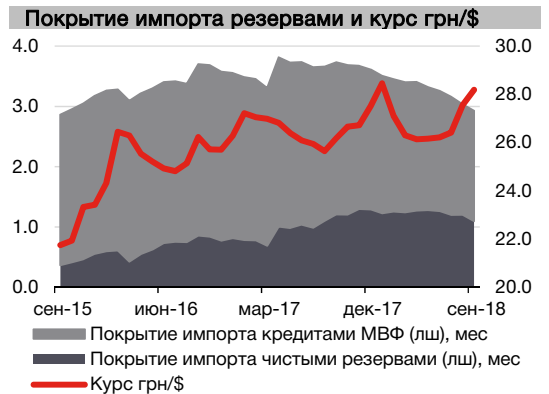


Еженедельный обзор

- Валютные резервы НБУ в сентябре сократились на 0.6 млрд \$ м/м до 16.6 млрд \$
- В 3кв18 компания Ferrexpo увеличила производство окатышей на 6% кв/кв до 2.7 тыс т
- ЕБИТДА Укрзалізничці за 1п18 сократилась на 18% г/г до 269 млн \$
- ЕБИТДА компании Метинвест в июле сократилась на 3% м/м до 199 млн \$

Валютные резервы НБУ в сентябре сократились на 0.6 млрд \$ м/м до 16.6 млрд \$. Отток был вызван процентными и амортизационными платежами по государственному долгу в размере 0.7 млрд \$. Крупнейшими поступлениями послужили чистые интервенции на сумму 53 млн \$, размещение правительством валютных ОВГЗ на 49 млн \$ и прибыль от переоценки финансовых инструментов в размере 14 млн \$.

Наш взгляд: Опубликованный размер резервов практически совпал с нашим ожиданием, сократившись на фоне существенных процентных и амортизационных платежей по государственным займам. Поскольку чистые размещения валютных ОВГЗ полностью перекрыли интервенции регулятора, рассчитываемый нами вклад частного сектора в платежный баланс в этом месяце оказался нулевым, что соответствует нашему прогнозу данного индикатора на год. Учитывая неопределенность в переговорах Украины с МВФ, мы пересматриваем нашу оценку резервов на конец декабря основываясь на двух вариантах развития событий. Согласно положительному сценарию, правительству удастся достигнуть консенсуса с Фондом в течение нескольких недель и, таким образом, до конца 2018 получить транш от МВФ на сумму 2.0 млрд \$, 0.5 млрд евро макрофинансовой помощи от ЕС, кредит от Всемирного банка в размере 0.5 млрд \$, а также осуществить размещение еврооблигаций на 1.0 млрд \$ (в чистом виде). Резервы в таком случае составят 19.5 млрд \$. Альтернативный вариант предполагает затягивание переговоров до декабря, и, следовательно, полное отсутствие внешнего финансирования, что понижает оценку до 15.4 млрд \$. Поскольку на сегодняшний день мы считаем, что развитие обоих сценариев равновероятно, наш итоговый прогноз составляет 17.4 млрд \$. Отметим также, что покрытие среднемесячного импорта резервами впервые за три года сократилось ниже отметки 3.0, что повышает вероятность превалирования негативных настроений на валютном рынке.



Источник: НБУ, Adamant Capital

В 3кв18 компания Ferrghro увеличила производство окатышей на 6% кв/кв до 2.7 тыс т. Доля высококачественной продукции (с 65% содержанием железа) в общем объеме снова достигла 94%. Индекс цен на железную руду 62% Fe CFR China вырос на 2% кв/кв до 66 \$/т.

Наш взгляд: Увеличение выхода кв/кв соответствовало нашим ожиданиям и возникло на фоне низкой базы сравнения вследствие ремонта одной из производственных линий в предыдущем периоде. Как мы заявляли ранее, выпуск продукции компании во 2п18, по нашим расчетам, должен составить 5.3 млн т, а объемы продаж за 12 месяцев – 10.2 млн т (практически на уровне прошлого года). Учитывая текущие рыночные цены на руду и индикативную премию за 65% окатыши (мы оцениваем в 60 \$/т), мы повышаем наш годовой прогноз EBITDA на 8% до 485 млн \$ (цифра за 2п18 - 260 млн \$). При этом, несмотря на привлекательные кредитные метрики группы (соотношение чистого долга к EBITDA на конец декабря должно составить 0.3), мы вынуждены понизить рекомендацию по еврооблигациям Ferrghro до отметки «держат» в связи с существенным ростом цены данной бумаги с даты нашего последнего обзора (дисконт по доходности к суверенной кривой уже составляет 100 бп).

EBITDA Укрзализныци за 1п18 сократилась на 18% г/г до 269 млн \$. По сравнению с прошлым годом, вклады операционных сегментов изменились следующим образом: грузовые перевозки прибавили 30 млн \$, а пассажирские и другая деятельность потеряли 54 млн \$ и 36 млн \$, соответственно. Чистая прибыль вышла практически в ноль (маржа на уровне 1%) в связи с высокими расходами на амортизацию и обслуживание долга. Операционный денежный поток сократился на 32% г/г в результате большего объема инвестиций в оборотный капитал (который, по-прежнему, остался отрицательным). Свободный денежный поток упал до -54 млн \$ на фоне приобретения основных фондов на сумму 274 млн \$. Соотношение чистого долга к 12 месячной EBITDA осталось на уровне 1.6.

Наш взгляд: EBITDA компании оказалась на 32% ниже наших оценок на фоне больших чем предполагалось операционных расходов, которые возникли в связи с 33% повышением средних зарплат (затраты на персонал составляют порядка 50% себестоимости предоставляемых услуг УЗ). Дополнительными факторами послужили меньшие чем мы прогнозировали объемы грузоперевозок, относительно слабые результаты «других» сегментов, а также более позднее повышение цен на билеты для пассажирских поездов (в июне вместо апреля). Принимая во внимание новые данные, мы сокращаем наш прогноз EBITDA компании на 2018 год до 600 млн \$, что на 33% ниже озвученной нами ранее цифры и на 23% - финансового плана предприятия. В то же время, мы отмечаем, что кредитные метрики Укрзализныци остаются удовлетворительными, поскольку размер капитальных инвестиций, скорее всего, не достигнет намеченного изначально объема в 1.0 млрд \$ (на который понадобились бы дополнительные займы), так как только 27% от этой суммы было потрачено за первое полугодие. Помимо этого, доходы компании должны постепенно вернуться хотя бы к уровню 2017 года (порядка \$800млн) по мере восстановления маржинальности бизнеса (особенно в сегменте пассажирских перевозок, где тарифы снова повысятся в октябре). В целом, наша рекомендация по бумагам эмитента остается на отметке «покупать», учитывая существенную премию по доходности к суверенной кривой (порядка 250 бп). Размер спреда, по нашему мнению, является завышенным, поскольку предприятие находится в госсобственности.

Производственные показатели Ferrghro

	3кв18	2кв18	1кв18	4кв17	3кв17
Выпуск окатышей	2,660	2,511	2,585	2,791	2,493
кв/кв	6%	-3%	-7%	12%	-2%
г/г	7%	-1%	-1%	-3%	-4%
Доля окатышей 65% Fe	94%	93%	94%	95%	94%
62% Fe CFR China, \$/т ¹	66	65	74	65	71
кв/кв	2%	-12%	13%	-8%	13%
г/г	-6%	4%	-12%	-6%	23%

(1) Индекс цен на железную руду (Iron Ore Spot Price Index Fe 62% Import Fine Ore in USD)

Источник: данные компании, Bloomberg

Результаты Укрзализныци за 1п18, млн \$

	1п18	1п17	г/г	2п17	п/п
Выручка	1,527	1,318	16%	1,463	4%
Скорр. EBITDA ¹	269	329	-18%	451	-40%
Грузоперевозки	518	488	6%	556	-7%
Пассажирские	-162	-108	нс	-110	нс
Другое	-87	-51	нс	5	нс
Скорр. EBITDA маржа	18%	25%	-7пп	31%	-13пп
Амортизация	-266	-287	нс	-264	нс
Курсовые разницы	88	53	1	-97	нс
Чистая прибыль	18	5	3	0	нс
Маржа по прибыли	1%	0%	1пп	0%	1пп
OCF ²	220	321	-32%	335	-34%
Сарех ³	274	164	67%	245	12%
FCF ⁴	-54	157	-135%	90	-161%
Перевозка грузов					
Объем, млрд ткм	92.3	94.9	-3%	97.0	-5%
Тариф, грн/ткм	0.35	0.31	16%	0.32	11%
Тариф, с/ткм	1.36	1.14	19%	1.21	12%
EBITDA/ткм, с	0.56	0.51	9%	0.57	-2%
Перевозка пассажиров					
Объем, млрд пкм	14.5	13.8	5%	14.2	2%
Тариф, грн/пкм	0.26	0.25	4%	0.28	-7%
Тариф, с/пкм	0.98	0.92	7%	1.04	-6%
EBITDA/пкм, с	-1.12	-0.78	нс	-0.77	нс
Чистый долг	1,132	1,222	-7%	1,035	9%
Чистый долг/EBITDA ⁵	1.58	1.60	-1%	1.41	12%

Примечание: с – цент (США)

(1) EBITDA не учитывает переоценку активов

(2) Денежный поток от операционной деятельности

(3) Капитальные инвестиции

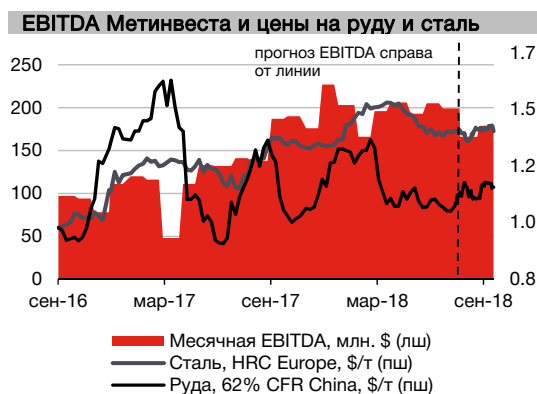
(4) Свободный денежный поток

(5) Соотношение чистого долга к скорректированному показателю EBITDA за последние 12 месяцев

Источник: данные компании, ГССУ, Adamant Capital

ЕБИТДА компании Метинвест в июле сократилась на 3% м/м до 199 млн \$ (без учета доходов от совместных предприятий). Вклад сегмента добычи руды увеличился на 16% вследствие скачка средней цены на 4% (хотя индекс 62% Fe CFR China продемонстрировал стабильную динамику). ЕБИТДА металлургического дивизиона сократилась на 11% в связи с падением объемов реализации продукции (без учета перепродаж) на 10% (вероятно, на фоне единоразовых факторов). Корректировки внесли неожиданно большой вклад (32 млн \$) в консолидированный показатель (хотя, обычно такая динамика наблюдается в конце квартала). Операционный денежный поток достиг рекордного значения (313 млн \$) на фоне оттока оборотного капитала в размере 126 млн \$. Расходы на капитальные инвестиции составили 60 млн \$. Денежные средства на конец периода выросли на 53% м/м, достигнув 566 млн \$.

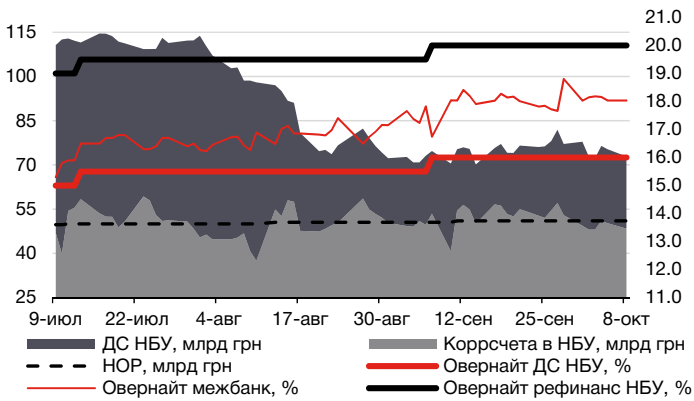
Наш взгляд: ЕБИТДА группы в июле оказалась на 21% выше наших ожиданий в связи с необычно большим вкладом корректировок (32 млн \$), которые, скорее всего, компенсируются отрицательными значениями в будущих периодах. Поскольку себестоимость производства и цены на продукцию компании, в целом, не изменились с момента нашего последнего обзора в начале сентября, наш предыдущий прогноз ЕБИТДА на год (2.1 млрд \$) также остается актуальным (цифра за 3кв18, соответственно, составит порядка 500 млн \$). При условии отсутствия существенных инвестиций в основные фонды или в рабочий капитал (на текущий момент составляет 15.5% от выручки, что сравнимо со средним значением за 2016-2017), чистый долг, по нашим расчетам, может снизиться до 1.9 млрд \$ к декабрю, а его соотношение к ЕБИТДА за последние 12 месяцев – до 0.8. В то же время, не смотря на сильные результаты группы, мы оставляем нашу рекомендацию по бумагам эмитента на отметке «держать», учитывая их текущий спред по доходности к суверенной кривой на уровне 80-90 бп. По сравнению с агрохолдингом Кернел, еврооблигации которого торгуются на том же уровне, Метинвест является бизнесом мене прозрачными, а также более подверженным рискам сырьевой волатильности и корпоративного управления.



Примечание: цены на сталь и железную руду перебазируются к 1; прогнозные данные ЕБИТДА – с мая 2018
Источник: данные компании, Bloomberg, Adamant Capital

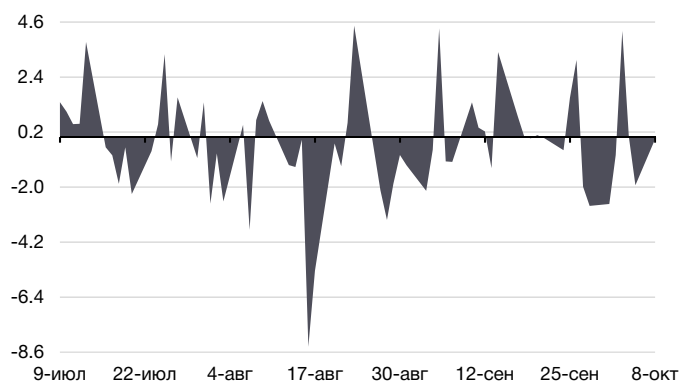
Приложение

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



Источник: НБУ, Adamant Capital

Приток от Госказначейства и ФГВФЛ в систему¹, млрд грн



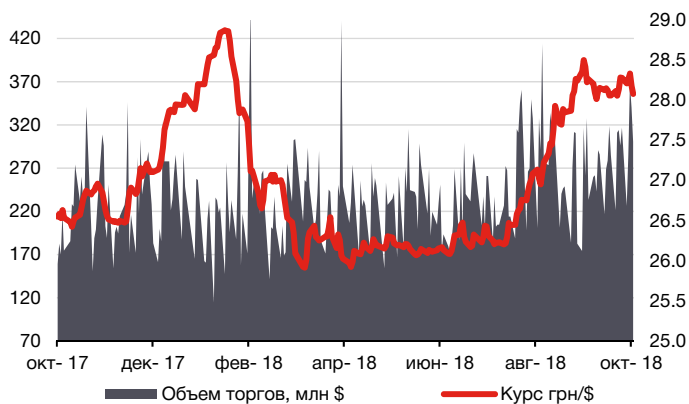
(1) Банковская система

Источник: НБУ

Ликвидность локального рынка (сумма коррсчетов в НБУ и депозитных сертификатов) сократилась на 5.0 млрд грн до 72.8 млрд грн за неделю. Министерство финансов 9 октября разместило облигации в гривне с погашением в декабре 2018, апреле 2019, июле 2019 и апреле 2020 с доходностью 19.0%, 18.5%, 18.5% и 18.5%, соответственно, а также в долларах США с погашением в июне 2019 и январе 2020 с доходностью 7.0% и 7.5%, соответственно. Размещены были также облигации в евро с погашением в июне 2019 и доходностью 4.6%. Общие заимствования составили 1.5 млрд грн, 127.2 млн \$ и 30.0 млн евро.

Межбанковский курс грн/\$ на этой неделе укрепился на 0.7%, открывшись на отметке 28.27 и закрывшись к концу на уровне 28.08.

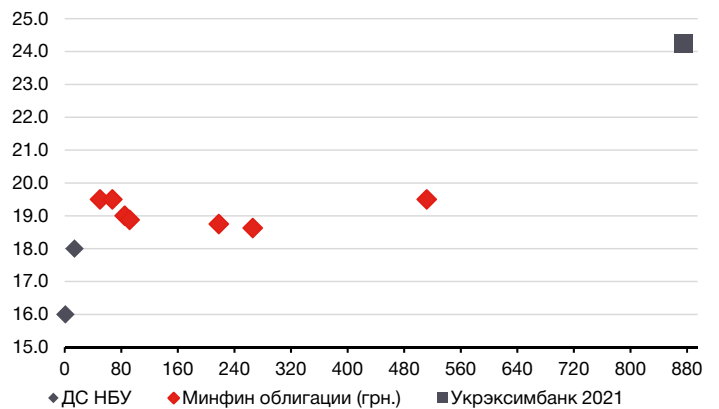
Курс валюты (пш) и объем межбанковских торгов (лш)



На основе официальных данных межбанковского рынка

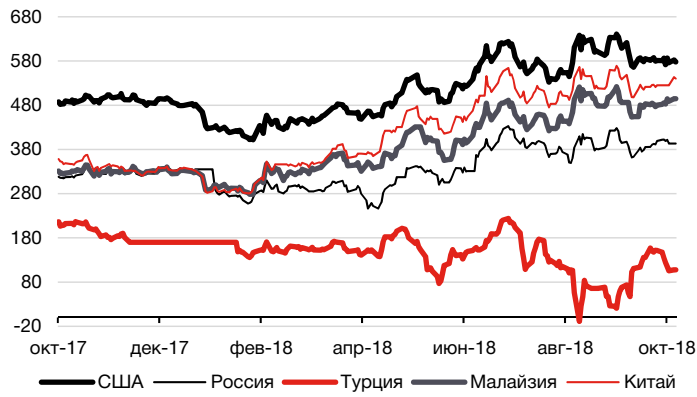
Источник: НБУ

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



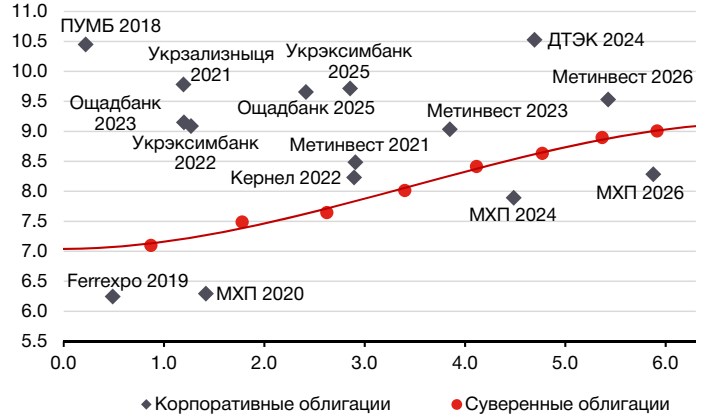
Источник: НБУ, Bloomberg, Adamant Capital

Премия 10 летней доходности Украины к другим странам, бп



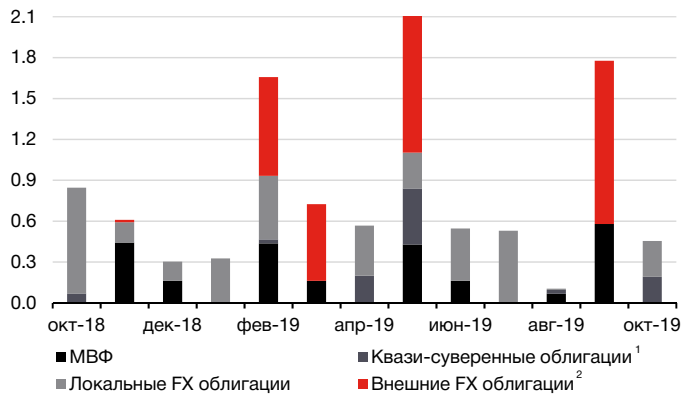
Источник: Bloomberg, Adamant Capital

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



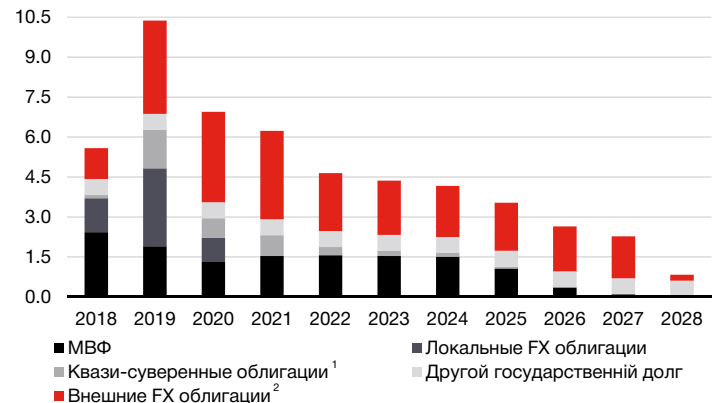
Источник: Bloomberg, Adamant Capital

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



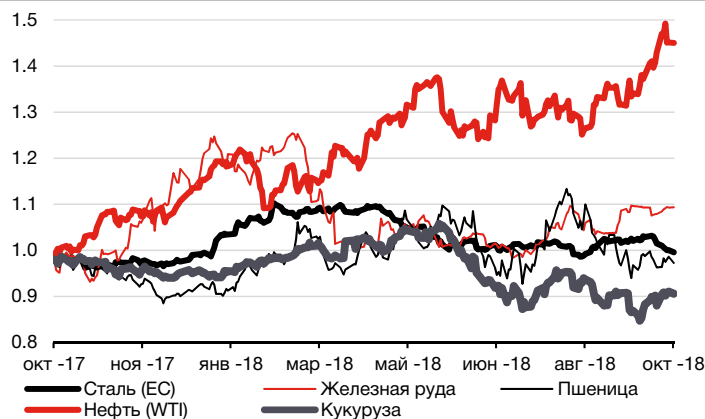
Процентные платежи включены в каждую категорию
 (1) Долг государственных банков, Укрзаказницы и муниципалитетов
 (2) Включают кредитные гарантии США
 Источник: Bloomberg, Adamant Capital

График погашения внешнего долга Украины на 2018-28, млрд \$



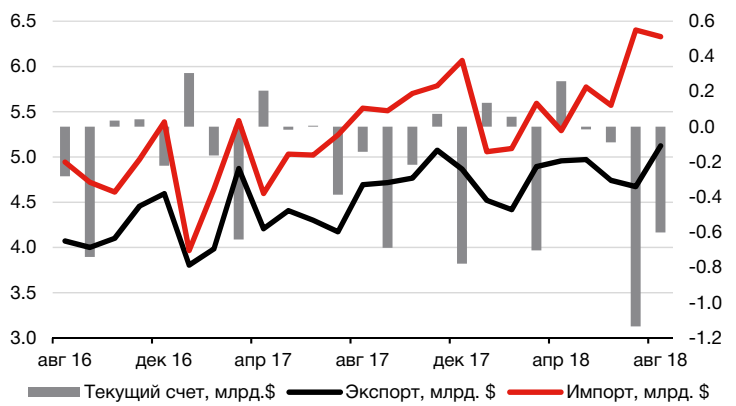
Процентные платежи включены в каждую категорию
 (1) Долг государственных банков, Укрзаказницы и муниципалитетов
 (2) Включают кредитные гарантии США
 Источник: Bloomberg, Adamant Capital

Мировые индексы цен на сырье



Все индексы приведены с базисом 1. Используются следующие котировки: North America HRC Spot; China Iron Ore 62% Fe; Wheat Futures (CBT); WTI Crude Oil Futures; Corn Futures (CBT)
 Источник: Bloomberg, Adamant Capital

Внешняя торговля (лш) и баланс текущих операций (пш)



Источник: НБУ

Основные макроэкономические показатели								
	1кв17	2кв17	3кв17	4кв17	2017	1кв18	2кв18П	2018П
Рост реального ВВП, г/г %	2.8%	2.6%	2.4%	2.2%	2.5%	3.1%	3.8%	3.4%
Номинальный ВВП, млрд грн	591	665	833	894	2,983	700	807	3,543
Номинальный ВВП, млрд \$	22	26	32	33	112	26	31	129
Рост дефлятора ВВП, г/г % ¹	26.2%	20.9%	21.1%	20.9%	22.0%	14.9%	17.0%	14.9%
ИПЦ (средний за период), г/г %	14.0%	13.8%	16.1%	14.0%	14.5%	13.8%	11.6%	11.5%
ИПЦ (на конец периода), г/г %	15.1%	15.6%	16.4%	13.7%	13.7%	13.2%	9.9%	9.5%
Дефицит бюджета, % ВВП ^{1,2,6}	-0.7%	-7.2%	1.3%	9.4%	1.4%	0.4%	-1.6%	2.5%
Широкий дефицит бюджета, % ВВП ³	3.8%	-7.2%	4.0%	12.7%	4.1%	0.4%	-1.2%	2.6%
Государственный долг, % ВВП	77.4%	73.9%	72.7%	71.8%	71.8%	66.4%	61.8%	63.1%
Внешний государственный долг, % ВВП ⁴	46.9%	47.4%	46.5%	43.7%	43.7%	41.7%	38.7%	38.9%
Общий внешний долг, млрд \$	114	115	116	115	115	115	114	117
Экспорт товаров и услуг, млрд \$	12.6	12.9	13.6	14.9	60.8	13.8	14.6	54.8
Импорт товаров и услуг, млрд \$	13.7	14.2	15.9	17.0	54.0	15.7	16.6	65.1
Сальдо торгового баланса, млрд \$	-1.1	-1.3	-2.3	-2.1	6.8	-1.9	-2.0	-10.3
Текущий счет, млрд \$	-0.8	-0.3	-1.7	-1.0	-3.8	-0.7	0.0	-3.5
Финансовый счет, млрд \$ ⁵	-0.2	-1.9	-2.5	-1.7	-6.4	-0.4	-0.5	-3.5
Резервы НБУ, млрд \$	15.1	18.0	18.6	18.8	18.8	18.2	18.0	17.4
Средний курс на межбанке, грн/\$ ⁷	27.1	26.0	25.9	26.9	26.6	27.3	26.2	27.5
Курс на межбанке (на конец периода), грн/\$	27.0	26.0	26.6	28.1	28.1	26.3	26.3	29.0
Учетная ставка НБУ (на конец периода), %	14.0%	12.5%	12.5%	14.5%	14.5%	17.0%	17.0%	19.0%

(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) В доходы сводного бюджета за 2015 год не включены поступления от внедрения технологии 3G (9 млрд грн), согласно стандартам МВФ

(7) 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 2019 (бескупонная)	-	-	0.0	фев-19	10.2	96.3	0.0	0.4	725
Украина 2019	Держать	1-дек-16	7.8	сен-19	7.1	100.5	-0.1	0.9	661
Украина 2023	Держать	1-дек-16	7.8	сен-23	8.4	97.4	-0.4	4.1	1,355
Украина 2027	Держать	1-дек-16	7.8	сен-27	9.1	91.9	-0.7	6.4	1,307
Украина 2032	Держать	1-дек-16	7.4	сен-32	9.3	85.2	-1.0	8.2	3,000
МХП 2024	Держать	24-июл-18	7.8	май-24	7.9	99.4	-0.5	4.5	500
МХП 2026	Держать	24-июл-18	7.0	апр-26	8.3	92.7	-0.4	5.9	550
ДТЭК 2024	Покупать	25-сен-18	10.8	дек-24	10.5	101.2	0.4	4.7	1,344
Феррэкспо 2019	Покупать	9-окт-18	10.4	апр-19	6.2	102.0	-0.2	0.5	346
Метинвест 2023	Держать	9-окт-18	7.8	апр-23	9.0	95.3	-0.3	3.8	945
Метинвест 2026	Держать	9-окт-18	8.5	апр-26	9.5	94.5	-0.3	5.4	648
Укрлендфарминг 2018	Продавать	13-июн-17	10.9	мар-18	нс	21.0	0.7	2.4	543
Авангард 2018	Продавать	5-июн-18	10.0	окт-18	нс	20.5	0.1	0.1	214
ПУМБ 2018	Покупать	7-авг-18	11.0	дек-18	10.5	100.1	-0.7	0.2	59
ПриватБанк в дефолте (10.250)	-	-	10.3	январ-18	нс	22.1	-0.3	2.7	160
ПриватБанк в дефолте (10.875)	-	-	10.9	фев-21	нс	22.4	0.0	2.6	175
Ощадбанк 2023	Покупать	7-авг-18	9.4	мар-23	9.2	100.8	-0.1	1.2	700
Ощадбанк 2025	Покупать	7-авг-18	9.6	мар-25	9.7	99.8	-0.2	2.4	500
Укрэксимбанк 2021 (в гривне)	Покупать	7-авг-18	16.5	мар-21	25.4	84.7	-0.7	2.0	150
Укрэксимбанк 2022	Покупать	7-авг-18	9.6	апр-22	9.1	101.6	-0.1	1.3	750
Укрэксимбанк 2025	Покупать	7-авг-18	9.8	январ-25	9.7	100.1	-0.2	2.9	600
Укрзалізниця 2021	Покупать	9-окт-18	9.9	сен-21	9.8	100.2	-0.3	1.2	500
Мрия 2018	Держать	19-июн-18	9.5	апр-18	нс	7.1	-0.6	1.3	400
Кернел 2022	Покупать	17-июл-18	8.8	январ-22	8.2	101.4	-0.2	2.9	500

Источник: Bloomberg, Adamant Capital

Календарь событий на 2 недели		
Событие	Тип даты	Дата
ГССУ - статистика по сельхозпроизводству	Точная	17 окт
МХП - операционные результаты за 3кв18	Точная	18 окт
Кернел - финансовые результаты за 2018	Точная	22 окт
ГССУ - статистика по товарообороту	Точная	22 окт
ГССУ - статистика по транспорту	Точная	22 окт
ГССУ - статистика промышленности	Точная	23 окт

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

Людмила Дунаева | ldu@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.