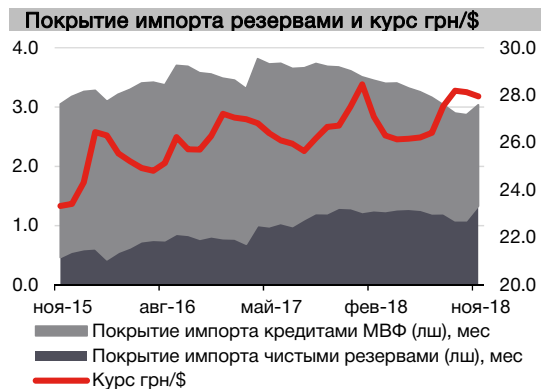


Еженедельный обзор

- Валютные резервы НБУ в ноябре увеличились на 1.0 млрд \$ м/м до 17.7 млрд \$
- В ноябре потребительская инфляция составила 1.4% м/м и 10.0% г/г
- ДТЭК завершил анбандлинг дочерних предприятий по дистрибуции электроэнергии
- ЕБИТДА Метинвеста в 3кв18 увеличилась на 26% г/г до 587 млн \$

Валютные резервы НБУ в ноябре увеличились на 1.0 млрд \$ м/м до 17.7 млрд \$. Крупнейшими поступлениями послужили размещенные правительством еврооблигации на 2.0 млрд \$ (два выпуска с погашением в 2024 и 2028) и чистые валютные интервенции регулятора в размере 0.2 млрд \$. Отток был вызван, прежде всего, досрочной амортизацией бескупонных еврооблигаций на сумму 725 млн \$ (были размещены в августе), выплатой 440 млн \$ МВФ и другими платежами по государственному долгу на 240 млн \$.

Наш взгляд: Опубликованный размер резервов практически совпал с нашими ожиданиями, несмотря на более низкий, чем предполагалось, ролlover валютных ОВГЗ (60% против предполагаемых 100%). Чистая покупка НБУ на межбанке также незначительно превысила наш прогноз, прибавив 100 млн \$ к аналогичному показателю за прошлый год, несмотря на политическую турбулентность в конце периода (26 ноября было введено военное положение в 10 областях). Как сообщалось нами ранее, мы уже ожидаем, что первый транш SBA от МВФ в размере 1.4 млрд \$, гарантированный Мировым банком кредит на сумму 0.8 млрд \$ и 0.6 млрд \$ от ЕС поступят на счета НБУ и Минфина в декабре. Принимая во внимание вышесказанное, мы повышаем нашу оценку валютных резервов на конец года на 1.2 млрд \$ до 20.1 млрд \$ (наш предыдущий прогноз учитывал 50% вероятность поступления средств от международных доноров в начале 2020).



Источник: НБУ, Adamant Capital

В ноябре потребительская инфляция составила 1.4% м/м и 10.0% г/г. Индекс вырос главным образом вследствие очередного скачка цен на еду (вклад в общий рост ИПЦ – 55 бп, в связи с подорожанием овощей, хлеба и молока) и повышения тарифов на газ. Базовая инфляция достигла 1.1% м/м.

Наш взгляд: Общий рост ИПЦ сравнению с октябрём оказался значительно ниже наших ожиданий в результате более слабого, чем предполагалось, эффекта от повышения тарифов на газ. В отличие от исторических данных, влияние оказалось пропорциональным доле данной категории в потребительской корзине (в апреле 2015 и 2016 инфляция превысила рассчитываемые таким образом показатели на 2.1% и 3.1%, соответственно). Принимая во внимание также и то, что новые тарифы на отопление и горячую воду вступят в силу только с 1 января, а цены на топливо продолжают падать, мы понижаем наш прогноз ИПЦ на конец года на 100 бп до 10.0%. В 2019 мы ожидаем замедление данного индикатора до 6.5% г/г, ввиду жесткой монетарной политики регулятора. Росту инфляции, по нашему мнению, будет в основном способствовать давление со стороны спроса на фоне повышающихся доходов граждан и увеличения бюджетных трат на социальные нужды перед выборами.

Вклад отдельных категорий в рост ИПЦ, м/м



Источник: ГССУ, Adamant Capital

ДТЭК завершил анбандлинг дочерних предприятий по дистрибуции электроэнергии. Согласно официальному пресс-релизу, все электросети (кроме донецкого подразделения, ввиду процессуальных вопросов, связанных с Фондом госимущества) были выведены из холдинговой структуры в целях соблюдения законодательных норм, принятых в июне 2017. Общий размер транзакции составил меньше 100 млн \$.

Наш взгляд: С учетом того, что оценка проданных активов была проведена независимыми представителями Большой Четверкой, данное событие является скорее всего нейтральным с точки зрения кредитных рисков. Согласно отчетности компании, сегмент дистрибуции электроэнергии в 2017 году сгенерировал порядка 90 млн \$ EBITDA (10% от консолидированного показателя), 37 млн \$ операционного и -57 млн \$ свободного денежного потока. Учитывая, что размер транзакции остался в пределах 100 млн \$, у холдинга не было необходимости утверждать сделку к держателям еврооблигаций.

ЕБИТДА Метинвеста в 3кв18 увеличилась на 26% г/г до 587 млн \$ (исключая доходы от совместных предприятий). Вклад металлургического сегмента более чем удвоился, достигнув 318 млн \$, вследствие роста средних цен реализации и объемов продаж на 19% и 15%, соответственно. Доходы от добычи сократились на 16% на фоне скачка себестоимости производства на 58% (частично компенсирован положительной динамикой глобальных индексов цен на железную руду). В квартальном сопоставлении ЕБИТДА уменьшилась на 3%, хотя операционный денежный поток прибавил 26% ввиду более низких инвестиций в оборотный капитал. Соотношение чистого долга к 12 месячной ЕБИТДА снизилось на 44% г/г и на 9% кв/кв до 1.0.

Наш взгляд: Поскольку компания уже раскрывала финансовые результаты за июль и август, данная публикация преимущественно актуальна лишь для сентября. ЕБИТДА в этом месяце существенно превысила наши оценки в связи с более высокой средней ценой реализации стали и меньшей себестоимостью ее производства. При этом, стоит отметить, что отклонение от прогнозного значения последнего было скорее всего вызвано набором несистемных факторов. Учитывая сложившуюся разницу, а также положительную динамику глобальных цен на руду, мы повышаем наш годовой прогноз ЕБИТДА группы на 5% до 2.2 млрд \$. Хотя риск эскалации недавнего конфликта Украины с РФ в Керченском проливе остается для компании актуальным, его влияние на основные финансовые показатели мы оцениваем, как умеренное. Кредитные метрики Метинвеста также продолжают выглядеть привлекательно – согласно нашим расчетам соотношение чистого долга к 12 месячной ЕБИТДА к концу декабря не должно превысить отметку 1.0. В то же время, мы не повышаем нашу рекомендацию по бумагам холдинга со значения «держать», ввиду ограниченного потенциала для роста цены. Размер премии по доходности облигаций Метинвеста к суверенной кривой на текущий момент составляет порядка 20-30 бп, что аналогично значениям других корпоративных эмитентов, которым мы отдаем предпочтение (Кернел и Ощадбанк).

Результаты Метинвеста за 3кв18, млн \$

	3кв18	3кв17	г/г	2кв18	кв/кв
Выручка	2,884	2,309	25%	3,160	-9%
ЕБИТДА ¹	587	466	26%	604	-3%
Рентабельность	20%	20%	0пп	19%	1пп
ЕБИТДА ¹ от стали	318	147	116%	335	-5%
ЕБИТДА ¹ от добычи	268	320	-16%	252	6%
Продажи стали	2,116	1,629	30%	2,383	-11%
Продажи стали, тыс т	3,569	3,114	15%	3,973	-10%
Произ-во руды, тыс т	6,554	6,791	-3%	7,062	-7%
Цена на сталь ² , \$/т	624	523	19%	622	0%
Цена на руду ³ , \$/т	95	84	13%	87	9%
OCF ⁴	509	243	109%	404	26%
Сарех ⁵	238	101	136%	-67	нс
FCF ⁶	271	142	91%	471	-42%
Общий долг	2,869	2,909	-1%	2,891	-1%
Чистый долг	2,423	2,616	-7%	2,521	-4%
Чистый долг/ЕБИТДА	1.0	1.9	-44%	1.1	-9%

(1) Исключая доходы от совместных предприятий

(2) Средневзвешенная цена полуфабрикатов и готовой продукции

(3) Средневзвешенная цена концентрата и окатышей в пересчете на концентрат

(4) Денежный поток от операционной деятельности

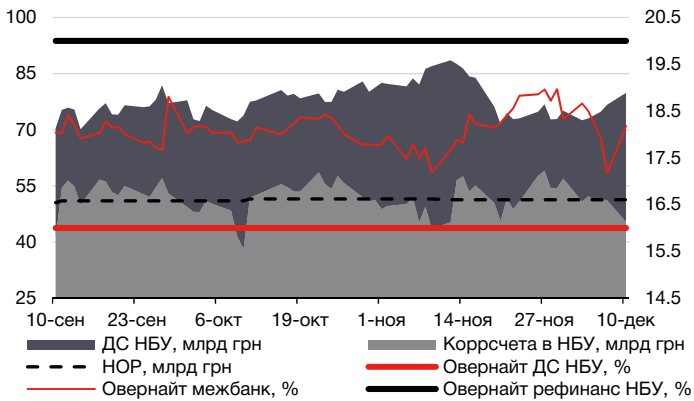
(5) Капитальные инвестиции

(6) Свободный денежный поток

Источник: данные компании, оценки Adamant Capital

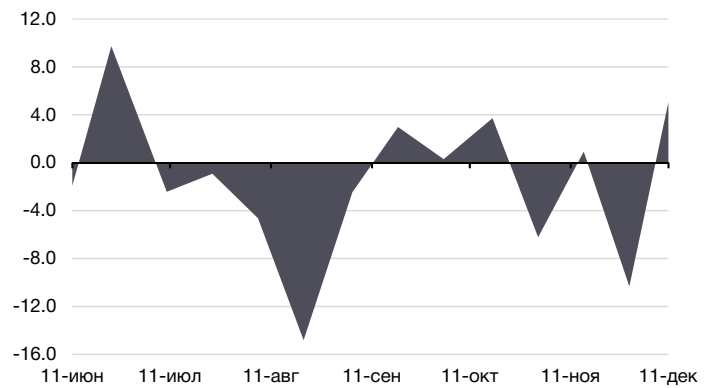
Приложение

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



Источник: НБУ, Adamant Capital

Приток от Госказначейства и ФГВФЛ в систему¹, млрд грн

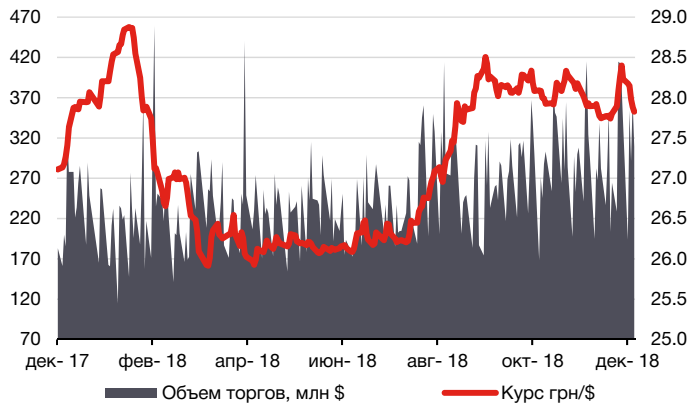


Точки на графике демонстрируют суммарные притоки по фискальному каналу за две недели
(1) Банковская система
Источник: НБУ

Ликвидность локального рынка (сумма коррсчетов в НБУ и депозитных сертификатов) увеличилась на 7.3 млрд грн до 79.8 млрд грн за неделю. Министерство финансов 11 декабря разместило облигации в гривне с погашением в марте, июне и ноябре 2019 с доходностью 19.0%, 18.5% и 18.5%, соответственно, а также в долларах США с погашением в июне 2019, октябре 2019 и октябре 2020 с доходностью 6.7%, 7.25% и 7.5%, соответственно. Размещены были также облигации в евро с погашением в апреле 2019 и доходностью 4.5%. Общие заимствования составили 21.0 млн грн, 8.4 млн \$ и 43.0 млн евро.

Межбанковский курс грн/\$ на этой неделе укрепился на 1.5%, открывшись на отметке 28.15 и закрывшись к концу на уровне 27.71.

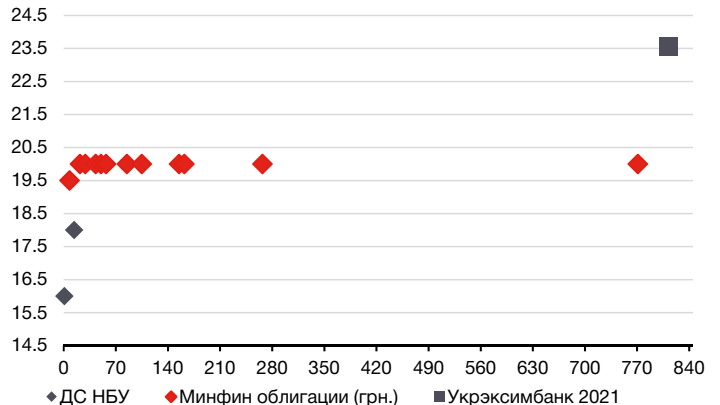
Курс валюты (пш) и объем межбанковских торгов (лш)



На основе официальных данных межбанковского рынка

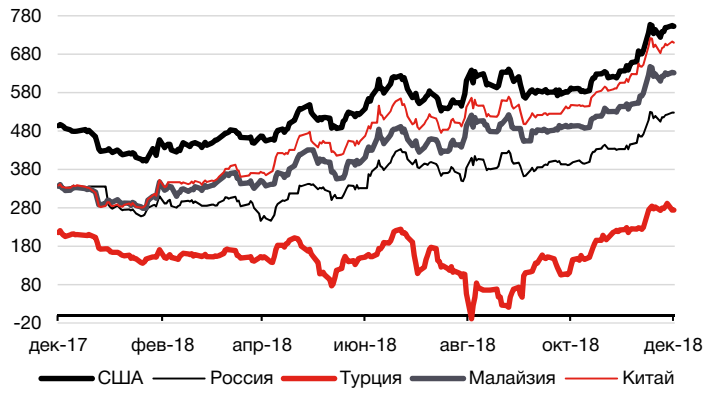
Источник: НБУ

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



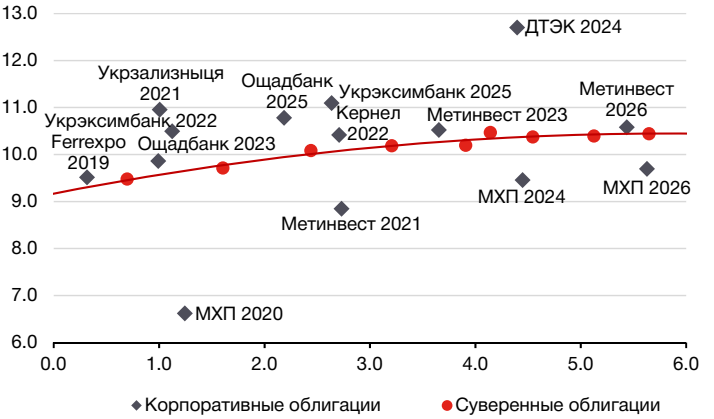
Источник: НБУ, Bloomberg, Adamant Capital

Премия 10 летней доходности Украины к другим странам, бп



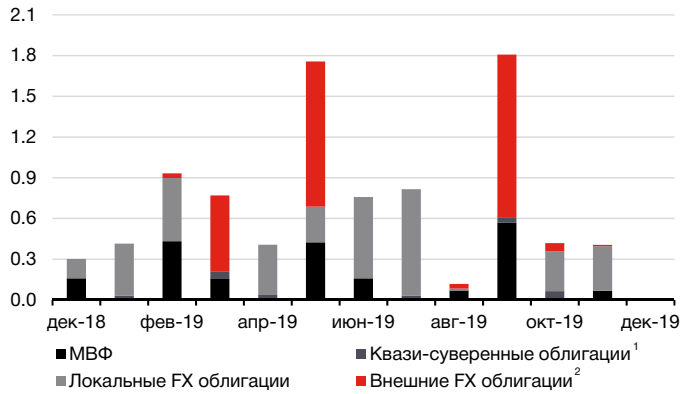
Источник: Bloomberg, Adamant Capital

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



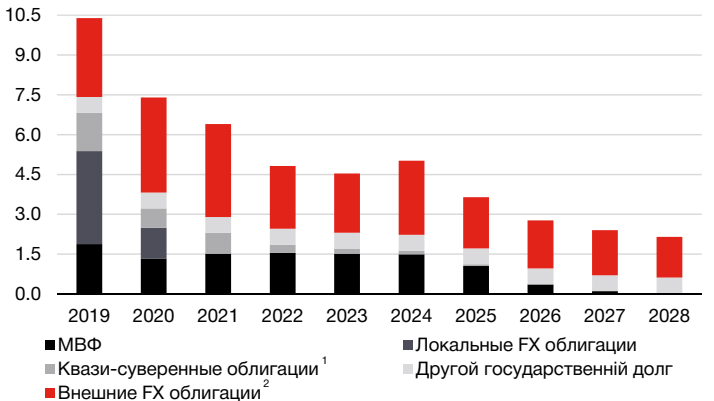
Источник: Bloomberg, Adamant Capital

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



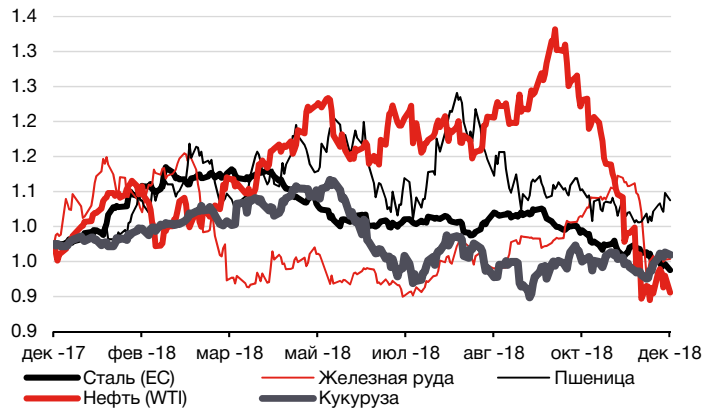
Процентные платежи включены в каждую категорию
(1) Долг государственных банков, Укрзалізниця и муниципалитетов
(2) Включают кредитные гарантии США
Источник: Bloomberg, Adamant Capital

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



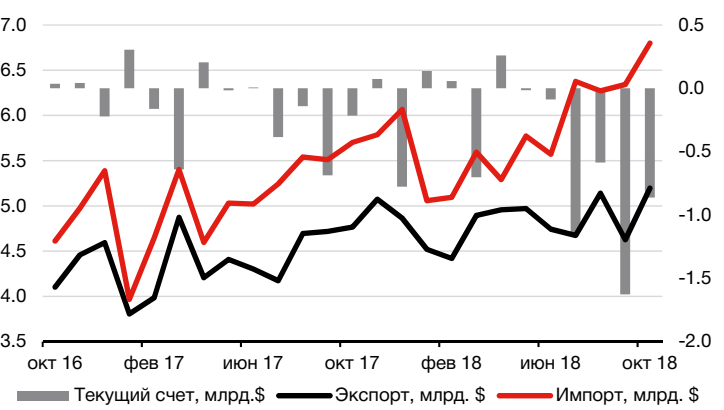
Процентные платежи включены в каждую категорию, амортизационные выплаты по локальным FX облигациям включены с сентября 2018
(1) Долг государственных банков, Укрзалізниця и муниципалитетов
(2) Включают кредитные гарантии США
Источник: Bloomberg, Adamant Capital

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								
	3кв17	4кв17	2017	1кв18	2кв18	3кв18П	4кв18П	2018П
Рост реального ВВП, г/г %	2.4%	2.2%	2.5%	3.1%	3.8%	2.8%	4.9%	3.7%
Номинальный ВВП, млрд грн	833	894	2,983	700	807	969	1,073	3,550
Номинальный ВВП, млрд \$	32	33	113	26	31	35	38	130
Рост дефлятора ВВП, г/г % ¹	21.1%	20.9%	22.0%	14.9%	17.0%	13.2%	14.4%	14.9%
ИПЦ (средний за период), г/г %	16.1%	14.0%	14.5%	13.8%	11.6%	8.9%	9.8%	11.0%
ИПЦ (на конец периода), г/г %	16.4%	13.7%	13.7%	13.2%	9.9%	8.9%	10.0%	10.0%
Дефицит бюджета, % ВВП ^{1,2,6}	1.3%	9.4%	1.4%	0.4%	-1.7%	-0.4%	9.2%	2.6%
Широкий дефицит бюджета, % ВВП ³	4.0%	12.7%	4.1%	0.4%	-1.2%	-0.4%	9.2%	2.7%
Государственный долг, % ВВП	72.7%	71.8%	71.8%	66.4%	61.8%	62.7%	62.9%	62.9%
Внешний государственный долг, % ВВП ⁴	46.5%	43.5%	43.5%	41.7%	38.7%	38.0%	38.3%	38.3%
Общий внешний долг, млрд \$	116	115	115	115	114	114	117	117
Экспорт товаров и услуг, млрд \$	13.6	14.7	53.9	13.8	14.7	14.4	15.2	58.1
Импорт товаров и услуг, млрд \$	16.3	17.6	62.5	15.7	16.6	19.1	18.9	70.4
Сальдо торгового баланса, млрд \$	-2.7	-2.9	-8.6	-1.9	-2.0	-4.7	-3.7	-12.3
Текущий счет, млрд \$	-1.2	-0.9	-2.4	-0.5	0.2	-3.5	-1.5	-5.4
Финансовый счет, млрд \$ ⁵	-2.1	-1.6	-5.0	-0.2	-0.4	-2.8	-4.3	-7.7
Резервы НБУ, млрд \$	18.6	18.8	18.8	18.2	18.0	16.6	20.1	20.1
Средний курс на межбанке, грн/\$ ⁷	25.9	26.9	26.5	27.3	26.2	27.4	28.5	27.3
Курс на межбанке (на конец периода), грн/\$	26.6	28.1	28.1	26.3	26.3	28.3	29.0	29.0
Учетная ставка НБУ (на конец периода), %	12.5%	14.5%	14.5%	17.0%	17.0%	18.0%	18.0%	18.0%

(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	Держать	-	7.8	сен-19	9.5	98.8	-0.1	0.7	661
Украина 2023	Держать	-	7.8	сен-23	10.2	91.0	-0.3	3.9	1,355
Украина 2024	Держать	-	9.0	фев-24	10.5	94.3	-0.6	4.1	750
Украина 2027	Держать	-	7.8	сен-27	10.5	84.7	-0.5	6.1	1,307
Украина 2028	Держать	-	9.8	ноя-28	10.7	94.0	-1.0	6.4	1,250
Украина 2032	Держать	-	7.4	сен-32	10.1	80.0	-1.3	7.9	3,000
МХП 2024	Держать	20-ноя-18	7.8	май-24	9.5	92.9	-0.9	4.4	500
МХП 2026	Держать	20-ноя-18	7.0	апр-26	9.7	85.8	-0.8	5.6	550
ДТЭК 2024	Держать	4-дек-18	10.8	дек-24	12.7	91.8	-3.8	4.4	1,344
Феррэкспо 2019	Покупать	9-окт-18	10.4	апр-19	9.5	100.2	0.0	0.3	346
Метинвест 2023	Держать	11-дек-18	7.8	апр-23	10.5	90.5	-0.4	3.7	945
Метинвест 2026	Держать	11-дек-18	8.5	апр-26	10.6	89.5	-0.3	5.4	648
Укрлендфарминг в дефолте	Продавать	13-июн-17	10.9	мар-18	нс	13.0	0.0	нс	543
Авангард в дефолте	Продавать	5-июн-18	10.0	окт-18	нс	20.7	-0.1	нс	214
ПУМБ 2018	Покупать	6-ноя-18	11.0	дек-18	19.4	99.6	-0.5	0.0	59
ПриватБанк в дефолте (10.250)	-	-	10.3	янв-18	нс	20.7	-0.4	нс	160
ПриватБанк в дефолте (10.875)	-	-	10.9	фев-21	нс	21.0	0.0	нс	175
Ощадбанк 2023	Покупать	6-ноя-18	9.4	мар-23	9.9	98.3	-0.5	1.0	700
Ощадбанк 2025	Покупать	6-ноя-18	9.6	мар-25	10.8	94.8	-0.2	2.2	500
Укрэксимбанк 2021 (в гривне)	Покупать	6-ноя-18	16.5	мар-21	24.5	86.7	0.0	1.8	150
Укрэксимбанк 2022	Покупать	6-ноя-18	9.6	апр-22	10.5	97.6	-0.2	1.1	750
Укрэксимбанк 2025	Покупать	6-ноя-18	9.8	янв-25	11.1	94.1	-0.3	2.6	600
Укрэлизныця 2021	Покупать	9-окт-18	9.9	сен-21	11.0	97.5	-0.1	1.0	500
Кернел 2022	Покупать	5-дек-18	8.8	янв-22	10.4	95.6	-0.2	2.7	500

Примечание: поскольку мы оцениваем украинские бумаги относительно друг-друга внутри группы, рекомендация по суверенным облигациям всегда – «Держать»

Источник: Bloomberg, Adamant Capital

Календарь событий на 2 недели		
Событие	Тип даты	Дата
НБУ - пересмотр учетной ставки	Точная	13 дек
ГССУ - статистика по сельхозпроизводству	Точная	14 дек
ГССУ - ВВП за 3кв18	Точная	19 дек
ГССУ - статистика по товарообороту	Точная	20 дек
ГССУ - статистика по транспорту	Точная	20 дек
ГССУ - статистика промышленности	Точная	21 дек

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 | fkf@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.