

Еженедельный обзор

- Украина наложила санкции в отношении трех пророссийских телеканалов
- Валютные резервы НБУ в январе сократились на 0.3 млрд \$ до 28.8 млрд \$
- Потребительская инфляция в январе составила 6.1% г/г
- ДТЭК согласовал условия реструктуризации с кредиторами

Украина наложила санкции в отношении трех пророссийских телеканалов и их владельца, нынешнего депутата ОПЗЖ.

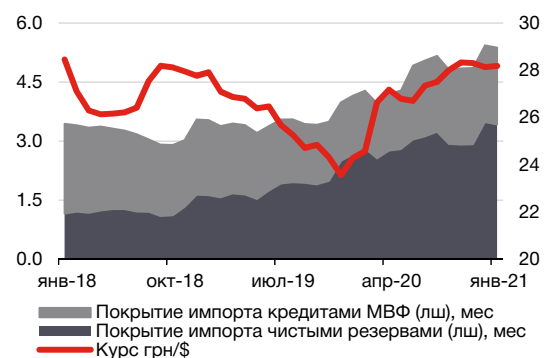
Соответствующий указ президента, вводящий в действие решение Совета национальной безопасности и обороны, был издан 2 февраля. В своем телеобращении Зеленский обвинил телеканалы в распространении пропаганды, которую финансирует и направляет Кремль. Посольство США в Украине поддержало инициативу в официальном аккаунте Twitter, назвав ее усилием по противодействию “пагубному влиянию России”.

Наше мнение: Решение Зеленского заблокировать три телеканала, которые де факто находятся под контролем близкого соратника Путина Медведчука, демонстрирует важные изменения в его отношении к внешней политике. Если в начале своего срока президент делал акцент на кооперации, граничащей с потаканием, властям РФ, то данный шаг четко намечает траекторию противодействия. С учетом того, что многие лица, которые задействованы в пророссийской пропаганде активно участвуют и в борьбе с антикоррупционными институтами (НАБУ и НАЗК), мы считаем эту перемену весьма положительной. Последствием таких действий для Зеленского может стать ослабление влияния в парламенте. Его партия не находит точек соприкосновения с БПП, которые являются потенциальными союзниками по внешней политике (контролируют 6% мест), и теперь столкнется с активным противодействием со стороны Оппозиционного блока (около 10% мест).

Валютные резервы НБУ в январе сократились на 0.3 млрд \$ до 28.8 млрд \$. Отток был вызван, прежде всего, процентными и амортизационными платежами по государственному долгу в размере 0.2 млрд \$. Объем чистых резервов в данный момент покрывает 3.4 месяца импорта.

Наше мнение: Опубликованная цифра оказалась несколько ниже наших оценок ввиду менее значительного объема размещенных ОВГЗ и чистой покупки валюты Нацбанком (всего 50 и 30 млн \$ соответственно). Однако эти факторы особо не влияют на наш прогноз резервов на конец года. Мы продолжаем считать, что государство сможет провести ролlover валютных ОВГЗ и получить 2.0 млрд \$ от МВФ, 2.1 млрд \$ от ЕС и Мирового банка, а также привлечь 2.5 млрд \$ на внешних рынках капитала. Предполагая, что НБУ выкупит на межбанковском рынке порядка 4.0 млрд \$ (против 1.0 млрд \$ в 2020 и 8.0 млрд \$ в 2019) валютные резервы в 2021 должны достигнуть 33.7 млрд \$.

Покрытие импорта резервами и курс грн/\$

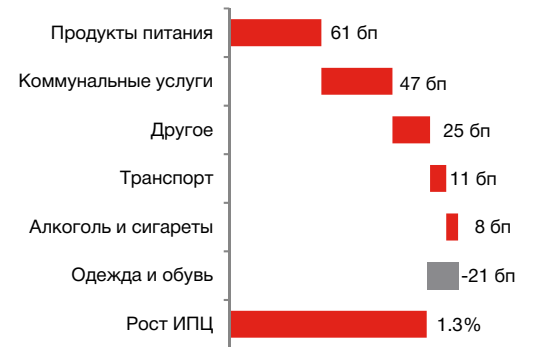


*Примечание: при расчёте покрытия импорта резервами используется средний объем импорта за последние 12 месяцев
Источник: НБУ, Adamant Capital*

Потребительская инфляция в январе составила 6.1% г/г. В месячном сопоставлении данный показатель достиг 1.3% м/м. Основными источниками роста стали продукты питания (+1.4% м/м) и коммунальные услуги (+6.0%). Цены на одежду и обувь продемонстрировали сезонное падение.

Наше мнение: Фактический ИПЦ оказался несколько ниже наших оценок ввиду неожиданного пересмотра тарифов на газ для населения частью поставщиков. Данное событие стало полным сюрпризом, ведь принятое в середине января постановление правительства об ограничении цены на уроне 6.99 грн/м³ вступило в силу лишь с 1 февраля. Дополнительный фактор отклонения динамики от прогноза - менее существенное подорожание фруктов и овощей, чем предсказывали трекаеры онлайн ресурсов. Хотя, при прочих равных, первое подразумевает более низкий уровень инфляции в прогнозном периоде, мы пока воздерживаемся от корректировок, поскольку определяющим все же станет уровень цен на газ после отмены ограничений Кабмина. Касательно последнего, стоит отметить, что рост цен на овощи и фрукты все еще может проявиться в феврале. Примечательно, что подорожание потребительской корзины коснулось большинства категорий товаров и услуг. Это, по нашему мнению, свидетельствует о наличии факторов фундаментального инфляционного давления. Из основных мы выделяем скачок денежной массы (агрегат М1 в декабре находился на 36% прошлогоднего уровня) и рост минимальной зарплаты на 20% с 1 января.

Факторы роста ИПЦ м/м по категориям



Источник: ГССУ, Adamant Capital

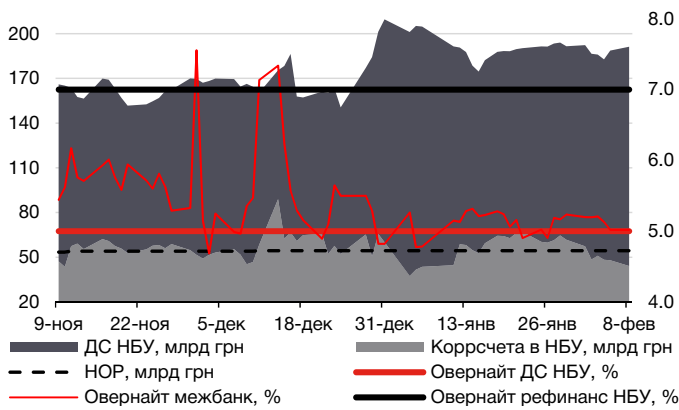
ДТЭК согласовал условия реструктуризации с кредиторами.

Исходя из официального заявления, опубликованного 8 февраля, комитеты держателей еврооблигаций и банков-кредиторов приняли последнее предложение компании. Новые положения предполагают конвертацию всех бумаг и займов (вместе с начисленными, но невыплаченными процентами) в два транша: (1) облигации ДТЭК Нефтегаз на 450 млн \$ (со сроком погашения в 2026 и амортизационными платежами в 50 млн \$ начиная с декабря 2023, а также купоном в 6.75%) и (2) новые облигации DTEK Finance PLC на оставшуюся сумму (порядка 1.6 млрд \$) со сроком погашения в 2027 и амортизационным платежами в 20 млн \$ с выплатой два раза в год начиная с июня 2022, и купоном в 7.0% с частичной капитализацией процентов по схеме PIK (payment in kind). Последние бумаги будут также дополнены положением о выплатах, согласно которому избыточные денежные средства (среднедневной остаток за любой полугодовой период, превышающий сумму в 50 млн \$ после выплаты процентов, в том числе капитализированных) будут направлены на выкуп посредством голландских аукционов. Более того, новые еврооблигации будут обеспечены 100% акций DTEK Energy B.V., и кредиторы смогут назначить независимого члена наблюдательного совета с правом вето на все соглашения по продаже и покупке активов, а также аффилированные сделки. Капитальные затраты будут ограничены бизнес-планом, предоставленным кредиторам в июле (неиспользованная сумма может быть перенесена вперед только на один год).

Наше мнение: Новые условия существенно улучшились по сравнению с объявленными в ноябре. Доля бумаг ДТЭК Нефтегаз была увеличена с 350 до 450 млн \$, что больше соответствует сумме задолженности перед ДТЭК Энерго, а переменную процентную ставку заменили капитализацией. Обеспечения займа (подробности в прошлый раз не разглашались) и изменения в корпоративном управлении также выглядят очень благоприятно для кредиторов. В целом, согласно нашим расчетам, при ставке дисконтирования в 8.5% (премия в 230 бп к облигациям 2027 «сестринской» компании Метинвест) конвертация предполагает справедливую стоимость находящихся в обращении бумаг в размере 95-100% от номинала. Поскольку в настоящее время они торгуются на уровне 78-80%, мы продолжаем рекомендовать их к покупке.

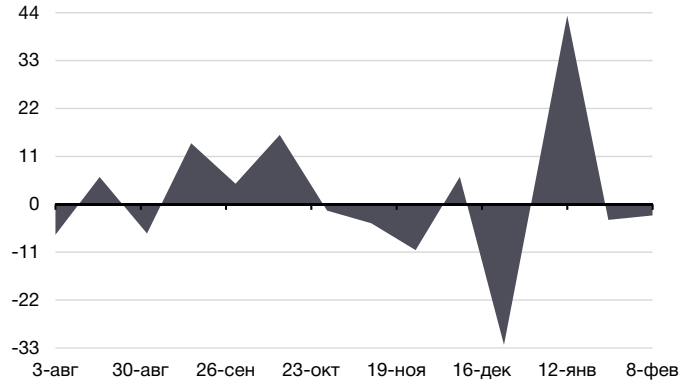
Приложение

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



Источник: НБУ, Adamant Capital

Приток от Госказначейства и ФГВФЛ в систему¹, млрд грн

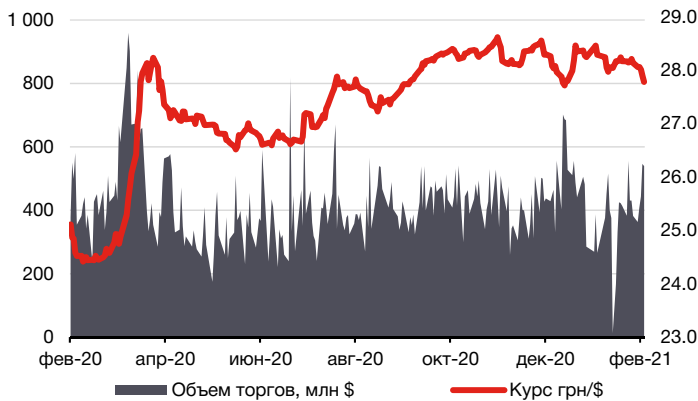


Точки на графике демонстрируют суммарные притоки по фискальному каналу за 10 рабочих дней
 (1) Банковская система
 Источник: НБУ

Ликвидность банковской системы (сумма коррсчетов в НБУ и депозитных сертификатов) сократилась на 1.0 млрд грн до 191.2 млрд грн за неделю. Министерство финансов 9 февраля разместило облигации в гривне с погашением в августе 2021, феврале 2022, июне 2022, апреле 2023, мае 2024 и мае 2027 с доходностью 9.89%, 11.15%, 11.74%, 11.90%, 12.15% и 12.50% соответственно, а также в долларах США с погашением в апреле 2022 с доходностью 3.90%. Общие заимствования составили 7.4 млрд грн и 207 млн \$.

Межбанковский курс грн/\$ на этой неделе (с понедельника по понедельник) укрепился на 1.38%, открывшись на отметке 28.06 и закрывшись на уровне 27.68.

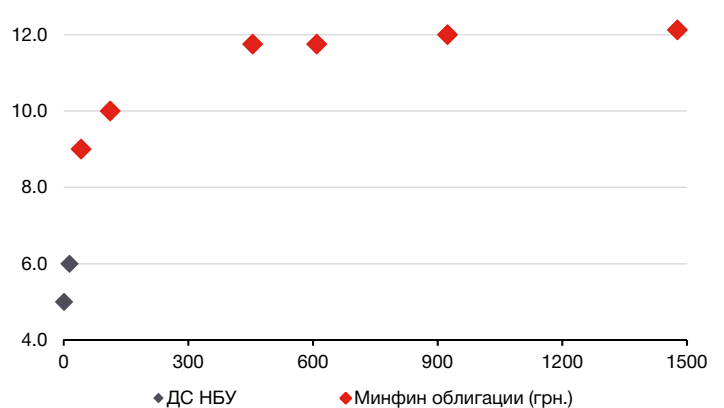
Курс валюты (пш) и объем межбанковских торгов (лш)



На основе официальных данных межбанковского рынка

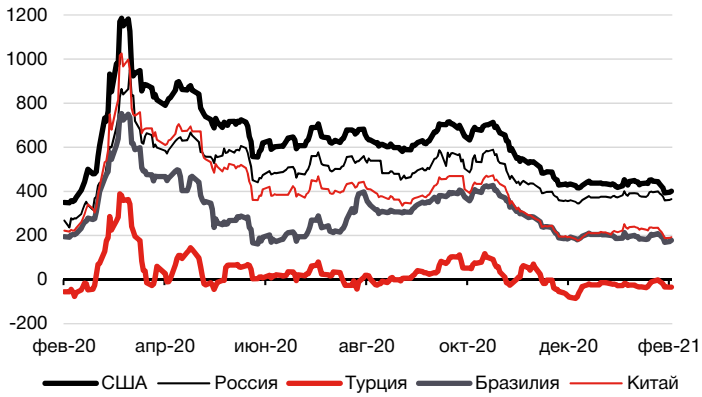
Источник: НБУ

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



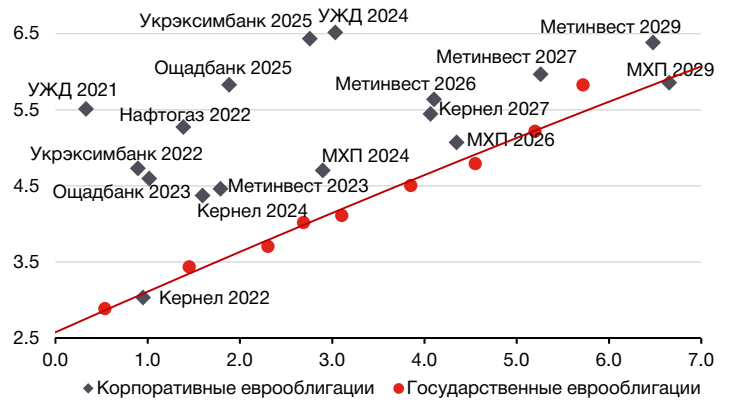
Источник: НБУ, Bloomberg, Adamant Capital

Премия 10 летней доходности Украины к другим странам, бп



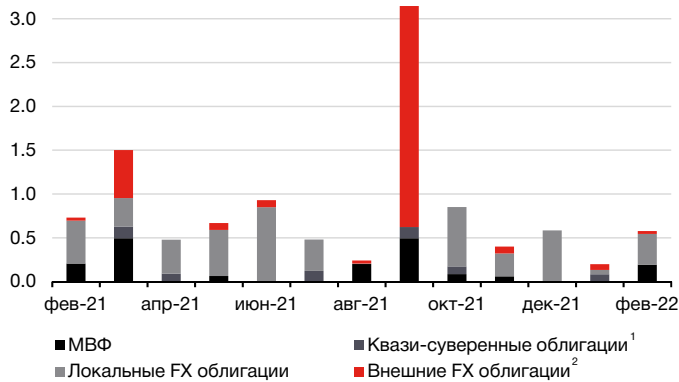
Источник: Bloomberg, Adamant Capital

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



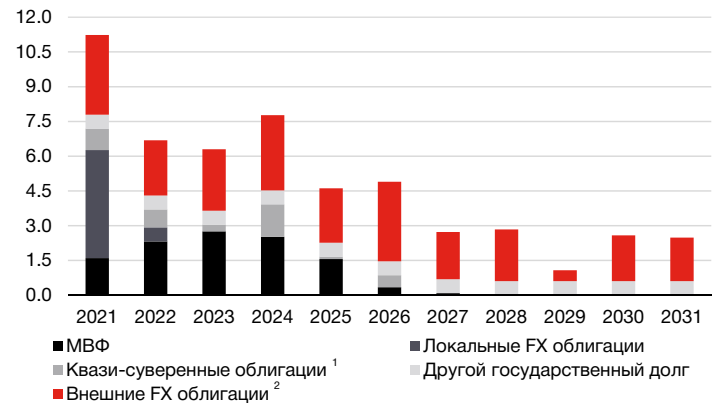
Источник: Bloomberg, Adamant Capital

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



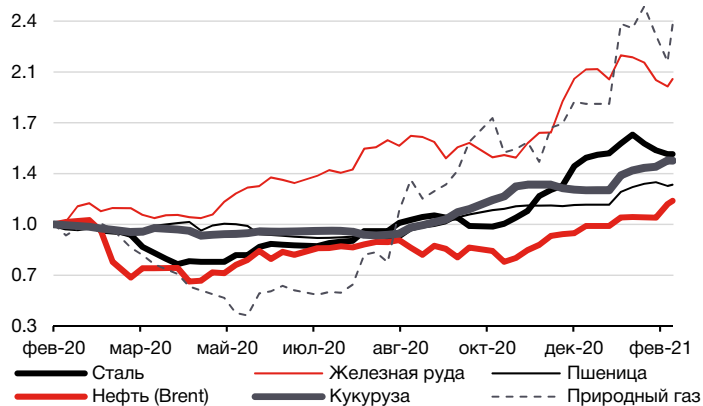
Процентные платежи включены в каждую категорию
(1) Долг государственных компаний
(2) Включают кредитные гарантии США
Источник: Bloomberg, Adamant Capital

График погашения внешнего долга Украины на 2021-31, млрд \$



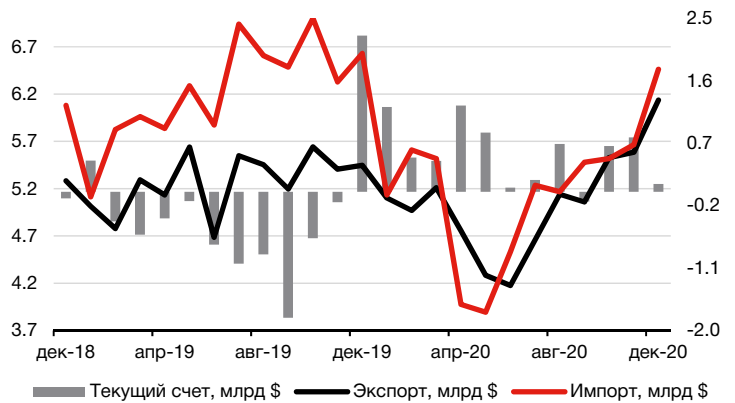
(1) Долг государственных компаний
(2) Включают кредитные гарантии США
Источник: Bloomberg, Adamant Capital

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%	0.0%	-4.0%	4.0%
Номинальный ВВП, млрд грн	1,115	3,975	846	868	1,158	1,210	4,081	4,562
Номинальный ВВП, млрд \$	46	154	34	32	42	43	151	157
Рост дефлятора ВВП, г/г % ¹	4.7%	8.1%	5.1%	5.0%	7.9%	8.5%	6.9%	7.5%
ИПЦ (средний за период), г/г %	5.2%	7.9%	2.6%	2.1%	2.4%	3.8%	2.7%	7.6%
ИПЦ (на конец периода), г/г %	4.1%	4.1%	2.3%	2.4%	2.3%	5.0%	5.0%	7.0%
Дефицит бюджета, % ВВП ^{1,2}	2.1%	2.1%	2.3%	1.7%	3.3%	5.5%	5.5%	5.5%
Широкий дефицит бюджета, % ВВП ^{1,3}	2.1%	2.2%	2.3%	2.2%	3.9%	6.7%	6.7%	5.8%
Государственный долг, % ВВП	50.3%	50.3%	56.3%	57.6%	58.8%	62.5%	62.5%	63.1%
Внешний государственный долг, % ВВП ⁴	31.6%	31.6%	31.6%	31.7%	33.3%	35.7%	35.7%	36.7%
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	17.3	60.6	73.1
Импорт товаров и услуг, млрд \$	20.0	75.5	16.1	12.3	15.9	17.8	62.3	73.8
Сальдо торгового баланса, млрд \$	-3.5	-12.1	-0.9	0.9	-1.1	-0.5	-1.7	-0.7
Текущий счет, млрд \$	1.4	-1.1	2.3	1.7	0.3	1.6	6.6	4.0
Финансовый счет, млрд \$ ⁵	-2.3	-10.2	2.4	0.4	2.0	-0.9	4.6	-1.0
Резервы НБУ, млрд \$	25.3	25.3	24.9	28.5	26.5	29.1	29.1	33.7
Средний курс на межбанке, грн/\$ ⁶	24.2	25.8	25.2	26.9	27.6	28.3	27.0	29.0
Курс на межбанке (на конец периода), грн/\$	23.7	23.7	27.6	26.7	28.3	28.2	28.2	29.5
Учетная ставка НБУ (на конец периода), %	13.5%	13.5%	10.0%	6.0%	6.0%	6.0%	6.0%	7.0%

(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	3.7	109.8	0.9	2.3	1,355
Украина 2024	Держать	-	9.0	фев-24	4.0	113.8	1.4	2.7	750
Украина 2027	Держать	-	7.8	сен-27	5.2	113.9	1.6	5.2	1,307
Украина 2028	Держать	-	9.8	ноя-28	5.8	124.1	2.3	5.7	1,600
Украина 2032	Держать	-	7.4	сен-32	6.2	109.3	1.7	7.6	3,000
Авангард, в дефолте	Продавать	9-апр-19	10.0	окт-18	нс	2.2	0.0	нс	214
ДТЭК 2024 в дефолте	Покупать	9-фев-21	10.8	дек-24	19.6	79.7	13.1	2.7	1,344
Кернел 2022	Покупать	1-дек-20	8.8	янв-22	3.0	105.4	0.2	0.9	213
Кернел 2024	Покупать	1-дек-20	6.5	окт-24	4.4	107.2	0.4	1.6	300
Кернел 2027	Покупать	1-дек-20	6.8	окт-27	5.4	107.2	0.6	4.1	300
Метинвест 2023	Покупать	2-фев-21	7.8	апр-23	4.5	106.8	0.5	1.8	311
Метинвест 2025 (в евро)	Покупать	2-фев-21	5.6	июл-25	4.6	104.0	0.7	3.9	333
Метинвест 2026	Покупать	2-фев-21	8.5	апр-26	5.6	112.7	1.3	4.1	648
Метинвест 2027	Покупать	2-фев-21	7.7	окт-27	6.0	109.1	1.1	5.3	333
Метинвест 2029	Покупать	2-фев-21	7.8	окт-29	6.4	109.0	1.3	6.5	500
МХП 2024	Держать	2-фев-21	7.8	май-24	4.7	109.1	0.1	2.9	500
МХП 2026	Держать	2-фев-21	7.0	апр-26	5.1	108.4	-0.1	4.3	550
МХП 2029	Держать	2-фев-21	6.3	сен-29	5.9	102.6	-0.2	6.7	350
Нафтогаз 2022	Покупать	8-дек-20	7.4	июл-22	5.3	102.9	0.1	1.4	335
Нафтогаз 2024 (в евро)	Покупать	8-дек-20	7.1	июл-24	6.1	103.2	0.5	3.1	672
Ощадбанк 2023	Покупать	10-ноя-20	9.4	мар-23	4.6	104.9	0.2	1.0	175
Ощадбанк 2025	Покупать	10-ноя-20	9.6	мар-25	5.8	107.3	0.0	1.9	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	5.5	101.5	-0.1	0.3	100
УЖД 2024	Продавать	27-окт-20	8.3	июл-24	6.5	105.2	0.1	3.0	595
Укрлендфарминг, в дефолте	Продавать	13-июн-17	10.9	мар-18	нс	3.3	-0.1	нс	543
Укрэксимбанк 2022	Покупать	10-ноя-20	9.6	апр-22	4.7	104.4	0.2	0.9	104
Укрэксимбанк 2025	Покупать	10-ноя-20	9.8	янв-25	6.4	109.1	0.0	2.8	192

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 2020	Индикативная	10-фев
ДТЭК - финансовые результаты за 2020	Индикативная	10-фев
ГССУ - предварительная оценка ВВП за 4кв20	Точная	15-фев

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.