8.5	апр-26	6.1	110.8	0.2	4.2	648
Метинвест 2027	Держать	8-дек-20	7.7	окт-27	6.1	108.2	0.7	5.4	333
Метинвест 2029	Держать	8-дек-20	7.8	окт-29	6.5	108.0	0.7	6.6	500
МХП 2024	Держать	24-ноя-20	7.8	май-24	4.7	109.5	0.0	3.0	500
МХП 2026	Держать	24-ноя-20	7.0	апр-26	4.9	109.4	2.3	4.5	550
МХП 2029	Держать	24-ноя-20	6.3	сен-29	6.0	101.7	0.5	6.8	350
Нафтогаз 2022	Покупать	8-дек-20	7.4	июл-22	5.4	103.0	-0.1	1.5	335
Нафтогаз 2024 (в евро)	Покупать	8-дек-20	7.1	июл-24	6.0	103.6	0.3	3.2	672
Ощадбанк 2023	Покупать	10-ноя-20	9.4	мар-23	5.2	104.8	0.3	1.2	175
Ощадбанк 2025	Покупать	10-ноя-20	9.6	мар-25	6.4	106.4	0.0	2.0	225
ПриватБанк (10.250), в дефолте	-	-	10.3	янв-18	нс	30.0	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	7.0	101.3	0.1	0.5	100
УЖД 2024	Продавать	27-окт-20	8.3	июл-24	7.0	104.0	0.8	3.1	595
Укрлендфарминг, в дефолте	Продавать	13-июн-17	10.9	мар-18	нс	4.5	-0.2	нс	150
Укрэксимбанк 2021 (в гривне)	Покупать	10-ноя-20	16.5	мар-21	20.3	99.1	0.0	0.2	104
Укрэксимбанк 2022	Покупать	10-ноя-20	9.6	апр-22	4.4	104.4	0.0	0.8	384
Укрэксимбанк 2025	Покупать	10-ноя-20	9.8	янв-25	5.3	105.0	0.0	1.1	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 по сельхозпроизводству	Точная	17-дек
НБУ - валовый внешний долг страны 3кв20	Точная	18-дек
ГССУ - ВВП за 3кв20	Точная	21-дек
ГССУ - статистика по транспорту	Точная	21-дек
ГССУ - статистика по товарообороту	Точная	21-дек

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.