

Еженедельный обзор

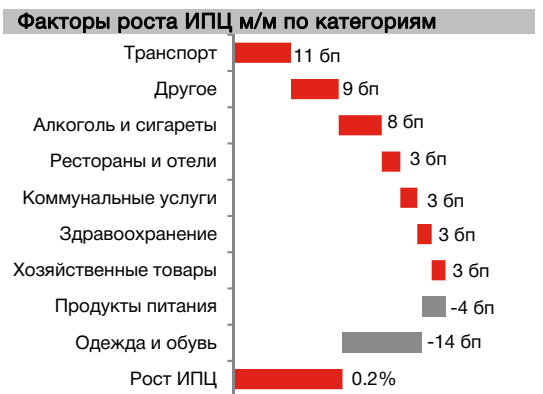
- Министр МВД Аваков подал в отставку, возможны и другие увольнения
- Потребительская инфляция в июне ускорилась до 9.5% г/г
- Доходы сводного бюджета в июне сократились на 13% г/г

Министр МВД Аваков подал в отставку, возможны и другие увольнения. Заявление о сложении полномочий, без объяснения причин, было направлено в парламент спустя рекордных 6 лет на должности и нескольких смен правительства. Согласно СМИ, в ОП также рассматривают возможность замены министров обороны и юстиции. Глава фракции «Слуга народа» Давид Арахамия в текущий момент эти слухи опровергает.

Наше мнение: Отставка Авакова, вероятно, была инициирована Зеленским лично. Мотивов для такого решения может быть несколько. Самый очевидный – желание укрепить прямой контроль над исполнительной властью (в подчинении Министра внутренних дел фактически находятся все правоохранительные органы). Особенно вероятной такая логика выглядит в свете уже предложенной замены – действующего депутата от «Слуги народа» Монастырского. Второй мотив – положительное влияние на личный рейтинг. Согласно множеству политических опросов – Авакову основная часть общества не доверяет (последний из таких, сделанный в апреле, указал на уровень недоверия в 68%). Наконец, эта отставка может выглядеть знаковой в глазах администрации президента США Байдена, с которым уже в ближайшее время у Зеленского произойдет личная встреча в Вашингтоне. Положительным сигналом она может также стать и для МФО, которые ждут от Украины демонстрации усиления борьбы с коррупцией.

Потребительская инфляция в июне ускорилась до 9.5% г/г. В месячном сопоставлении данный показатель достиг 0.2% м/м. Основными источниками роста стали транспортные услуги, а также алкоголь и сигареты (обе категории +1.0% м/м). Базовый ИПЦ составил 0.4%. В своем официальном комментарии Нацбанк вновь подчеркнул, что инфляция превысила его базовый прогноз (был опубликован в апреле).

Наше мнение: Фактический ИПЦ практически полностью совпал с нашими оценками. Помимо некоторых категорий, основная доля потребительской корзины подорожала м/м, что не позволило индексу продемонстрировать обычное сезонное снижение. Как и прежде, мы считаем, что основными причинами являются удорожание сырья на мировых рынках и увеличение гривневой денежной массы (агрегат М1 по состоянию на май был выше прошлогоднего на 20%). Принимая во внимание недавний скачок котировок на газ, мы повышаем нашу оценку инфляции на конец года на 50bp до 8.0%. Хотя большинство домохозяйств и защищены от роста цен годовыми тарифами, оно может коснуться теплоснабжающих предприятий. Также мы считаем вероятным, что НБУ примет решение о повышении учетной ставки на 50bp на следующем заседании 22 июля.



Источник: ГССУ, Adamant Capital

Доходы сводного бюджета в июне сократились на 13% г/г до 134 млрд грн. Данная цифра превысила плановый уровень на 13%. За первые пять месяцев 2021 дефицит достиг 4.9 млрд грн, что эквивалентно 4.2% от номинального ВВП в 12-месячном (LTM) измерении. Год назад, аналогичный показатель составлял 3.7%.

Наше мнение: Сводные доходы бюджета в июне полностью совпали с нашими оценками. Падение г/г, вероятно, в основном отражает сокращение дивидендных платежей от госпредприятий. Самым большим из них является Нафтогаз, который в аналогичном месяце прошлого года перечислил в казну 40 млрд грн, зафиксировав 63 млрд грн чистой прибыли за 2019. Поскольку в 2020 компания понесла чистый убыток (в размере 19 млрд грн, что, к слову, стало причиной увольнения экс-главы Коболева), трансферты от НАКа, вероятно, сильно снизились, потенциально до нуля. Помимо этого, финальные данные за май свидетельствуют о том, что некоторые госпредприятия начали переводить средства в бюджет на месяц раньше (в сумме 10 млрд грн), чем в 2020. Тем не менее, в целом за 1п21 доходы бюджета увеличились на 14% г/г, что позволяет нам все также ожидать, что общий показатель за год может превысить план Минфина почти на 3.0% от номинального ВВП. Расходы в мае продолжили расти значительно более быстрыми темпами (+24% г/г) в сравнении с годовым таргетом (+4%). Однако, как и прежде, мы воздерживаемся от каких-либо выводов, учитывая, что львиная доля затрат все равно приходится на декабрь (как правило, они в 2.5 раза больше, чем в любом другом месяце). В структурном отношении, за 5 месяцев 2021 большинство дополнительных средств было направлено на выплату заработной платы и обслуживание долга. Перспективы финансирования дефицита с нашего предыдущего обзора несколько улучшились. Рост интереса нерезидентов к украинскому госдолгу в июне позволил правительству занять достаточно средств для ролловера уже произошедших погашений. Также власти начали более активно двигаться в сторону достижения соглашения с МВФ, что повышает вероятность получения хотя бы одного транша до конца года (наш базовый прогнозный сценарий предполагает 0.7 млрд \$ от Фонда и столько же от ЕС). Более того, ожидаемые Украине 2.8 млрд \$ в рамках инициативы МВФ о дополнительной эмиссии СПЗ, судя по всему, можно будет передать Минфину. Недавние же успешные размещения еврооблигаций Укравтодора и УЖД, демонстрируют наличие спроса на суверенный и квазисуверенный долг Украины со стороны внешних инвесторов. В то же время, мы считаем, что говорить об отсутствии ограничений со стороны финансирования для дефицита еще слишком рано. Учитывая также, что часть расписанных расходов может быть частично перекрыта сверхплановыми доходами, мы все так же ожидаем дефицит на уровне 4.0% от ВВП (вместо третируемых Минфином 5.0%).

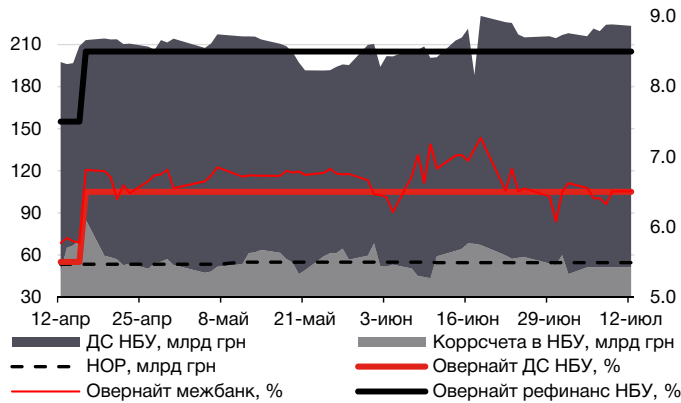
Доходы бюджета в июне, млрд грн

	июн-21	г/г	Ф/П	6м г/г	6м Ф/П
Доходы	134	-13%	13%	14%	6%
Центральный бюджет	107	-19%	16%	12%	6%
Общий фонд	85	-25%	7%	12%	5%
Налоговая	51	-43%	6%	8%	6%
Таможня	31	45%	9%	40%	5%
Трансферты НБУ	0	нс	нс	-43%	0%
Другое	3	31%	-5%	0%	0%
Специальный фонд	22	19%	73%	12%	18%
Местный бюджет	27	23%	4%	21%	2%

*Примечание: Ф/П – фактические против плановых показателей
Источник: Государственная казначейская служба Украины,
Adamant Capital*

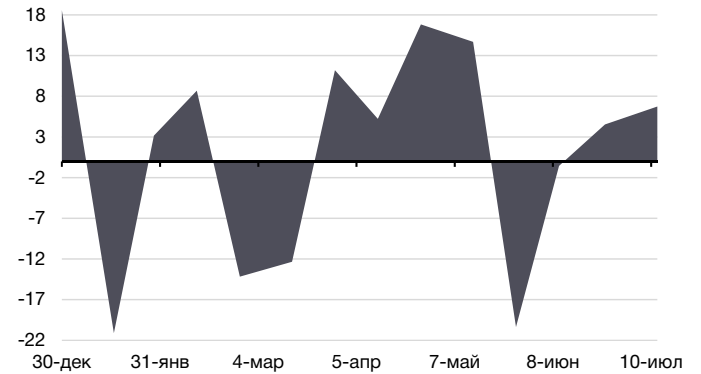
Приложение

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



Источник: НБУ, Adamant Capital

Приток от Госказначейства и ФГВФЛ в систему¹, млрд грн

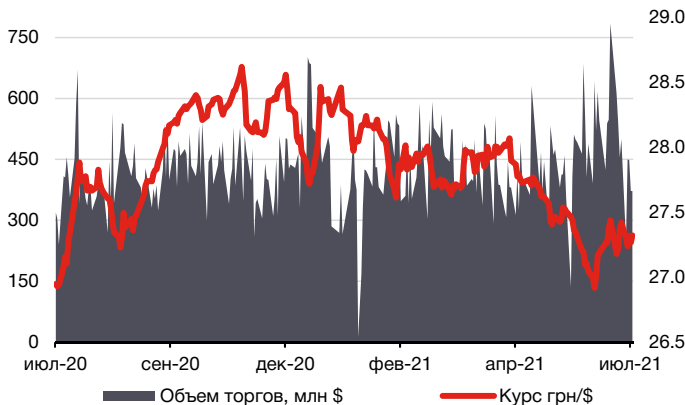


Точки на графике демонстрируют суммарные притоки по фискальному каналу за 10 рабочих дней
(1) Банковская система
Источник: НБУ

Ликвидность банковской системы (сумма коррсчетов в НБУ и депозитных сертификатов) увеличилась на 7.4 млрд грн до 223.3 млрд грн за неделю. Министерство финансов 13 июля разместило облигации в гривне с погашением в октябре 2021, июле 2022, ноябре 2022, августе 2023, июле 2024 и мае 2026 с доходностью 8.50%, 10.99%, 11.30%, 12.09%, 12.30% и 12.59% соответственно, а также в долларах США с погашением в июне 2022 с доходностью 3.70%. Общие заимствования составили 8.1 млрд грн и 65 млн \$.

Межбанковский курс грн/\$ на этой неделе (с понедельника по понедельник) укрепился на 0.05%, открывшись на отметке 27.30 и закрывшись на уровне 27.28.

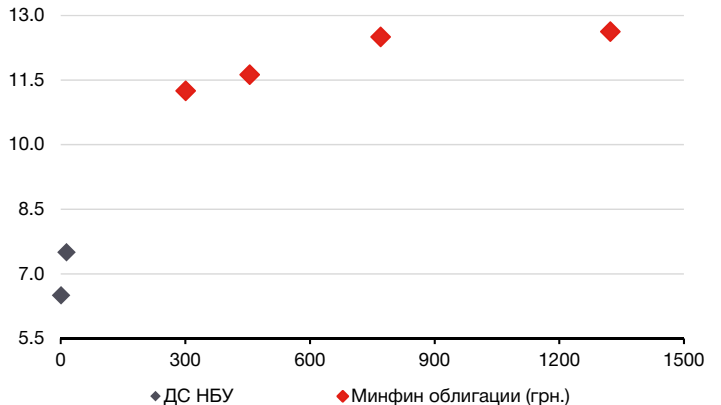
Курс валюты (пш) и объем межбанковских торгов (лш)



На основе официальных данных межбанковского рынка

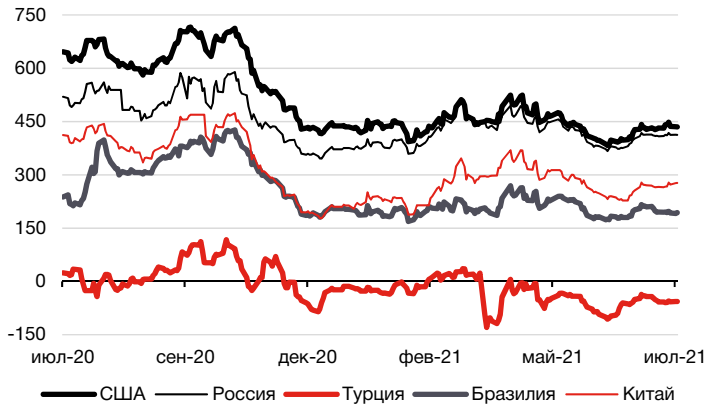
Источник: НБУ

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



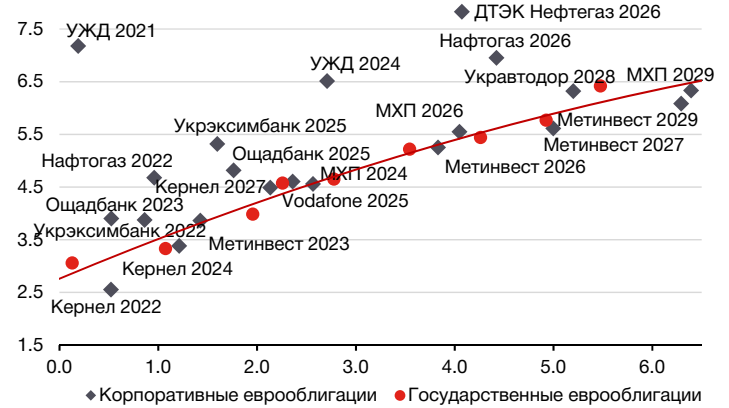
Источник: НБУ, Bloomberg, Adamant Capital

Премия 10 летней доходности Украины к другим странам, бп



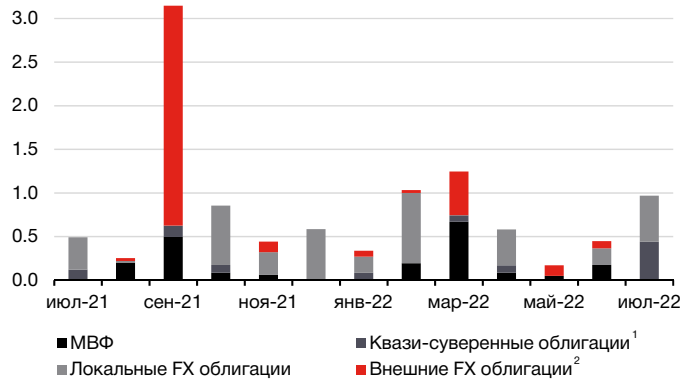
Источник: Bloomberg, Adamant Capital

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



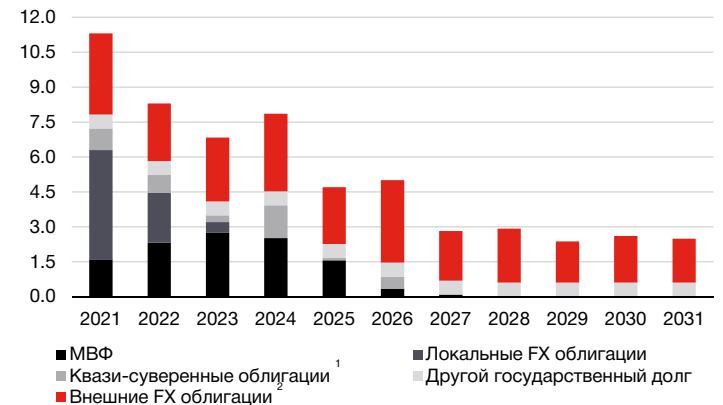
Источник: Bloomberg, Adamant Capital

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



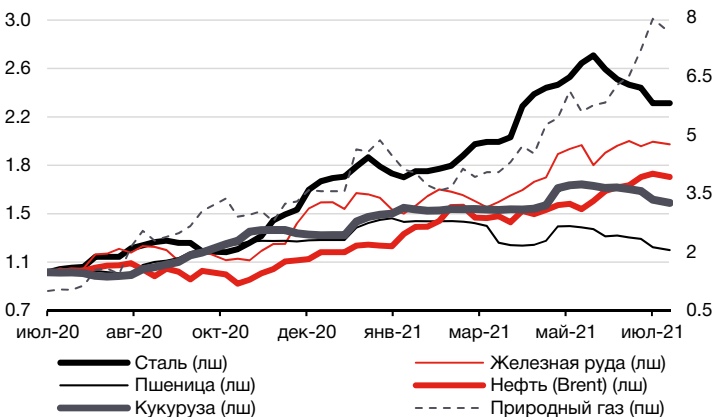
Процентные платежи включены в каждую категорию
 (1) Долг государственных компаний
 (2) Включают кредитные гарантии США
 Источник: Bloomberg, Adamant Capital

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



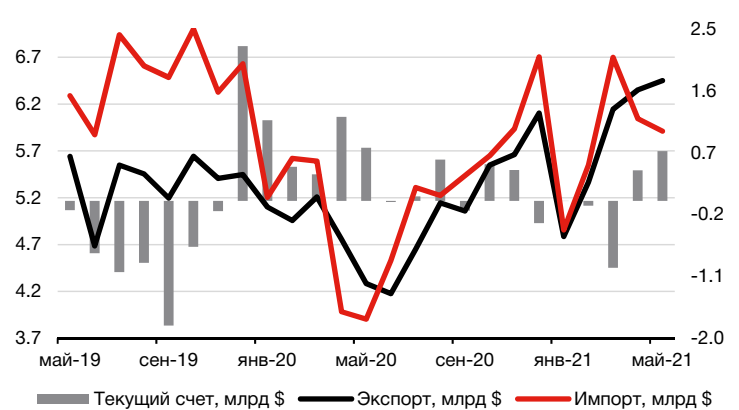
(1) Долг государственных компаний
 (2) Включают кредитные гарантии США
 Источник: Bloomberg, Adamant Capital

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 % ¹	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%	8.6%
ИПЦ (на конец периода), г/г %	2.3%	2.4%	2.3%	5.0%	5.0%	8.5%	9.5%	8.0%
Дефицит бюджета, % ВВП ^{1,2}	2.3%	1.7%	3.3%	5.3%	5.3%	4.9%	4.5%	4.0%
Широкий дефицит бюджета, % ВВП ^{1,3}	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 ⁴	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 \$ ⁵	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/\$ ⁶	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, государственных 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	107.6	0.0	2.0	1,355
Украина 2024	Держать	-	9.0	фев-24	4.6	110.5	-0.1	2.3	750
Украина 2027	Держать	-	7.8	сен-27	5.8	110.1	0.2	4.9	1,307
Украина 2028	Держать	-	9.8	ноя-28	6.4	119.2	0.1	5.5	1,600
Украина 2032	Держать	-	7.4	сен-32	6.7	105.1	0.3	7.4	3,000
Авангард, в дефолте	Продавать	9-апр-19	10.0	окт-18	нс	1.0	-0.1	нс	214
ДТЭК 2027	Покупать	8-июн-21	5.0	дек-27	нс	64.7	0.0	нс	1,645
Кернел 2022	Держать	1-июн-21	8.8	янв-22	2.6	103.3	0.0	0.5	213
Кернел 2024	Держать	1-июн-21	6.5	окт-24	3.4	106.9	0.0	1.2	300
Кернел 2027	Покупать	1-июн-21	6.8	окт-27	4.5	107.9	-0.3	2.1	300
Метинвест 2023	Держать	1-июн-21	7.8	апр-23	3.9	106.6	-0.1	1.4	311
Метинвест 2025 (в евро)	Держать	1-июн-21	5.6	июл-25	4.1	105.6	-0.2	3.6	333
Метинвест 2026	Держать	1-июн-21	8.5	апр-26	5.3	113.5	-0.2	3.8	648
Метинвест 2027	Держать	1-июн-21	7.7	окт-27	5.6	110.5	-0.1	5.0	333
Метинвест 2029	Держать	1-июн-21	7.8	окт-29	6.1	110.7	-0.1	6.3	500
МХП 2024	Покупать	25-мая-21	7.8	май-24	4.6	108.3	0.0	2.6	500
МХП 2026	Покупать	25-мая-21	7.0	апр-26	5.5	105.7	-0.1	4.0	550
МХП 2029	Покупать	25-мая-21	6.3	сен-29	6.3	99.5	0.0	6.4	350
Нафтогаз 2022	Покупать	11-мая-21	7.4	июл-22	4.7	102.6	0.1	1.0	335
Нафтогаз 2024 (в евро)	Покупать	11-мая-21	7.1	июл-24	5.8	103.5	-0.2	2.6	672
Нафтогаз 2026	Покупать	11-мая-21	7.6	ноя-26	7.0	102.9	-0.2	4.4	500
Ощадбанк 2023	Покупать	18-мая-21	9.4	мар-23	3.9	104.8	0.0	0.9	140
Ощадбанк 2025	Покупать	18-мая-21	9.6	мар-25	4.8	108.6	0.0	1.8	200
ПриватБанк (10.250), в дефолте	-	-	10.3	янв-18	нс	10.0	-15.0	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	104.6	-0.1	2.7	595
Укравтодор 2028	Держать	22-июн-21	6.3	июн-28	6.3	99.6	0.1	5.2	700
Укрлендфарминг, в дефолте	Продавать	13-июн-17	10.9	мар-18	нс	2.5	0.1	нс	543
Укрэксимбанк 2022	Покупать	18-мая-21	9.6	апр-22	3.9	103.0	-0.1	0.5	104
Укрэксимбанк 2025	Покупать	18-мая-21	9.8	янв-25	5.3	107.3	0.0	1.6	192
Vodafone 2025	Держать	18-мая-21	6.2	фев-25	4.6	103.8	-0.2	2.4	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 сельхозпроизводству	Точная	19-июл
ГССУ - статистика по товарообороту	Точная	20-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 такие 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.