

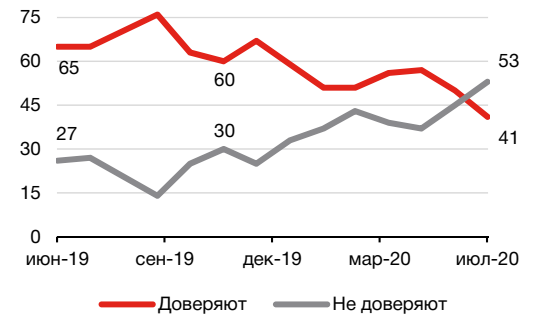
Еженедельный обзор

- Зеленский теряет популярность в преддверии местных выборов в октябре
- Профицит текущего счета в июне составил 0.7 млрд \$
- Доходы сводного бюджета в июле сократились на 8% г/г

Зеленский теряет популярность в преддверии местных выборов в октябре. Согласно опросу, проведенному социологической группой Рейтинг, уровень доверия к президенту упал до беспрецедентных 41% с 65% в июне прошлого года (спустя 2 месяца после избрания). Порядка 53% респондентов также заявили, что на выборах 25 октября скорее поддержат местную партию, а не национальную (таковой является Слуга Народа). По мнению 68% опрошенных, страна в целом уже движется в неправильном направлении (в сентябре 2019 этот показатель составлял рекордно низкие 18%).

Наше мнение: Хотя, согласно результатам опроса, Зеленского все еще избрали бы президентом, если бы выборы состоялись в ближайшем будущем (его поддержало бы более 30% из тех, кто определился с кандидатом), данный факт обусловлен скорее еще более низким рейтингом других отечественных политиков. Таким образом, текущая расстановка политических сил выглядит благоприятной для новых лиц, что значительно снижает шансы для Слуги Народа получить контроль в регионах.

Уровень доверия в отношении Зеленского



Источник: Социологическая группа Рейтинг, оценки Adamant Capital

Профицит текущего счета в июне составил 0.7 млрд \$, что на 1.7 млрд \$ больше, чем в 2019. Агрегированный показатель за последние двенадцать месяцев (исключает выплату 2.9 млрд \$ Нафтогазу в декабре Газпромом) достиг 1.4 млрд \$ по сравнению с -6.1 млрд \$ год назад. Торговый баланс за месяц улучшился на 1.1 млрд \$ г/г до -0.2 млрд \$. Финансовый счет продемонстрировал приток в размере 0.2 млрд \$.

Наше мнение: Фактический показатель ТС в июне в целом совпал с ожиданиями, увеличив профицит по сравнению с прошлым годом примерно на ту же сумму, что и в мае. Основным фактором, определившим динамику ТС в этом месяце, снова стал эффект от пандемии COVID-19, который затронул украинский импорт более существенно, чем экспорт. Однако, следует также отметить, что после обновления методологии учета, значительное влияние на цифры оказали и большие оттоки по реинвестированным доходам предприятий с иностранным капиталом. Несмотря на то, что наши основные предположения с прошлого обзора существенно не изменились, мы считаем, что новые данные (к примеру, в отношении туристических услуг) указывают на повышенную вероятность еще более длительного периода восстановления. Учитывая также, что объемы поставок металлопродукции украинскими заводами за рубеж могут, в ближайшей перспективе, еще больше вырасти (в июне выход упал всего на 4% г/г), мы теперь считаем, что профицит за 2020 может составить 8 млрд \$ или 5.5% от ВВП.

Приток по финансовому счету в июне был обусловлен преимущественно получением Минфином 0.5 млрд евро кредита от ЕС по программе MFA IV и 0.3 млрд \$ заимствований частного сектора. Остальное было компенсировано реинвестированными доходами (фигурируют как здесь, так и в ТС). Баланс иностранной валюты вне банковской системы увеличился на 0.2 млрд \$.

Показатели платежного баланса, млн \$

	июн-20	май-20	апр-20	12 мес	12 мес-1
Экспорт:	4,269	4,269	4,784	61,437	61,225
м/м	0%	-11%	-8%		
г/г	-9%	-25%	-7%	0%	8%
Импорт:	4,484	3,853	3,924	69,023	73,538
м/м	16%	-2%	-30%		
г/г	-25%	-40%	-34%	-6%	11%
ТБ ⁽¹⁾ :	-215	416	860	-7,586	-12,313
м/м	-631	-444	1,269		
г/г	1,097	1,186	1,701	4,727	-2,843
ТС ⁽²⁾ :	773	1,461	2,100	1,436	-6,086
м/м	-688	-639	1,768		
г/г	1,556	1,590	2,471	7,522	-1,539
ФС ⁽³⁾ :	-203	1,815	1,384	-2,052	-9,365
м/м	-2,018	431	-727		
г/г	1,789	1,190	1,708	7,313	-2,986
ПБ ⁽⁴⁾ :	978	-353	716	6,438	3,314
м/м	1,331	-1,069	2,494		
г/г	-232	396	762	3,124	1,490
Funding flow ⁽⁵⁾	89	-59	-811	5,548	6,179

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

Доходы сводного бюджета в июле сократились на 8% г/г до 90 млрд грн. По сравнению с планом, рост составил 1% (4% для центрального бюджета). За первые шесть месяцев 2020 дефицит достиг 2.0 млрд грн, что эквивалентно 2.7% от номинального ВВП в 12-месячном (LTM) измерении. Аналогичный период в 2019 был закрыт с профицитом в 21 млрд грн.

Наше мнение: Сводные доходы бюджета в июле несколько превысили наши оценки, скорее всего, ввиду более высоких сборов налогов на товары и услуги местного происхождения и нехарактерно низких объемов возмещения НДС (всего 8.7 млрд грн, что на 13% меньше, чем в 2019). Определяющим для динамики по сравнению с прошлым годом стало отсутствие 8.2 млрд грн дивидендов от госкомпаний, поскольку в этот раз вся сумма поступила на счета госказначейства еще в июне (составила рекордные 66 млрд грн, что в 3.5 раза больше, чем в 2019). После коррекции на эти транзакции, сборы налоговой службы снизились всего на 1% г/г, что может свидетельствовать о достаточно умеренном влиянии COVID-19 на экономику (однако частично данные цифры могут также отражать более успешную борьбу с ликвидацией схем уклонения от налогообложения). Согласно нашим обновленным оценкам, доходы в августе сократятся на 5% г/г до 110 млрд грн, а за год составят 1,270 млрд грн (-1.6% г/г, что соответствует плану Минфина).

Расходы в июне (данные публикуются с задержкой в несколько недель) в целом совпали с нашими оценками, прибавив всего 7% г/г. Рост был ограничен, скорее всего, поступлением средств от МВФ и дивидендов лишь во второй половине месяца. Как и в мае, социальные выплаты, зарплаты и капитальные вложения (вероятно, на дороги) продемонстрировали рост, в то время как затраты на НИОКР и субсидии бизнесу либо снизились, либо остались на уровне прошлого года.

Несмотря на то, что Минфину недавно удалось удачно провести размещение еврооблигаций на сумму 2.0 млрд \$, а внешние доноры, по всей видимости, не имеют больших опасений по поводу смены главы Нацбанка, мы по-прежнему считаем, что государству вряд ли удастся профинансировать запланированный дефицит в 7.5% от ВВП (наш прогноз остается на отметке 4.5%). Основным препятствием станет необходимость в очень больших объемах заимствований на внутреннем рынке (в чистом виде нужно увеличить втрое по сравнению с 1п20), стимулировать которые посредством 5-летней программы рефинансирования от НБУ пока не получается.

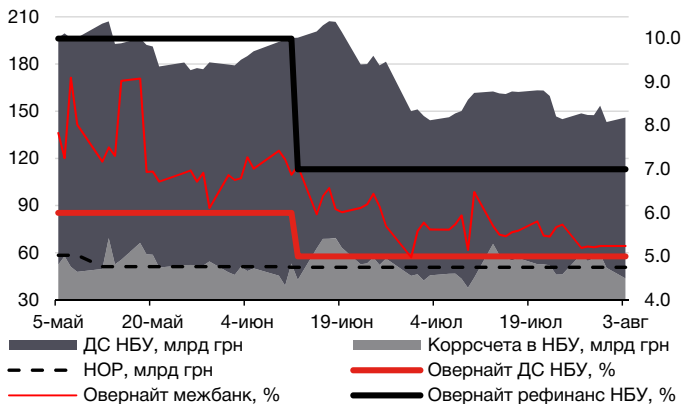
Доходы сводного бюджета в июле, млрд грн

	июл-20	г/г	Ф/П	7м г/г	7м Ф/П
Доходы	90	-8%	1%	1%	-6%
Центральный бюджет	66	-11%	4%	1%	-5%
Общий фонд	56	-14%	8%	-1%	-6%
Налоговая	29	-20%	21%	18%	1%
Таможня	24	-10%	-4%	-16%	-19%
Трансферты НБУ	0	нс	нс	-34%	0%
Другое	2	29%	5%	-10%	-14%
Специальный фонд	10	17%	-13%	17%	2%
Местный бюджет	24	2%	-6%	2%	-9%

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

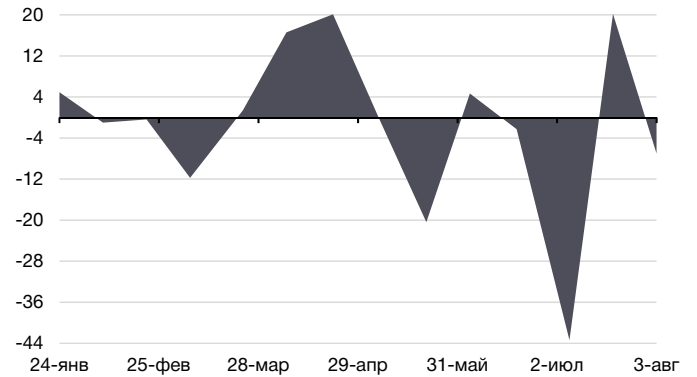
Приложение

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



Источник: НБУ, Adamant Capital

Приток от Госказначейства и ФГВФЛ в систему¹, млрд грн

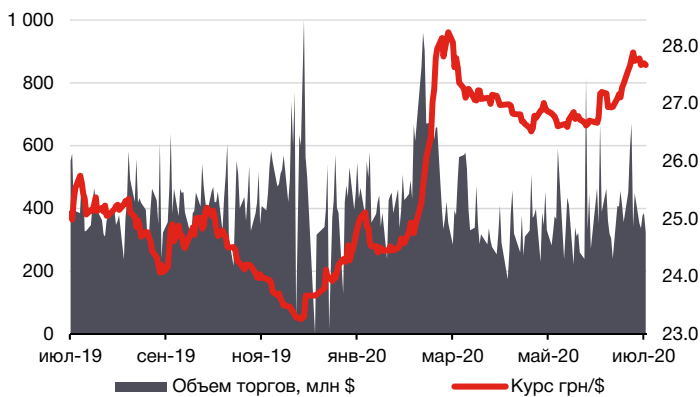


Точки на графике демонстрируют суммарные притоки по фискальному каналу за 10 рабочих дней
 (1) Банковская система
 Источник: НБУ

Ликвидность банковской системы (сумма коррсчетов в НБУ и депозитных сертификатов) сократилась на 2.7 млрд грн до 145.9 млрд грн за неделю. Министерство финансов 4 августа разместило облигации в гривне с погашением в феврале 2021, июле 2021 и феврале 2022 с доходностью 7.74%, 9.20% и 10.25% соответственно. Общие заимствования составили 10.2 млрд грн.

Межбанковский курс грн/\$ на этой неделе (с понедельника по понедельник) укрепился на 0.30%, открывшись на отметке 27.78 и закрывшись на уровне 27.69.

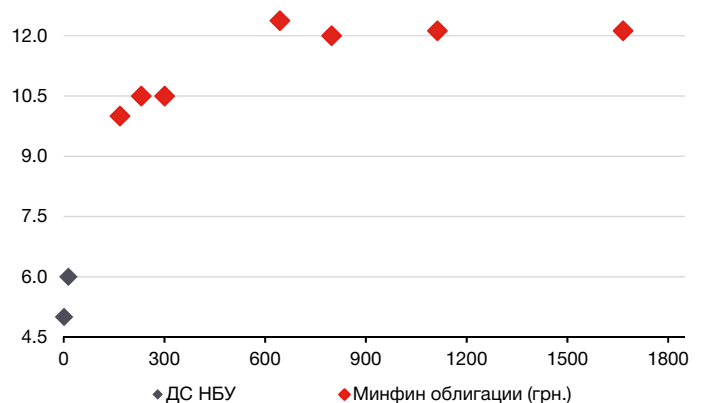
Курс валюты (пш) и объем межбанковских торгов (лш)



На основе официальных данных межбанковского рынка

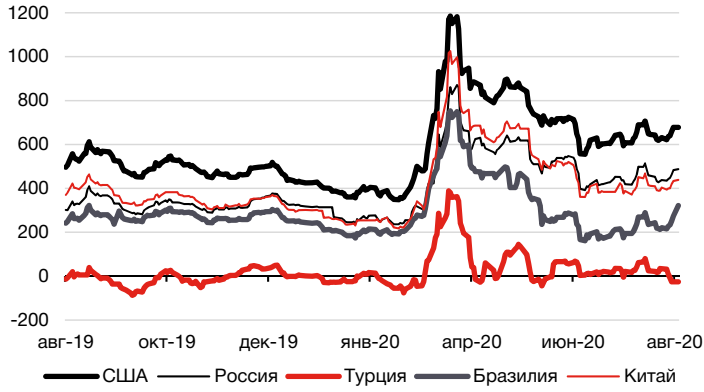
Источник: НБУ

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



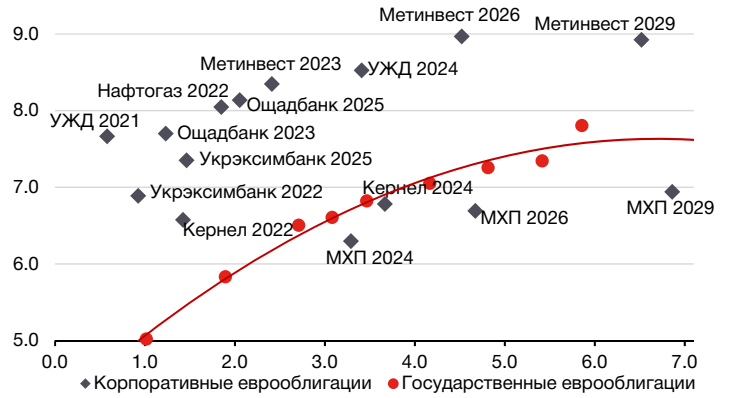
Источник: НБУ, Bloomberg, Adamant Capital

Премия 10 летней доходности Украины к другим странам, бп



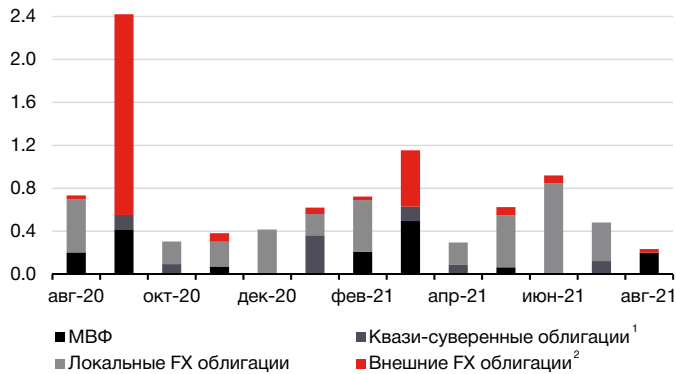
Источник: Bloomberg, Adamant Capital

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



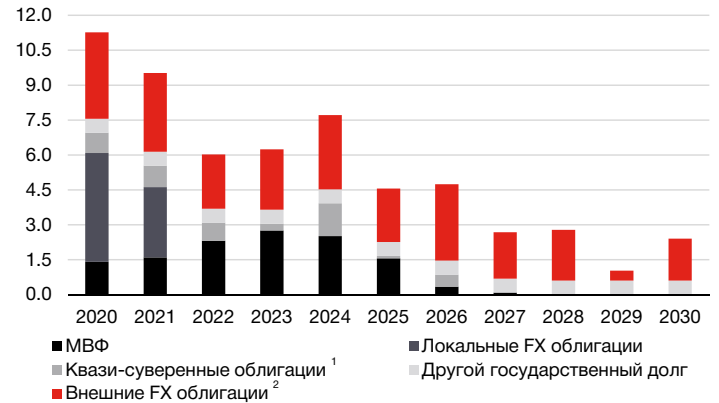
Источник: Bloomberg, Adamant Capital

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



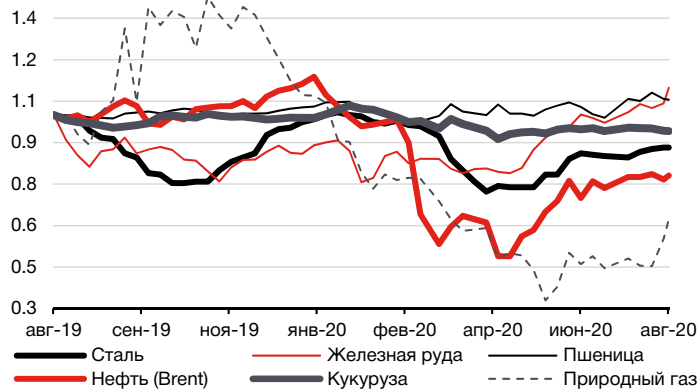
Процентные платежи включены в каждую категорию
(1) Долг государственных компаний
(2) Включают кредитные гарантии США
Источник: Bloomberg, Adamant Capital

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



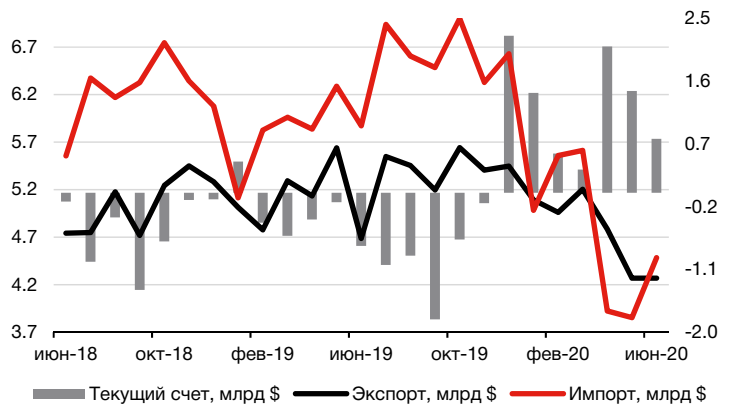
(1) Долг государственных компаний
(2) Включают кредитные гарантии США
Источник: Bloomberg, Adamant Capital

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								
	1кв19	2кв19	3кв19	4кв19	2019	1кв20	2кв20П	2020П
Рост реального ВВП, г/г %	2.9%	4.7%	3.9%	1.5%	3.2%	-1.3%	-10.0%	-4.0%
Номинальный ВВП, млрд грн	815	933	1,112	1,115	3,975	846	860	3,968
Номинальный ВВП, млрд \$	30	35	44	46	154	34	32	147
Рост дефлятора ВВП, г/г % ¹	12.2%	9.9%	7.6%	4.7%	8.1%	5.1%	2.5%	4.0%
ИПЦ (средний за период), г/г %	8.9%	9.1%	8.5%	5.2%	7.9%	2.6%	2.1%	2.8%
ИПЦ (на конец периода), г/г %	8.6%	9.0%	7.5%	4.1%	4.1%	2.3%	2.4%	4.5%
Дефицит бюджета, % ВВП ^{1,2}	2.0%	2.5%	2.4%	2.1%	2.1%	2.3%	1.7%	4.5%
Широкий дефицит бюджета, % ВВП ^{1,3}	2.3%	2.7%	2.5%	2.1%	2.2%	2.3%	2.2%	5.3%
Государственный долг, % ВВП	58.5%	55.4%	51.1%	50.3%	50.3%	56.3%	57.4%	60.3%
Внешний государственный долг, % ВВП ⁴	37.4%	36.0%	32.9%	31.6%	31.6%	31.6%	31.8%	36.7%
Общий внешний долг, млрд \$	114	116	118	122	122	120	124	130
Экспорт товаров и услуг, млрд \$	15.1	15.5	16.3	16.5	63.4	15.3	13.3	60.1
Импорт товаров и услуг, млрд \$	16.9	18.3	20.3	20.0	75.5	16.2	12.3	64.2
Сальдо торгового баланса, млрд \$	-1.8	-2.8	-4.0	-3.5	-12.1	-0.9	1.1	-4.1
Текущий счет, млрд \$	-0.6	-1.3	-3.8	1.4	-1.1	4.2	4.3	8.0
Финансовый счет, млрд \$ ⁵	-0.9	-1.7	-5.2	-2.3	-10.2	2.5	3.0	5.6
Резервы НБУ, млрд \$	20.6	20.6	20.1	25.3	25.3	24.9	28.5	31.3
Средний курс на межбанке, грн/\$ ⁶	27.3	26.6	25.2	24.2	25.8	25.2	26.9	27.0
Курс на межбанке (на конец периода), грн/\$	27.2	26.2	24.2	23.7	23.7	27.6	26.7	28.0
Учетная ставка НБУ (на конец периода), %	17.5%	17.5%	16.5%	13.5%	13.5%	10.0%	6.0%	6.0%

(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	6.5	103.4	-1.3	2.7	1,355
Украина 2024	Держать	-	9.0	фев-24	6.6	107.3	-1.0	3.1	750
Украина 2027	Держать	-	7.8	сен-27	7.3	102.2	-1.9	5.4	1,307
Украина 2028	Держать	-	9.8	ноя-28	7.8	111.6	-2.2	5.9	1,600
Украина 2032	Держать	-	7.4	сен-32	7.5	98.7	-1.7	7.7	3,000
Авангард, в дефолте	Продавать	9-апр-19	10.0	окт-18	нс	4.2	0.0	нс	214
ДТЭК 2024 в дефолте	Покупать	28-июл-20	10.8	дек-24	28.0	61.1	0.8	2.9	1,344
Кернел 2022	Держать	21-июл-20	8.8	янв-22	6.6	103.0	0.3	1.4	500
Кернел 2024	Держать	21-июл-20	6.5	окт-24	6.8	99.0	0.0	3.7	300
Метинвест 2023	Держать	7-июл-20	7.8	апр-23	8.3	98.6	-0.2	2.4	505
Метинвест 2025 (в евро)	Держать	7-июл-20	5.6	июл-25	8.1	90.1	0.3	4.3	333
Метинвест 2026	Держать	7-июл-20	8.5	апр-26	9.0	97.9	-0.1	4.5	648
Метинвест 2029	Держать	7-июл-20	7.8	окт-29	8.9	92.7	0.3	6.5	500
МХП 2024	Держать	28-июл-20	7.8	май-24	6.3	104.8	0.2	3.3	500
МХП 2026	Держать	28-июл-20	7.0	апр-26	6.7	101.2	0.5	4.7	550
МХП 2029	Держать	28-июл-20	6.3	сен-29	6.9	95.4	0.1	6.9	350
Нафтогаз 2022	Покупать	9-июн-20	7.4	июл-22	8.0	98.8	0.0	1.8	335
Нафтогаз 2024 (в евро)	Покупать	9-июн-20	7.1	июл-24	8.0	97.2	-0.6	3.6	672
Ощадбанк 2023	Покупать	16-июн-20	9.4	мар-23	7.7	102.0	-0.7	1.2	245
Ощадбанк 2025	Покупать	16-июн-20	9.6	мар-25	8.1	103.0	0.0	2.1	500
ПриватБанк (10.250), в дефолте	-	-	10.3	янв-18	нс	30.8	0.0	нс	160
ПриватБанк (10.875), в дефолте	-	-	10.9	фев-21	нс	30.3	0.0	нс	175
УЖД 2021	Покупать	5-мая-20	9.9	сен-21	7.7	101.3	0.2	0.6	200
УЖД 2024	Покупать	5-мая-20	8.3	июл-24	8.5	99.1	-0.1	3.4	595
Укрлендфарминг, в дефолте	Продавать	13-июн-17	10.9	мар-18	нс	5.0	0.0	нс	543
Укрэксимбанк 2021 (в гривне)	Покупать	16-июн-20	16.5	мар-21	17.1	99.7	-0.3	0.5	150
Укрэксимбанк 2022	Покупать	16-июн-20	9.6	апр-22	6.9	102.5	-0.1	0.9	313
Укрэксимбанк 2025	Покупать	16-июн-20	9.8	янв-25	7.4	103.4	0.0	1.5	600

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
НБУ - статистика по международным резервам	Точная	7-авг
ГССУ - статистика по инфляции	Точная	10-авг

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.