

## Еженедельный обзор

- Валютные резервы НБУ в июне увеличились на 0.6 млрд \$ до 28.4 млрд \$
- Профицит текущего счета в мае достиг 0.7 млрд \$
- УЖД собирается разместить новые еврооблигации на сумму 0.3 млрд \$ со сроком обращения 5 лет

**Валютные резервы НБУ в июне увеличились на 0.6 млрд \$ до 28.4 млрд \$.** Отток был вызван, прежде всего, процентными и амортизационными платежами по государственному долгу в размере 1.0 млрд \$, из которых 0.9 млрд \$ было направлено на погашение и обслуживание облигаций. Поступления послужили размещения Министерством финансов ОВГЗ на 0.7 млрд \$ и кредит от Мирового банка на 0.4 млрд \$. Кроме того, чистая покупка валюты Нацбанком на межбанковском рынке стала рекордной за последний год, составив 0.6 млрд \$. В целом, объем чистых резервов в данный момент покрывает 3.2 месяца импорта, что на 3.6% больше, чем в мае.

**Наше мнение:** Опубликованная цифра превысила наши оценки ввиду значительного объема валютных интервенций. Ситуация в июне выгодного отличилась от апреля и мая, когда на межбанковском рынке не наблюдалось избытка валюты несмотря на профицит текущего счета (вероятная причина – вывод средств через каналы дивидендов и рабочего капитала). Дополнительным фактором отклонения стало неожиданное согласование кредита на 0.4 млрд \$ со стороны Мирового банка.

Динамика резервов во второй половине года будет зависеть, главным образом, от возобновления сотрудничества Украины с МВФ. Хотя за последний месяц власти и предприняли ряд действий для выполнения требований Фонда, не обошлось и без событий, которые усложнили процесс переговоров. К примеру, совсем недавно проголосованный парламентом закон о судебной реформе, который таки должен был сделать голоса международных экспертов решающими при отборе кандидатов в новый состав Высшего совета правосудия, в итоге подвергся процессуальному саботажу и, вероятно, будет ветирован президентом. Ранее Рада приняла важный закон о банках, однако это событие было сопряжено с добровольной отставкой ряда топ-менеджеров НБУ в связи с отступлением, по их мнению, регулятора от установленных ранее норм управления. В целом, на данный момент мы оставляем в силе предположения, заложенные в наш базовый прогнозный сценарий, которые предусматривают получение от МВФ лишь одного транша в размере 0.7 млрд \$ в четвертом квартале. Вместе с соразмерным кредитом от ЕС, 2.7 млрд \$ от Фонда в рамках глобальной программы поддержки стран-членов, и еще 2.5 млрд \$, привлеченных на внешних рынках, мы все так же оцениваем размер резервов на конец года в 32.2 млрд \$.



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

Профицит текущего счета в мае достиг 0.7 млрд \$, на уровне с прошлым годом. Агрегированный показатель за последние двенадцать месяцев составил 1.3 млрд \$ против 1.9 млрд \$ дефицита год назад (за исключением арбитражной выплаты 2.9 млрд \$ Нафтогазу). Торговый баланс за месяц улучшился на 0.2 млрд \$ г/г до 0.5 \$. Чистые активы финансового счета увеличились на 1.0 млрд \$.

**Наше мнение:** Несмотря на то, что фактический показатель ТС полностью совпал с нашими оценками, торговый баланс и первичные доходы существенно отклонились от прогноза. Касательно первого, причиной стали более высокие объемы экспорта подсолнечного масла, металлов, и руды. Эта динамика может свидетельствовать о желании производителей успеть максимально воспользоваться высокими ценами на мировых рынках до их неизбежного снижения. Импорт был выше ожиданий в категории потребительских товаров и химической продукции, а также в отношении услуг связанных с путешествиями. Показатель первичных доходов вновь удивил рекордно высокими дивидендами. В мае эта цифра возросла четырехкратно по сравнению с 2019, достигнув 740 млн \$. Данные по реинвестированным доходам были Нацбанком и вовсе кардинально пересмотрены. Их размер за январь-апрель был повышен до 2.2 млрд \$ с 0.5 млрд \$. Этого изменения достаточно для того чтобы снизить нашу оценку профицита ТС за 2021 до 4.0 млрд \$ (2.3% ВВП) с 6.0 млрд \$ ранее. Рост чистых активов финансового счета за месяц в первую очередь отражает активность банковского сектора, который, помимо прочего, зафиксировал чистую покупку иностранной валюты у клиентов в размере 0.3 млрд \$. Также банки получили от государства 0.5 млрд \$ амортизационных выплат по ОВГЗ, из которых только 0.3 млрд \$ было размещено заново. Кроме того, реальный сектор предоставил иностранным контрагентам 0.5 млрд \$ чистых торговых кредитов. Многие из этих операций, скорее всего, отражают желание бизнеса хранить часть своих доходов за пределами страны.

Показатели платежного баланса, млн \$					
	май-21	апр-21	мар-21	12 мес	12 мес-1
Экспорт:	6,450	6,351	6,145	65,443	61,939
м/м	2%	3%	15%		
г/г	51%	34%	18%	6%	1%
Импорт:	5,910	6,044	6,698	67,842	70,967
м/м	-2%	-10%	21%		
г/г	51%	52%	20%	-4%	-3%
ТБ <sup>(1)</sup> :	540	307	-553	-2,399	-9,028
м/м	233	860	-370		
г/г	160	-464	-171	6,629	2,774
ТС <sup>(2)</sup> :	723	445	-974	1,282	-1,908
м/м	278	1,419	-904		
г/г	-49	-777	1,540	3,190	3,570
ФС <sup>(3)</sup> :	1,008	-349	-259	-35	-5,629
м/м	1,357	-90	-219		
г/г	-118	-855	-2,424	5,594	1,942
ПБ <sup>(4)</sup> :	-280	795	-713	1,320	6,670
м/м	-1,075	1,508	-685		
г/г	73	79	1,065	-5,350	4,543
Funding flow <sup>(5)</sup>	-15	13	1,184	4,187	8,676

Примечание: 12 мес и 12 мес-1 – последние двенадцать месяцев и последние двенадцать месяцев год назад, соответственно

(1) Торговый баланс

(2) Счет текущих операций без учета выплаты Газпромом 2.9 млрд \$ Нафтогазу во исполнение решения арбитража в декабре 2019.

(3) Счет финансовых операций

(4) Платежный баланс

(5) Приток капитала в частный сектор из-за рубежа

Источник: НБУ, Adamant Capital

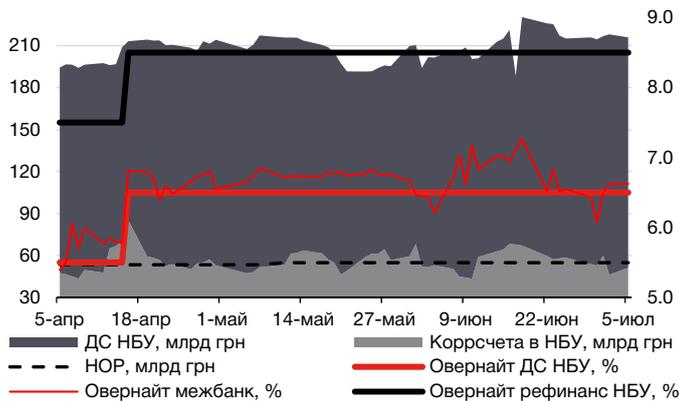
**УЖД собирается разместить новые еврооблигации на сумму 0.3 млрд \$ со сроком обращения 5 лет**, согласно информации местных СМИ и Bloomberg. Звонки с инвесторами начались 6 июля. За день до объявления, Министерство инфраструктуры опубликовало проект постановления, который предполагает повышение и гармонизацию тарифов на железнодорожную перевозку грузов (плата за транспортировку в отношении одних классов товаров сейчас является существенно более низкой, чем в отношении других).

**Наше мнение:** Поскольку на внешних рынках сохраняется спрос на украинские активы (Укравтодор провел достаточно успешное размещение всего несколько недель назад), решение госкомпании воспользоваться благоприятной ситуацией выглядит вполне логично. Хотя мы и не рекомендовали еврооблигации УЖД к покупке в марте, когда они оценивались на одном уровне с другими квазисуверенами (такими, как Нафтогаз и Ощадбанк), ввиду негативного влияния пандемии и постоянной смены руководства, эти бумаги сейчас торгуются со значимой премией по доходности, и в этом свете, уже являются, по нашему мнению, более привлекательными. Касательно размещения, мы считаем, что проблем с поиском покупателей для 5-летнего выпуска возникнуть не должно, если предложенная доходность составит порядка 6.5%. Проекту постановления от Мининфраструктуры также можно только поаплодировать, поскольку сегмент грузоперевозок является главным источником доходов УЖД. Согласно нашим оценкам, повышение тарифных ставок в соответствии с опубликованным планом может обеспечить дополнительные 300-350 млн \$ EBITDA начиная с 2022.

---

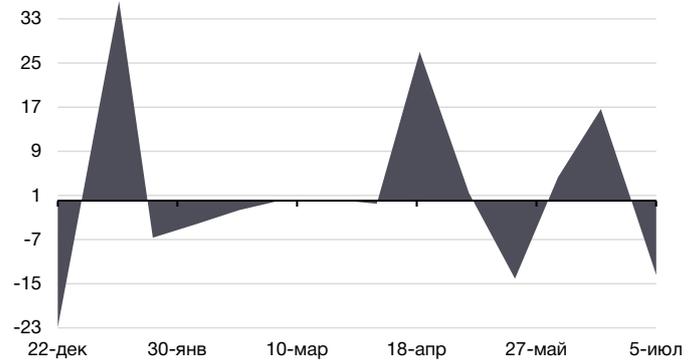
## Приложение

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



Источник: НБУ, Adamant Capital

Приток от Госказначейства и ФГВФЛ в систему<sup>1</sup>, млрд грн

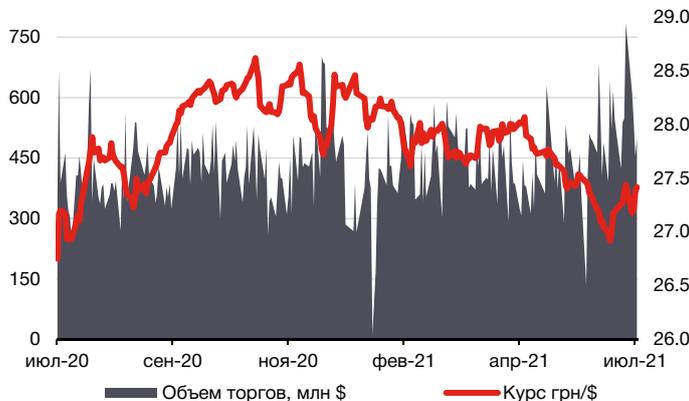


Точки на графике демонстрируют суммарные притоки по фискальному каналу за 10 рабочих дней (1) Банковская система  
Источник: НБУ

**Ликвидность банковской системы** (сумма коррсчетов в НБУ и депозитных сертификатов) увеличилась на 0.8 млрд грн до 215.9 млрд грн за неделю. Министерство финансов 6 июля разместило облигации в гривне с погашением в июле 2022, ноябре 2022, августе 2023, июле 2024 и мае 2026 с доходностью 10.99%, 11.30%, 12.06%, 12.30% и 12.59% соответственно. Общие заимствования составили 3.0 млрд грн.

**Межбанковский курс грн/\$** на этой неделе (с понедельника по понедельник) девальвировал на 0.44%, открывшись на отметке 27.18 и закрывшись на уровне 27.30.

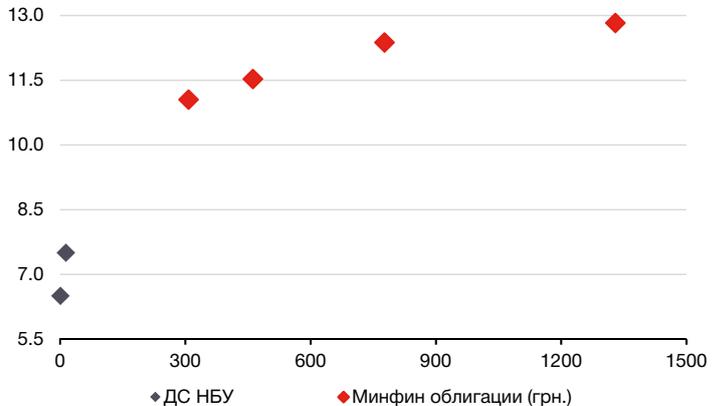
Курс валюты (пш) и объем межбанковских торгов (лш)



На основе официальных данных межбанковского рынка

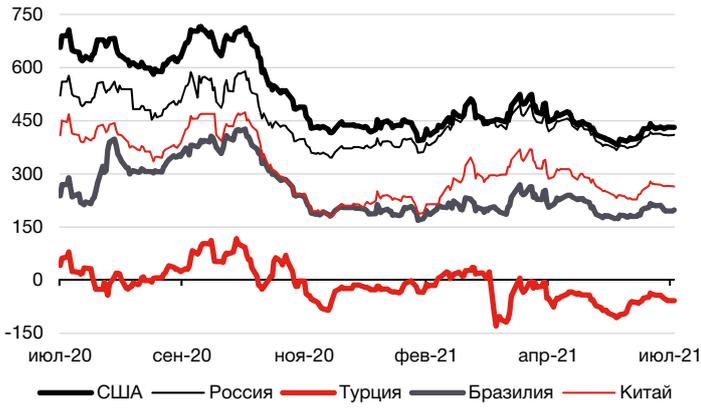
Источник: НБУ

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



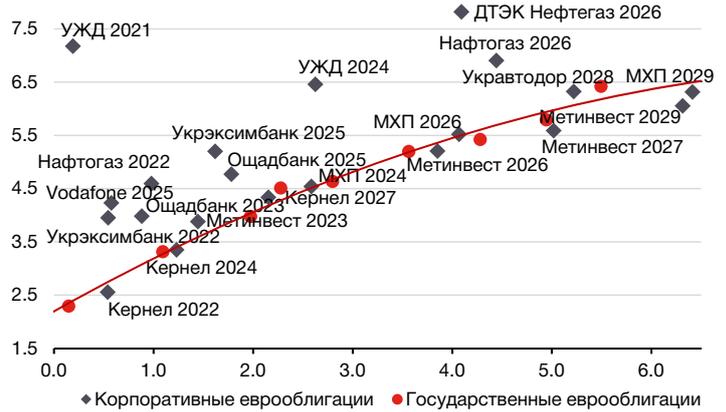
Источник: НБУ, Bloomberg, Adamant Capital

Премия 10 летней доходности Украины к другим странам, бп



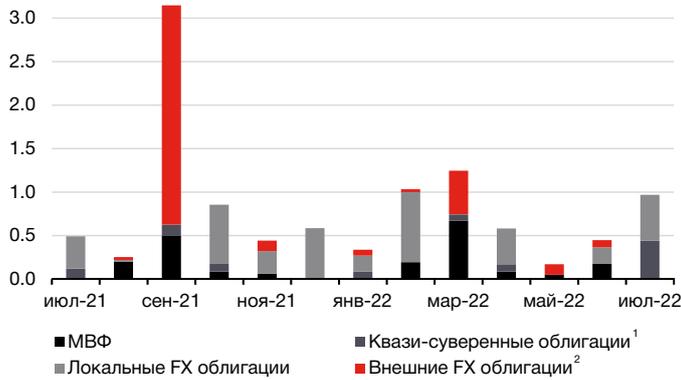
Источник: Bloomberg, Adamant Capital

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



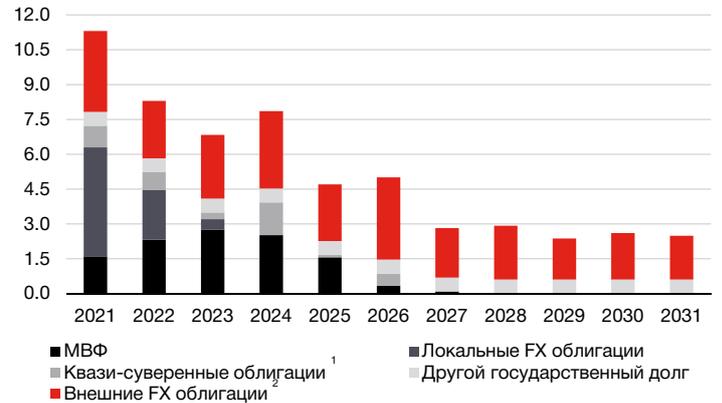
Источник: Bloomberg, Adamant Capital

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



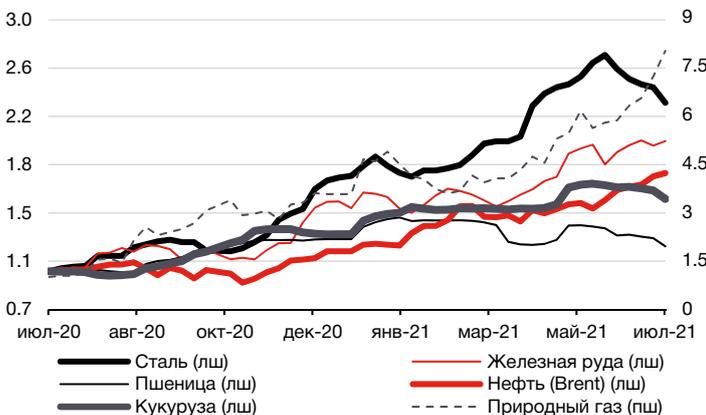
Процентные платежи включены в каждую категорию  
(1) Долг государственных компаний  
(2) Включают кредитные гарантии США  
Источник: Bloomberg, Adamant Capital

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



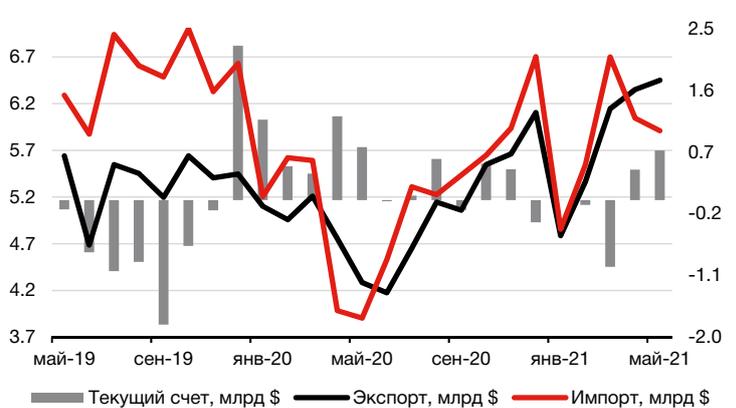
(1) Долг государственных компаний  
(2) Включают кредитные гарантии США  
Источник: Bloomberg, Adamant Capital

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								
	1кв20	2кв20	3кв20	4кв20	2020	1кв21	2кв21П	2021П
Рост реального ВВП, г/г %	-1.2%	-11.2%	-3.5%	-0.5%	-4.0%	-2.2%	10.1%	3.5%
Номинальный ВВП, млрд грн	854	875	1,162	1,301	4,192	1,009	1,107	4,989
Номинальный ВВП, млрд \$	34	33	42	46	155	36	40	172
Рост дефлятора ВВП, г/г % <sup>1</sup>	5.3%	5.6%	8.4%	17.5%	9.8%	20.7%	15.0%	15.0%
ИПЦ (средний за период), г/г %	2.6%	2.1%	2.4%	3.8%	2.7%	7.4%	9.1%	8.4%
ИПЦ (на конец периода), г/г %	2.3%	2.4%	2.3%	5.0%	5.0%	8.5%	9.4%	7.5%
Дефицит бюджета, % ВВП <sup>1,2</sup>	2.3%	1.7%	3.3%	5.3%	5.3%	4.9%	4.5%	4.0%
Широкий дефицит бюджета, % ВВП <sup>1,3</sup>	2.4%	2.3%	4.1%	6.5%	6.5%	6.2%	5.4%	4.3%
Государственный долг, % ВВП	56.2%	57.4%	58.6%	60.9%	60.9%	57.8%	55.4%	56.7%
Внешний государственный долг, % ВВП <sup>4</sup>	31.6%	31.6%	33.1%	34.8%	34.8%	33.2%	32.8%	33.5%
Общий внешний долг, млрд \$	120	122	122	126	126	123	130	133
Экспорт товаров и услуг, млрд \$	15.3	13.2	14.9	17.3	60.6	16.3	19.0	84.0
Импорт товаров и услуг, млрд \$	16.1	12.3	15.9	17.8	62.3	16.9	18.0	78.4
Сальдо торгового баланса, млрд \$	-0.9	0.9	-1.1	-0.5	-1.7	-0.6	1.0	5.6
Текущий счет, млрд \$	2.3	1.7	0.3	1.6	6.6	0.9	1.4	4.0
Финансовый счет, млрд \$ <sup>5</sup>	2.3	0.8	2.4	-0.9	4.6	1.9	-1.9	0.5
Резервы НБУ, млрд \$	24.9	28.5	26.5	29.1	29.1	27.0	28.4	32.2
Средний курс на межбанке, грн/\$ <sup>6</sup>	25.2	26.9	27.6	28.3	27.0	27.9	27.6	29.0
Курс на межбанке (на конец периода), грн/\$	27.6	26.7	28.3	28.2	28.2	27.8	27.2	29.5
Учетная ставка НБУ (на конец периода), %	10.0%	6.0%	6.0%	6.0%	6.0%	6.5%	7.5%	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	4.0	107.7	0.0	2.0	1,355
Украина 2024	Держать	-	9.0	фев-24	4.5	110.7	0.0	2.3	750
Украина 2027	Держать	-	7.8	сен-27	5.8	110.0	0.2	4.9	1,307
Украина 2028	Держать	-	9.8	ноя-28	6.4	119.2	0.3	5.5	1,600
Украина 2032	Держать	-	7.4	сен-32	6.7	105.2	0.3	7.4	3,000
Авангард, в дефолте	Продавать	9-апр-19	10.0	окт-18	нс	1.0	0.0	нс	214
ДТЭК 2027	Покупать	8-июн-21	5.0	дек-27	нс	64.8	0.0	нс	1,645
Кернел 2022	Держать	1-июн-21	8.8	янв-22	2.6	103.4	0.0	0.5	213
Кернел 2024	Держать	1-июн-21	6.5	окт-24	3.3	107.0	0.1	1.2	300
Кернел 2027	Покупать	1-июн-21	6.8	окт-27	4.3	108.3	-0.1	2.2	300
Метинвест 2023	Держать	1-июн-21	7.8	апр-23	3.9	106.6	-0.2	1.4	311
Метинвест 2025 (в евро)	Держать	1-июн-21	5.6	июл-25	4.0	105.8	-0.1	3.6	333
Метинвест 2026	Держать	1-июн-21	8.5	апр-26	5.2	113.8	0.1	3.9	648
Метинвест 2027	Держать	1-июн-21	7.7	окт-27	5.6	110.7	0.0	5.0	333
Метинвест 2029	Держать	1-июн-21	7.8	окт-29	6.1	110.9	0.1	6.3	500
МХП 2024	Покупать	25-мая-21	7.8	май-24	4.5	108.5	0.0	2.6	500
МХП 2026	Покупать	25-мая-21	7.0	апр-26	5.5	105.9	0.0	4.1	550
МХП 2029	Покупать	25-мая-21	6.3	сен-29	6.3	99.6	0.3	6.4	350
Нафтогаз 2022	Покупать	11-мая-21	7.4	июл-22	4.6	102.8	0.0	1.0	335
Нафтогаз 2024 (в евро)	Покупать	11-мая-21	7.1	июл-24	5.7	103.7	-0.2	2.7	672
Нафтогаз 2026	Покупать	11-мая-21	7.6	ноя-26	6.9	103.1	-0.1	4.4	500
Ощадбанк 2023	Покупать	18-мая-21	9.4	мар-23	4.0	104.8	0.0	0.9	140
Ощадбанк 2025	Покупать	18-мая-21	9.6	мар-25	4.8	108.8	0.0	1.8	200
ПриватБанк (10.250), в дефолте	-	-	10.3	янв-18	нс	25.0	0.0	нс	160
ПриватБанк (10.875), в дефолте	-	-	10.9	фев-21	нс	29.4	0.0	нс	175
УЖД 2021	Покупать	6-июл-21	9.9	сен-21	7.2	100.5	0.0	0.2	50
УЖД 2024	Покупать	6-июл-21	8.3	июл-24	6.5	104.8	0.0	2.6	595
Укравтодор 2028	Держать	22-июн-21	6.3	июн-28	6.3	99.6	0.2	5.2	700
Укрлендфарминг, в дефолте	Продавать	13-июн-17	10.9	мар-18	нс	3.0	0.0	нс	543
Укрэксимбанк 2022	Покупать	18-мая-21	9.6	апр-22	4.0	103.1	-0.1	0.5	104
Укрэксимбанк 2025	Покупать	18-мая-21	9.8	янв-25	5.2	107.5	0.0	1.6	192
Vodafone 2025	Держать	18-мая-21	6.2	фев-25	4.2	104.2	-0.1	0.6	451

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 инфляции	Точная	9-июл

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.