

6 февраля 2019 г.

С 7 по 14 февраля в Нью-Йорке, Бостоне и Лондоне пройдут road-show выпуска первых еврооблигаций Узбекистана. По итогам встреч, Узбекистан может разместить дебютный выпуск бондов со сроком до погашения 5 и/или 10 лет.

В декабре Узбекистан получил рейтинги от S&P и Fitch на уровне «BB-» со «Стабильным» прогнозом. Мы полагаем, что 5-летний выпуск евробондов Узбекистана интересен с доходностью 5,8–6% годовых, 10-летний – с доходностью в интервале 6,2–6,6% с учетом доходности бондов Турции (B+/Ba3/BB) и лучших макроэкономических показателей Узбекистана, но с премией за дебют. На текущий момент доходность Turkey-2029 составляет 6,89%, но низкая долговая нагрузка Узбекистана и умеренный дефицит по текущему счету предполагают меньшую доходность на 50 б.п., тогда как премия за дебют может составить до 30 б.п., по нашим оценкам.

Обзор основных макроэкономических показателей

Экономика Узбекистана характеризуется относительно высокими темпами роста ВВП, превышающими средние значения стран СНГ, а также высокими темпами прироста населения. По приросту населения Узбекистан уступает только Таджикистану, опережая все остальные государства ближнего зарубежья.

Основные макроэкономические показатели

Показатель	2015	2016	2017	2018	2019 (прогноз)
Прирост ВВП, %	7,9	7,8	5,3	5,1	5
ВВП на душу населения, USD	2124,3	2094,1	1490,7	1238,2	1455,4
Инфляция CPI, %	8,4	7,9	18,9	14,3	10,1
Население, млн	31,299	31,848	32,121	33,254	
Внешний сектор					
Валютный курс (сум/долл)	2810,0	3231,0	8120,0	8372,64	
Счет текущих операций, \$ млрд	0,47	0,498	1,774	0,086	-0,525

Источник: МВФ, WEO DataBase, ГК Республики Узбекистан по статистике

Вместе с тем, экономика страны чувствительна к ценам на нефть, хлопок и золото и в 2014–2016 гг. Узбекистан столкнулся с резким снижением цен на хлопок (на 30% в 2014 г.), нефть (-48%), и золото (на 10% в 2015 г.), которые являются основными экспортными товарами страны. Дополнительным негативным фактором стало замедление роста экономики в РФ и в Китае, что привело к снижению спроса на экспортируемые Узбекистаном товары, а также к резкому снижению денежных переводов мигрантов (см табл.). По данным Банка России сумма денежных переводов, перечисленных из РФ в Узбекистан (сальдо) упала с \$5,65 млрд в 2014 г. до \$3,06 млрд в 2015 г. и \$2,74 млрд в 2016 г. В 2018 г. объем переводов продолжил восстанавливаться и за январь-сентябрь составил \$2,758 млрд против \$2,62 млрд за аналогичный период 2017 г.

Двойной внешний шок в 2014–2016гг. привел к ускорению темпов инфляции и к резкому увеличению разрыва официального валютного курса от курса на черном рынке в 2016 г. В

Сальдо переводов из РФ в Узбекистан

	2012	2013	2014	2015	2016	2017	9 мес. 2018
Сальдо переводов, \$ млрд	5,3	6,1	5,0	2,5	2,4	3,56	2,758
Сальдо переводов к ВВП	10%	11%	7,9%	3,8%	3,7%	7,4%	9,1%

Источник: ЦБ РФ, расчеты Ак Барс Финанс

сложившейся ситуации, для остановки развертывания инфляционной спирали, правление Центрального банка Узбекистана приняло решение с 28 июня 2017 г. повысить ставку рефинансирования с 9% до 14% годовых. В сообщении регулятора отмечается, что наряду с сезонными колебаниями и факторами предложения на уровень инфляции оказали влияние такие монетарные факторы, как ускорение темпов роста кредитования экономики и девальвации национальной валюты по сравнению с прошлым годом. Ставка рефинансирования на уровне 9% годовых сохранялась в Узбекистане с января 2015 г., когда

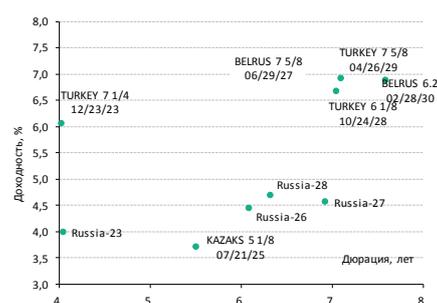
Параметры выпусков

Срок до погашения	5 лет	10 лет
Оценка доходности	5,8–6%	5,8–6%

Рейтинг

S&P	BB- Прогноз «Стабильный»
Fitch	BB- Прогноз «Стабильный»

Доходность евробондов



она была снижена с 10%.

Повышение ставки направлено также на обеспечение положительных реальных процентных ставок и сбалансированных условий кредитования реального сектора экономики, а также «создание необходимых предпосылок для перехода к режиму рыночного формирования валютного курса».

24 сентября 2018 г. правление Центрального банка Узбекистана приняло решение еще раз повысить ставку рефинансирования с 14% до 16% годовых, где она находится по сей день. «Данное решение принято с учетом изменения внешних условий и направлено на снижение инфляционного давления на фоне повышения инфляционных ожиданий, роста регулируемых цен и возрастающего давления валютного курса на цены», говорится в сообщении ЦБ Узбекистана.

По мнению руководства ЦБ, на повышение инфляционных ожиданий оказала влияние «либерализация регулируемых цен выше ожидаемого уровня», а также «увеличение бюджетных расходов по сравнению с запланированными показателями и возрастание рисков несбалансированного исполнения консолидированного государственного бюджета».

По данным МВФ инфляция в Узбекистане в 2017 г. составила 18,9% против 7,9% годом ранее. В 2018 г. инфляция в Узбекистане замедлилась до 14,3% по данным ГК статистики Узбекистана, что оказалось меньше октябрьского прогноза ЦБ Узбекистана (16–17%).

Центральный банк Узбекистана прогнозирует инфляцию на 2019 г. на уровне 13,5–15,5%. При этом, после достижения пика в феврале-марте, инфляция будет замедляться, однако запланированное повышение тарифов на электроэнергию и природный газ в июне окажет сдерживающее влияние на ее снижение.

Госдолг. Долг правительства по состоянию на конец 2018 г. составил \$8,5 млрд или 22% ВВП по оценкам S&P. Расходы правительства на обслуживание долга относительно невысоки в связи с льготным характером (двусторонние соглашения с Китаем и Японией, а также кредиты Азиатского банка развития и Всемирного банка).

Статистика внешнего сектора. По результатам 9 месяцев 2018 г. дефицит счёта текущих операций составил \$3,2 млрд в результате отрицательного сальдо по торговому балансу (-\$5,45 млрд) и по сальдо услуг (-\$1,88 млрд), тогда как положительное сальдо доходов (\$4,1 млрд) оказалось недостаточным для компенсации дефицита торгового баланса.

Экспорт за 9 мес. 2018 г. составил \$7,3 млрд, импорт \$12,7 млрд. Отрицательное сальдо торгового баланса увеличилось до 5,45 млрд с \$2,7 млрд по итогам 6 мес. 2018 г., сальдо услуг – минус \$1,8 млрд (-\$1,5 млрд за 6 мес. 2018 г.).

В структуре экспорта преобладали группы товаров «драгоценные металлы» и «минеральные продукты», суммарная доля которых по итогам 9 месяцев равна 52% от совокупного экспорта товаров. Объём реализации золота, рассчитанный по средним ценам в I квартале т.г. – 30 тонн, а во II квартале т.г. – 6,4 тонн. Реализация золота в III квартале 2018 г. не осуществлялась, сообщается в публикации ЦБ Узбекистана.

Основными рынками сбыта экспортной продукции в январе-сентябре 2018 г. являлись: Швейцария с долей 23% (золото), Китай (21%), Россия (18%), Казахстан (14%), Турция (7%), Афганистан (4%), Киргизия (2%) и Иран (2%), на долю которых приходится 92% от общего объёма экспорта.

Отрицательное сальдо внешней торговли не способствует устойчивости валютного курса. За 2018 г. международные резервы Узбекистана сократились на \$1 млрд, до \$27,1 млрд по состоянию на 1 января 2019 г.

В 2017 г. узбекский сум снизился относительно доллара с 3216,8 сума/\$1 на 1 января 2017 г. до 8120,4 сума/\$1 на 1 января 2018 г. После сентябрьской девальвации обменный курс сохранялся на стабильном уровне и колебался в диапазоне 7807–8437 сум за 1 доллар США.

Быстрорастущая экономика. Валовой внутренний продукт Узбекистана в 2018 г. вырос на 5,1%, по предварительным данным, и составил в текущих ценах 407,5 трлн сумов. Объем производства промышленной продукции увеличился на 10,6%, продукции сельского хозяйства - на 0,3%, строительных работ - на 9,9%, услуг - на 6,3%.

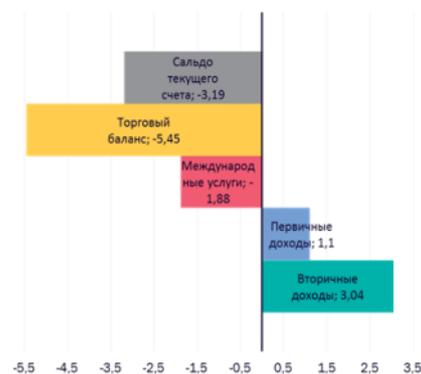
Экономика Узбекистана в ближайшие два года будет расти на 5% в год, по оценкам МВФ.

Показатели бюджета расширенного правительства

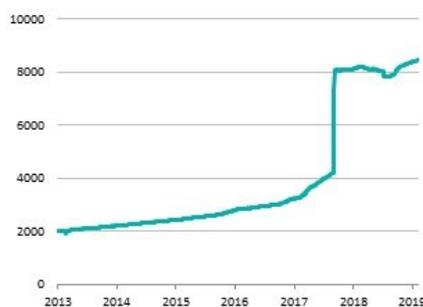
	2016	2017	2018	2019П	2020П
Баланс бюджета/ВВП	-0,3	-2,5	-0,8	-2,1	-1,5
Доходы бюджета/ВВП	31,2	29,6	29,5	29,5	30,0
Расходы бюджета/ВВП	31,5	32,1	30,3	31,6	31,5
Долг/ВВП	10,5	24,1	22,4	22,2	21,7
Ликвидные активы/ВВП	24,6	45,9	37,4	31,5	26,8

Источник: S&P

Сальдо по компонентам счёта текущих операций



Динамика курса сум/доллар



Прирост ВВП Узбекистана по видам экономической деятельности



Иностранные инвестиции. В Узбекистане в 2018 г. в рамках инвестиционных и инфраструктурных программ планируется реализовать 2,6 тыс. проектов и освоить более \$6,85 млрд инвестиций, в том числе \$4,9 млрд – иностранных. Из общего объема иностранных инвестиций \$2,3 млрд приходится на кредиты международных финансовых организаций, \$2,6 млрд - прямые инвестиции.

Курс на реформы. В рамках своих экономических реформ правительство Узбекистана стремится расширить возможности для малого и среднего бизнеса и уделяет внимание увеличению прямых иностранных инвестиций. В сентябре 2017 г. правительство обесценило официальный курс валюты почти на 50% и объявило об ослаблении валютных ограничений. По оценкам Всемирного банка, структурные реформы в стране, в том числе либерализация обменного курса, налоговая реформа, приватизация государственных предприятий и реформа банковского сектора улучшат перспективы долгосрочного роста.

ПАО «АК БАРС» БАНК (Казань)

Айдар Мухаметзянов
Директор департамента
инвестиционного бизнеса
+7 843 519-38-32
mai@akbars.ru

Дмитрий Тренин
Торговые операции
+7 495 644-29-95 доб. 227
trenin@akbars.ru

Рустам Аскарлов
Брокерское обслуживание
+7 843 519-39-58
askarovrr@akbars.ru

**Акционерное общество
Инвестиционная компания
«АК БАРС Финанс» (Москва)**

+7 495 644-29-95
+7 495 644-29-96

Департамент по работе с клиентами

Аналитический отдел

Наталья Кондратьева
Начальник департамента
+7 495 644-29-95 доб. 165, 166
nkondrateva@akbf.ru

Станислав Шумилов
Зам. начальника департамента
+7 495 644-29-95 доб. 229
sshumilov@akbf.ru

Елена Василева-Корзюк
Начальник отдела
+7 495 644-29-95 доб. 221
evasileva@akbf.ru

Ограничение применения, ограничение ответственности и предупреждение о рисках

Содержание данного документа подготовлено Акционерным обществом Инвестиционная компания «АК БАРС Финанс» (далее здесь – АК БАРС Финанс), как инвестиционное исследование по смыслу статьи 36 Commission Delegated Regulation (EC) 2017/565, дополняющей директиву о рынках финансовых инструментов 2014/65/ЕС ("MiFID II"). АК БАРС Финанс регулируется Центральным банком Российской Федерации; лицензии профессионального участника рынка ценных бумаг №№ 177-11176-100000, 177-11181-010000, 177-11185-001000 и 177-12174-000100.

АК БАРС Финанс распространяет этот документ среди своих клиентов и не несет никакой ответственности по отношению к другим классам получателей. АК БАРС Финанс имеет соответствующие политику и процедуры в отношении конфликтов интересов, направленные на обеспечение объективности информации, содержащейся в настоящем документе.

100% акций АК БАРС Финанс принадлежит «АК БАРС» Банку (ПАО) (далее здесь – АК БАРС Банк).

Информация, содержащаяся в настоящем документе, предоставляется исключительно в информационных целях и не является маркетинговым сообщением, индивидуальным инвестиционным советом, индивидуальной инвестиционной консультацией или индивидуальной инвестиционной рекомендацией в понимании Федерального закона от 22.04.1996 N 39-ФЗ "О рынке ценных бумаг", а также по смыслу MiFID II. Информация не должна использоваться или рассматриваться как предложение о продаже, покупке или подписке на какие-либо ценные бумаги или финансовые инструменты. Финансовые инструменты либо операции, упомянутые в данном документе, могут не соответствовать Вашему инвестиционному профилю. Определение соответствия финансового инструмента либо операции инвестиционным целям, инвестиционному горизонту и толерантности к риску является задачей инвестора. В Великобритании этот документ не является финансовым продвижением по смыслу статьи 21 закона «О финансовых услугах и рынках», 2000 г. (с поправками). Этот документ не предназначен для розничных клиентов в определении MiFID II и не может быть сообщен таким лицам. Настоящий документ не предназначен для распространения или использования любым физическим или юридическим лицом в любой юрисдикции, где такое распространение или использование противоречило бы местному законодательству или иным применимым нормативным актам или где АК БАРС Финанс, АК БАРС Банк или любая другая финансовая организация Группы АК БАРС Банка должна получить разрешение, лицензию или где существуют другие регистрационные требования в соответствии с применимым законодательством. Этот документ не предназначен для распространения или использования европейскими инвестиционными фирмами, предоставляющими клиентам услуги по управлению портфелем или другие инвестиционные или вспомогательные услуги, за исключением случаев, когда он получен за плату.

Информация, содержащаяся в настоящем документе, является исключительной собственностью АК БАРС Финанс. Несанкционированное копирование, тиражирование или распространение данного документа, полностью или частично, без письменного согласия АК БАРС Финанс строго запрещено. Хотя информация, содержащаяся в данном документе, была получена из и базируется на источниках, которые АК БАРС Финанс считает надежными, АК БАРС Финанс и ее сотрудники не дают в отношении нее никаких заверений или гарантий, явных или подразумеваемых.

АК БАРС Финанс и ее сотрудники не несут никакой ответственности за точность или полноту любой информации, содержащейся в настоящем документе, а также за то, были ли опущены какие-либо существенные факты. Вся информация, указанная здесь, может быть изменена без предварительного уведомления. АК БАРС Финанс не дает никаких гарантий или заверений, что любые ценные бумаги, упомянутые в настоящем документе, подходят для всех получателей; любые получатели, рассматривающие инвестиционные решения, должны обратиться за соответствующей независимой консультацией. АК БАРС Финанс не несет ответственности за возможные убытки инвестора в случае совершения операций либо инвестирования в финансовые инструменты, упомянутые в настоящем документе.

Ничто в этом документе не является налоговой, юридической или бухгалтерской консультацией. АК БАРС Финанс и ее аффилированные лица, директора и работники (за исключением финансовых аналитиков или других работников, участвующих в производстве исследований) время от времени могут выступать в качестве маркет-мейкеров или консультантов, брокеров или коммерческих и/или инвестиционных банкиров в отношении ценных бумаг, финансовых инструментов и компаний, упомянутых в данном документе, или могут быть представлены в совете директоров таких компаний. В случае возникновения таких обстоятельств АК БАРС Финанс, АК БАРС Банк и связанные с ними компании проводят соответствующую политику и процедуры в отношении конфликтов интересов, чтобы гарантировать независимость и объективность инвестиционных исследований. Краткое содержание указанных политик и процедур в отношении конфликта интересов, касающихся инвестиционных исследований, предоставляется по запросу.

АК БАРС Финанс зарегистрирована, сфокусирована и базируется в Российской Федерации и не аффилирована с люксембургской компанией АК BARS Luxembourg S. A.

Настоящий документ публикуется еженедельно.

Подтверждение аналитиков

Аналитики, чьи имена указаны в обзорах АК БАРС Финанс, подтверждают следующее:

1) все взгляды, изложенные в аналитических обзорах, в точности отражают их личную точку зрения по вопросам, имеющим отношение к ценным бумагам и эмитентам, являющимся предметом аналитических обзоров АК БАРС Финанс;

2) никакая часть вознаграждения аналитиков АК БАРС Финанс не зависит и не может зависеть, напрямую или косвенно, от рекомендаций и мнений, представленных в аналитических материалах АК БАРС Финанс.

Аналитики, чьи имена указаны в обзорах АК БАРС Финанс, получают вознаграждение на основе различных факторов, в том числе совокупной выручки АК БАРС Финанс.

Определение рейтингов

АК БАРС Финанс использует трехступенчатую систему рекомендаций по акциям эмитентов, в отношении которых осуществляется аналитическое освещение деятельности: «Покупать», «Держать» или «Продавать».

ПОКУПАТЬ: прогнозная цена через 12 месяцев превышает рыночную цену на 10% и более (на момент публикации).

ДЕРЖАТЬ: прогнозная цена через 12 месяцев не ниже рыночной цены и не превышает ее более чем на 10% (на момент публикации).

ПРОДАВАТЬ: прогнозная цена через 12 месяцев ниже рыночной цены (на момент публикации).

ОГРАНИЧЕНО: при определенных обстоятельствах АК БАРС Финанс не может сообщить рекомендации по акциям эмитента в связи с положениями корпоративной политики и (или) нормативными ограничениями.

ПРИОСТАНОВЛЕНО: если в обозримом будущем планируется или ожидается публикация важных сведений об эмитенте, аналитик может приостановить рекомендацию по соответствующему эмитенту. Это означает, что аналитик пересматривает, но в настоящее время не изменяет ныне действующую рекомендацию в ожидании появления важной информации по компании.

При вынесении рекомендаций (например, краткосрочных торговых рекомендаций) АК БАРС Финанс может использовать временные рамки, отличные от указанных выше. Рекомендации, вынесенные с использованием альтернативных временных рамок, могут отличаться от рейтингов, присвоенных в соответствии с описанной выше системой.