

Еженедельный обзор

- Парламент принял государственный бюджет-2021 с дефицитом в 5.5% от ВВП
- Миссия МВФ начала проводить встречи в онлайн-формате с украинскими властями
- Реальный ВВП в 3кв20 снизился на 3.5% г/г (окончательная оценка)

Парламент принял государственный бюджет-2021 с дефицитом в 5.5% от ВВП. Согласно нашим оценкам, доходы сводного бюджета, по сравнению с первой версией законопроекта, были пересмотрены вверх на 1% до 1,430 млрд грн (+6% г/г). Расходы практически не изменились, составив 1,666 млрд грн (+11% г/г). Финальная редакция также предусматривает сокращение чистых заимствований на внутреннем рынке (до 128 млрд грн с 207 млрд грн ранее) и рост объемов внешних кредитов (до 106 млрд грн с 57 млрд грн ранее). Ожидаемые поступления от приватизации были увеличены вдвое до 12 млрд грн.

Наше мнение: После переговоров с МВФ Минфин сократил ожидаемый дефицит бюджета на 0.5пп от ВВП, практически не пересмотрев при этом объемы расходов. Компромисса удалось достичь, наверняка, благодаря более высоким доходам в 2020, план по которым, видимо, будет перевыполнен практически на 5%. В то же время, несмотря на то, что ожидаемый рост поступлений в целом составляет всего 6% г/г (против увеличения номинального ВВП на 14%), резкое падение неналоговых сборов должно будет быть компенсировано еще более значительными притоками от НДС. Администрирование последнего, по нашим оценкам, существенно ужесточилось во второй половине 2020 (соотношение чистого НДС к ВВП в 3кв20 достигло 9.5% против 8.4% в прошлом году), ввиду острой нехватки средств на счетах Госказначейства, что может свидетельствовать о наличии слишком большой нагрузки на бизнес и необходимости послаблений на 2021. Объем заимствований на внутреннем рынке (чистые займы составляют 4.4 млрд \$, что чуть больше, чем в 2020), выглядит зависимым от мягкой монетарной политики Нацбанка, которую, вполне вероятно, придется ужесточать на фоне уже наступившего роста денежной массы (M1) на 40% г/г. Размер внешнего финансирования и поступлений от приватизации возможен, по нашему мнению, только если власти возобновят реализацию реформ. В целом, мы считаем, что риски выполнения бюджета-2021 являются повышенными, но контролируемы.

Сводный бюджет-2021, млрд грн

| | 2021Ф | 2021П | Ф/П | 2020 | г/г |
|----------------------|--------------|--------------|------------|--------------|------------|
| Доходы | 1,430 | 1,409 | 1% | 1,345 | 6% |
| НДС | 469 | 463 | 1% | 396 | 18% |
| Локальный НДС | 136 | 131 | 4% | 123 | 10% |
| Импортный НДС | 333 | 333 | 0% | 273 | 22% |
| Налог на прибыль | 118 | 116 | 2% | 116 | 1% |
| Акцизы | 154 | 154 | 0% | 149 | 4% |
| НДФЛ | 349 | 351 | 0% | 294 | 19% |
| Рента | 46 | 45 | 1% | 36 | 25% |
| Импортные пошлины | 32 | 30 | 8% | 30 | 7% |
| Местные налоги | 84 | 84 | 0% | 75 | 12% |
| Неналоговые доходы | 167 | 155 | 8% | 230 | -27% |
| Трансферты НБУ | 33 | 33 | 0% | 43 | -23% |
| Переводы госкомп | 29 | 25 | 17% | 76 | -62% |
| Другое | 11 | 11 | 0% | 18 | -37% |
| Расходы | 1,666 | 1,668 | 0% | 1,498 | 11% |
| Зарплаты | 514 | 514 | 0% | 442 | 16% |
| Обслуживание долга | 162 | 163 | -1% | 130 | 25% |
| Соцобеспечение | 323 | 331 | -2% | 318 | 1% |
| Другое | 667 | 660 | 1% | 608 | 10% |
| Кредитование | 11 | 11 | 0% | 11 | -6% |
| Дефицит | 247 | 270 | -9% | 165 | 50% |
| % ВВП | 5.5% | 6.0% | -0.5пп | 4.1% | 1.4пп |
| Номинальный ВВП | 4,506 | 4,506 | 0% | 4,009 | 12% |
| Среднегодовой ИПЦ | 8.1% | 8.1% | 0пп | 2.7% | 5.4пп |
| Обменный курс грн/\$ | 29.1 | 29.1 | 0% | 27.0 | 8% |

Примечание: 2020Ф и 2020П – финальная и первая редакция бюджета. Цифры за 2020 год являются прогнозами Adamant Capital

Источник: Государственная казначейская служба Украины, ГССУ, Adamant Capital

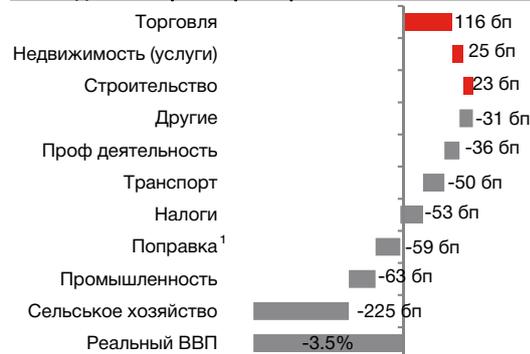
Миссия МВФ начала проводить встречи в онлайн-формате с украинскими властями. Согласно заявлению постоянного представителя Фонда Йоста Люнгмана, предметом обсуждений станут “последние экономические события, а также меры и реформы, необходимые для завершения первой оценки”. В связи с праздниками, после 23 декабря переговоры будут приостановлены, и возобновятся уже в январе. По словам премьер-министра Шмыгаля, правительство ожидает получения нового транша в феврале или марте.

Наше мнение: Анонсированный график подтверждает наши ожидания относительно сроков договоренности (staff level agreement) на рабочем уровне (не будет достигнута до конца 2020). Хотя основные параметры государственного бюджета на 2021, по всей видимости, согласовать уже удалось, Фонд, вероятно, будет настаивать на дополнительных действиях по антикоррупционному направлению. К списку может добавиться требование принять в парламенте поправки к закону о банках, которые пока только были поданы депутатам на рассмотрение. В целом, мы считаем, что получение транша в первом квартале, как ожидает премьер, вполне возможно, однако не исключаем, что власть может столкнуться с новыми внутренними кризисами, которые приведут к дополнительным задержкам. С другой стороны, при положительном раскладе, МВФ может дать согласие на существенное увеличение размера следующего транша (сейчас 0.7 млрд \$), поскольку срок действия программы истекает уже в октябре (в сумме, выплатить можно еще 3 млрд \$). Такой сценарий особенно вероятен, если власти выполнят оставшиеся в документе требования и, при этом, не нарушат уже достигнутые ранее договоренности.

Реальный ВВП в 3кв20 снизился на 3.5% г/г (окончательная оценка). Финальная цифра, по сравнению с предварительными расчетами ГССУ сделанными в ноябре, пересмотрена не была.

Наше мнение: Судя по опубликованным данным по добавленной стоимости каждого сектора, наш октябрьский прогноз не отражал в полной мере степень восстановления как производственной части экономики (измеряется ИСП) так и сферы услуг после карантина. Реальный ВВП также продемонстрировал лучшую динамику, чем можно было предположить исходя из высокочастотных показателей. Так, добавленная стоимость от торговли, к примеру, выросла в целом на 9.7% г/г несмотря на увеличение объемов оптовых продаж всего на 6.5% (ритейл «показал» +9.6%). Вклад от транспорта сократился лишь на 8.4%, хотя пассажирооборот рухнул на 40-60% г/г. Финансовый сектор сгенерировал ВВП примерно столько же, сколько в прошлом году, несмотря на снижение операционной прибыли банковской системы на 13% (без учета переоценки и отчислений в резервы). Сюрпризом также стал объем роста в сфере услуг: недвижимость +4.3% по сравнению с -5.9% во 2кв20, телекоммуникации +4.5% против -4.2%, и гостинично-ресторанный бизнес -18% против -58%. В целом, вышеперечисленные наблюдения позволяют нам несколько более оптимистично оценивать перспективы экономики в 4кв20. В то же время, этих предпосылок недостаточно для того чтобы значимо повлиять на уже существующий годовой прогноз (остается равным -4.5%). Однако на 2021 мы свои ожидания пересмотрели: рост ВВП теперь предполагается равным 4.0%, вместо 3.5% ранее.

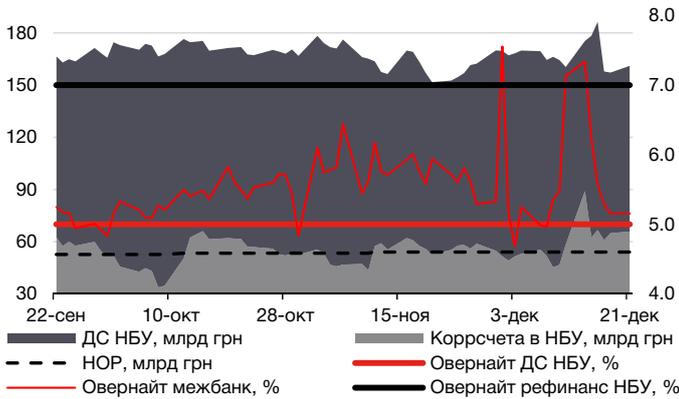
Вклады секторов в рост реального ВВП 3кв20



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

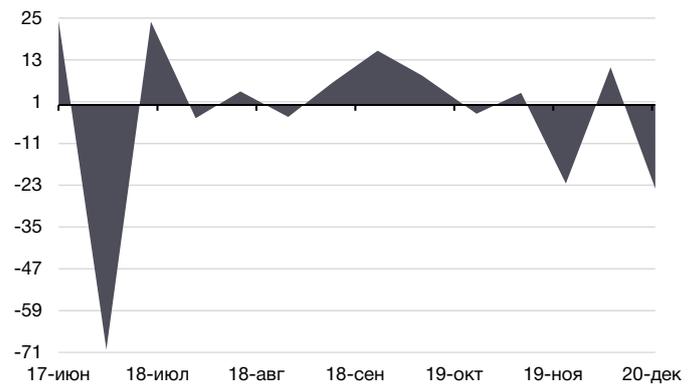
Приложение

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



Источник: НБУ, Adamant Capital

Приток от Госказначейства и ФГВФЛ в систему¹, млрд грн

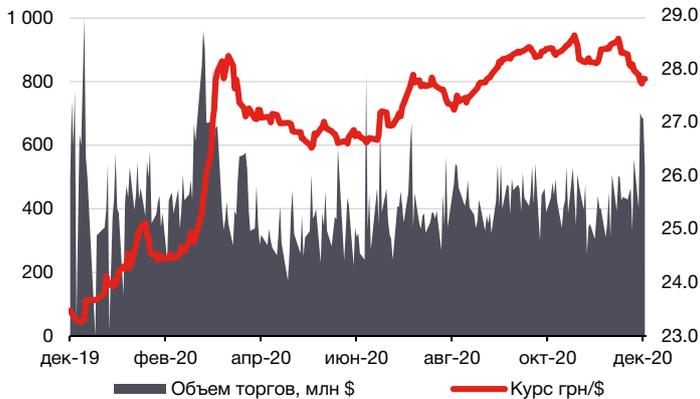


Точки на графике демонстрируют суммарные притоки по фискальному каналу за 10 рабочих дней
(1) Банковская система
Источник: НБУ

Ликвидность банковской системы (сумма коррсчетов в НБУ и депозитных сертификатов) сократилась на 14.4 млрд грн до 161.0 млрд грн за неделю. Министерство финансов 22 декабря разместило облигации в гривне с погашением в марте 2021, апреле 2021, июле 2021, декабре 2021, июне 2022, феврале 2023, ноябре 2023, мае 2024 и феврале 2025 с доходностью 10.00%, 10.25%, 10.75%, 11.62%, 11.75%, 11.85%, 12.00%, 12.15% и 12.25% соответственно, а также в долларах США с погашением в декабре 2021 с доходностью 3.80%. Общие заимствования составили 18.3 млрд грн и 138 млн \$.

Межбанковский курс грн/\$ на этой неделе (с понедельника по понедельник) девальвировал на 0.39%, открывшись на отметке 27.88 и закрывшись на уровне 27.99.

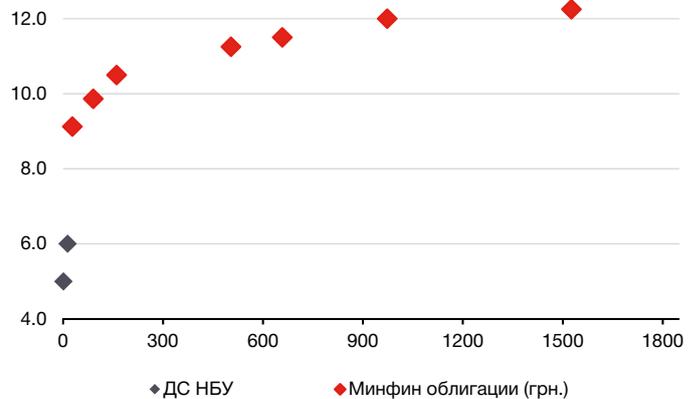
Курс валюты (пш) и объем межбанковских торгов (лш)



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



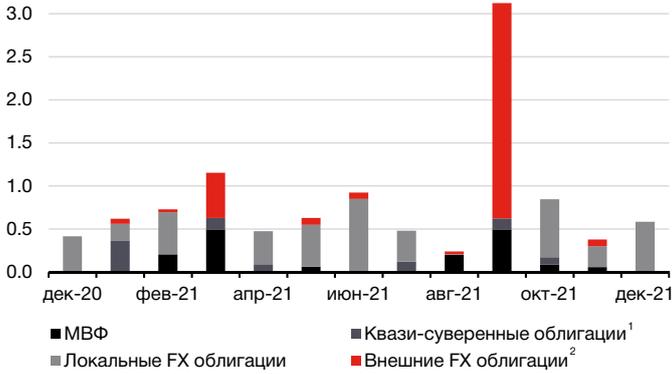
Источник: Bloomberg, Adamant Capital

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



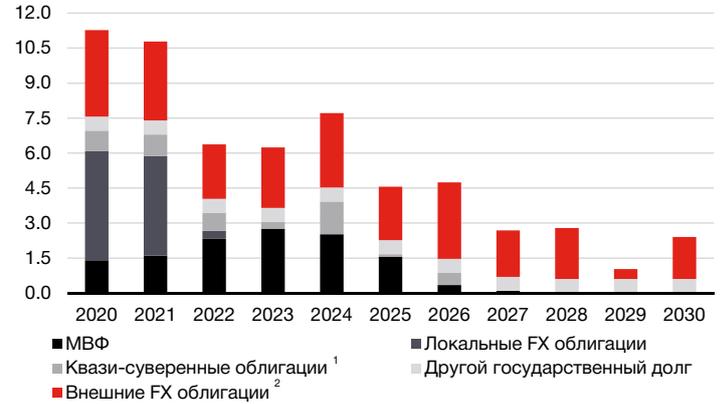
Источник: Bloomberg, Adamant Capital

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



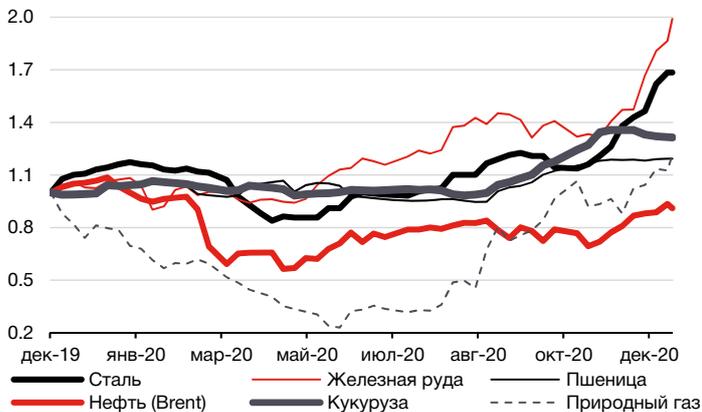
Процентные платежи включены в каждую категорию
(1) Долг государственных компаний
(2) Включают кредитные гарантии США
Источник: Bloomberg, Adamant Capital

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



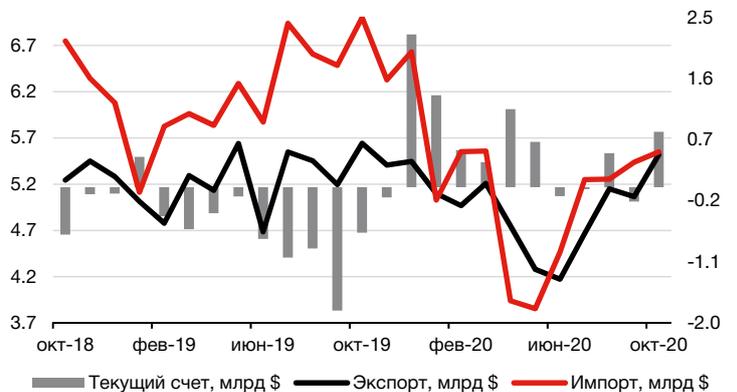
(1) Долг государственных компаний
(2) Включают кредитные гарантии США
Источник: Bloomberg, Adamant Capital

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 | 3кв20 | 4кв20П | 2020П | 2021П |
| Рост реального ВВП, г/г % | 1.5% | 3.2% | -1.3% | -11.4% | -3.5% | -2.0% | -4.5% | 4.0% |
| Номинальный ВВП, млрд грн | 1,115 | 3,975 | 846 | 868 | 1,158 | 1,138 | 4,009 | 4,420 |
| Номинальный ВВП, млрд \$ | 46 | 154 | 34 | 32 | 42 | 41 | 149 | 152 |
| Рост дефлятора ВВП, г/г % ¹ | 4.7% | 8.1% | 5.1% | 5.0% | 7.9% | 4.2% | 5.6% | 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% | 3.3% | 5.8% | 5.8% | 5.3% |
| Широкий дефицит бюджета, % ВВП ^{1,3} | 2.1% | 2.2% | 2.3% | 2.2% | 3.9% | 6.4% | 6.4% | 5.6% |
| Государственный долг, % ВВП | 50.3% | 50.3% | 56.3% | 57.6% | 58.8% | 59.3% | 59.3% | 61% |
| Внешний государственный долг, % ВВП ⁴ | 31.6% | 31.6% | 31.6% | 31.7% | 33.3% | 34.4% | 34.4% | 36% |
| Общий внешний долг, млрд \$ | 122 | 122 | 120 | 123 | 123 | 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 | 3.9 | 109.6 | -0.5 | 2.4 | 1,355 |
| Украина 2024 | Держать | - | 9.0 | фев-24 | 4.6 | 112.7 | -0.6 | 2.7 | 750 |
| Украина 2027 | Держать | - | 7.8 | сен-27 | 5.4 | 112.8 | -1.9 | 5.3 | 1,307 |
| Украина 2028 | Держать | - | 9.8 | ноя-28 | 6.1 | 122.3 | -1.6 | 5.8 | 1,600 |
| Украина 2032 | Держать | - | 7.4 | сен-32 | 6.3 | 108.9 | -1.9 | 7.7 | 3,000 |
| Авангард, в дефолте | Продавать | 9-апр-19 | 10.0 | окт-18 | нс | 3.6 | 0.7 | нс | 214 |
| ДТЭК 2024 в дефолте | Покупать | 1-дек-20 | 10.8 | дек-24 | 29.8 | 62.0 | -3.6 | 2.6 | 1,344 |
| Кернел 2022 | Покупать | 1-дек-20 | 8.8 | янв-22 | 3.3 | 105.9 | 0.3 | 1.0 | 213 |
| Кернел 2024 | Покупать | 1-дек-20 | 6.5 | окт-24 | 4.7 | 106.1 | -0.1 | 3.2 | 300 |
| Кернел 2027 | Покупать | 1-дек-20 | 6.8 | окт-27 | 5.7 | 105.6 | -0.3 | 4.2 | 300 |
| Метинвест 2023 | Держать | 8-дек-20 | 7.8 | апр-23 | 4.8 | 106.5 | -0.3 | 1.9 | 311 |
| Метинвест 2025 (в евро) | Держать | 8-дек-20 | 5.6 | июл-25 | 4.8 | 103.5 | 0.2 | 4.0 | 333 |
| Метинвест 2026 | Держать | 8-дек-20 | 8.5 | апр-26 | 6.1 | 110.7 | 0.1 | 4.2 | 648 |
| Метинвест 2027 | Держать | 8-дек-20 | 7.7 | окт-27 | 6.0 | 109.1 | -0.4 | 5.4 | 333 |
| Метинвест 2029 | Держать | 8-дек-20 | 7.8 | окт-29 | 6.4 | 109.0 | -0.6 | 6.6 | 500 |
| МХП 2024 | Держать | 24-ноя-20 | 7.8 | май-24 | 4.7 | 109.4 | -0.2 | 3.0 | 500 |
| МХП 2026 | Держать | 24-ноя-20 | 7.0 | апр-26 | 4.9 | 109.4 | -0.2 | 4.5 | 550 |
| МХП 2029 | Держать | 24-ноя-20 | 6.3 | сен-29 | 6.0 | 102.0 | -0.3 | 6.8 | 350 |
| Нафтогаз 2022 | Покупать | 8-дек-20 | 7.4 | июл-22 | 5.5 | 102.7 | -0.4 | 1.5 | 335 |
| Нафтогаз 2024 (в евро) | Покупать | 8-дек-20 | 7.1 | июл-24 | 6.0 | 103.5 | -0.2 | 3.2 | 672 |
| Ощадбанк 2023 | Покупать | 10-ноя-20 | 9.4 | мар-23 | 5.2 | 104.7 | -0.1 | 1.1 | 175 |
| Ощадбанк 2025 | Покупать | 10-ноя-20 | 9.6 | мар-25 | 6.3 | 106.7 | 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 | 6.9 | 101.3 | -0.1 | 0.5 | 100 |
| УЖД 2024 | Продавать | 27-окт-20 | 8.3 | июл-24 | 7.0 | 103.9 | 0.0 | 3.0 | 595 |
| Укрлендфарминг, в дефолте | Продавать | 13-июн-17 | 10.9 | мар-18 | нс | 4.0 | -0.7 | нс | 150 |
| Укрэксимбанк 2021 (в гривне) | Покупать | 10-ноя-20 | 16.5 | мар-21 | 20.7 | 99.1 | 0.0 | 0.2 | 104 |
| Укрэксимбанк 2022 | Покупать | 10-ноя-20 | 9.6 | апр-22 | 4.5 | 104.2 | -0.2 | 0.8 | 384 |
| Укрэксимбанк 2025 | Покупать | 10-ноя-20 | 9.8 | янв-25 | 5.2 | 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 промышленности | Точная | 23-дек |
| Метинвест - отчет за октябрь | Индикативная | 28-дек |
| Казначейство - месячный отчет по госбюджету | Индикативная | 28-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.