

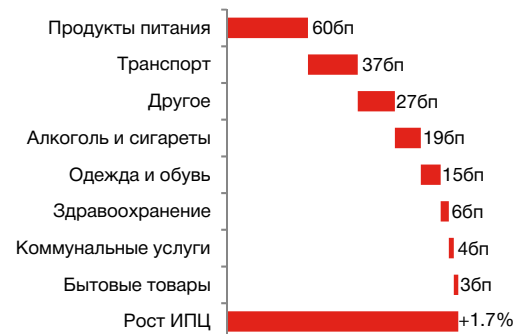
Еженедельный обзор

- В октябре потребительская инфляция составила 1.7% м/м и 9.5% г/г
- Нафтогаз отменил размещение еврооблигаций ссылаясь на неблагоприятную рыночную конъюнктуру
- Компания ДТЭК опубликовала операционные результаты за 3кв18: генерация электроэнергии сократилась на 25% г/г

В октябре потребительская инфляция составила 1.7% м/м и 9.5% г/г. Индекс снова вырос главным образом вследствие повышения цен на еду (вклад в общий рост ИПЦ – 60 бп, в связи с подорожанием овощей, хлеба, мяса и молока). Другими факторами, которые повлияли на увеличение стоимости потребительской корзины, стали более высокие расходы сегмента транспортных услуг (в основном, на топливо) и скачок минимальных цен на алкоголь. Базовая инфляция достигла 1.3% м/м.

Наш взгляд: Опубликованные данные оказались несколько выше наших ожиданий на фоне более значительного, чем предполагалось, подорожания еды, на которое вероятно повлиял дефицит продовольственной пшеницы и сезонный скачок расходов в молочной отрасли. В то же время, более фундаментальные факторы, такие как увеличение спроса на фоне роста доходов населения (средние зарплаты в сентябре составили +23% к прошлому году) и девальвация национальной валюты, наверняка остались актуальными (особенно учитывая, что глобальный индекс цен FAO упал на 0.9% м/м). Помимо этого, умеренный вклад внесло повышение тарифов почтовых служб (Укрпошта с 10 сентября и Нова Пошта с 25 октября). Мы по-прежнему считаем, что основным драйвером роста ИПЦ в ноябре и декабре послужит требуемый МВФ пересмотр тарифов на газ и отопление. Дополнительное давление могут оказать дальнейшее ослабление гривны и повышение минимальных пенсий на 4.3%. В целом, мы увеличиваем наш прогноз потребительской инфляции на конец года на 100 бп до 11.0%.

Вклад отдельных категорий в рост ИПЦ, м/м



Источник: ГССУ, Adamant Capital

Нафтогаз отменил размещение еврооблигаций ссылаясь на неблагоприятную рыночную конъюнктуру. Согласно агентству Bloomberg, инвесторы были согласны занимать деньги по ориентировочной ставке в 10.9%.

Наш взгляд: Поскольку предварительный прайсинг озвученный анонимными источниками несколькими днями ранее выглядел очень привлекательно для кредиторов, мы ожидали, что сделка совершится. При этом, отказ компании от столь дорогого кредита также вполне логичен. Как мы уже сообщали, Нафтогаз – стратегически важная компания для страны, и с учетом госсобственности, является эмитентом близким по характеристиками риска к суверену. Слабым местом холдинга является потенциальная потеря доходов от транзита газа в результате завершения строительства Северного потока 2 РФ или неблагоприятного варианта анбандлинга. Урегулировать присутствующий риск должно помочь поднятие тарифов на газ для населения до рыночного уровня к январю 2020 (согласно недавнему соглашению с МВФ). Следует отметить, что в связи с государственным регулированием цен (ПСО) компания сейчас теряет порядка 210 \$ на 1000 м³ газа (с учетом последнего повышения), что составляет примерно 3.3 млрд \$ или вдвое больше, чем текущая EBITDA сегмента транзита.

Компания ДТЭК опубликовала операционные результаты за 3кв18: генерация электроэнергии сократилась на 25% г/г.

Средняя цена продажи э/э украинскими ТЭЦ в оптовый рынок, по данным НКРЭКУ, выросла на 19% в долларовом эквиваленте.

Добыча угля холдинга увеличилась на 14% до 7.1 млн т.

Наш взгляд: Опубликованные результаты оказались для нас сюрпризом в двух плоскостях. Во-первых, квартальный объем добычи угля внезапно вырос до максимума с февраля 2017 (момент потери контроля компании над частью своих активов в НКТ) без видимых на то причин. Определить распространится ли данный тренд на будущие периоды на текущий момент затруднительно. Во-вторых, генерация сократилась в гораздо большей степени, чем можно было бы предположить даже с учетом истечения с 31 июля договора между Киевом и Киевэнерго относительно управления ТЭЦ-5 и ТЭЦ-6. Разница по сравнению с прошлым годом составила 2.4 ТВт-ч г/г, что практически равняется годовому выходу этих двух станций. Принимая во внимание, что цена оптовых продаж электричества ТЭС по стране на сегодня равна всего 1,676 грн/мВт-ч (на 10% меньше среднего за 3кв18) и что объем генерации сектора сократился на 18% г/г в октябре (доля ДТЭК равна 90%), мы понижаем нашу оценку годовой EBITDA компании с 1.0 млрд \$ до 840 млн \$. С учетом более консервативных предположений, прогнозные показатели за 3кв18 и 4кв18 составили 190 млн \$ и 160 млн \$, соответственно. В то же время отметим, что соотношение чистого долга к 12 месячной EBITDA ДТЭК остается приемлемым даже после пересмотра (2.2 с учетом 0.5 млрд \$ расходов на капитальные инвестиции, из которых реализовано за полугодие было только 30%). Рекомендацию же по бумагам данного эмитента мы понижаем до отметки «держать». Помимо пересмотра доходов, еврооблигации ДТЭКа также выглядят менее привлекательно в связи с недавней переоценкой рынком суверенных и квазисуверенных еврооблигаций.

Операционные результаты ДТЭК за 3кв18

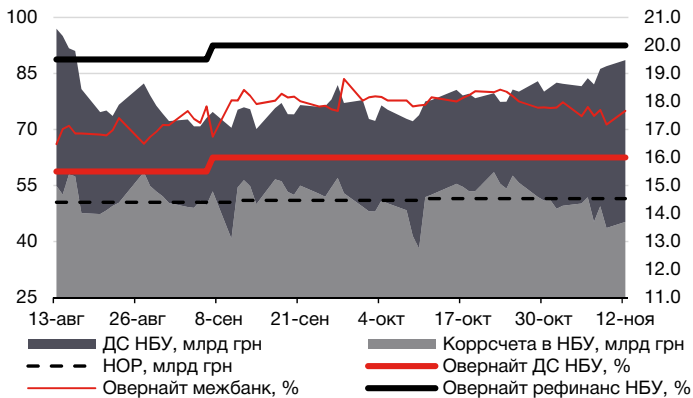
	3кв18	3кв17	г/г	2кв18	кв/кв
Добыча угля, млн т	7.1	6.2	14%	6.5	9%
Производство э/э, ТВт-ч	7.2	9.6	-25%	7.6	-5%
Передача э/э, ТВт-ч	10.1	10.0	1%	10.2	-1%
Цена на э/э, грн/мВт-ч ¹	1,849	1,469	26%	1,881	-2%
Цена на э/э, \$/мВт-ч	67.6	56.7	19%	71.9	-6%

(1) Средняя цена продажи электроэнергии украинских ТЭС в оптовый рынок

Источник: данные компании, НКРЭКУ, Adamant Capital

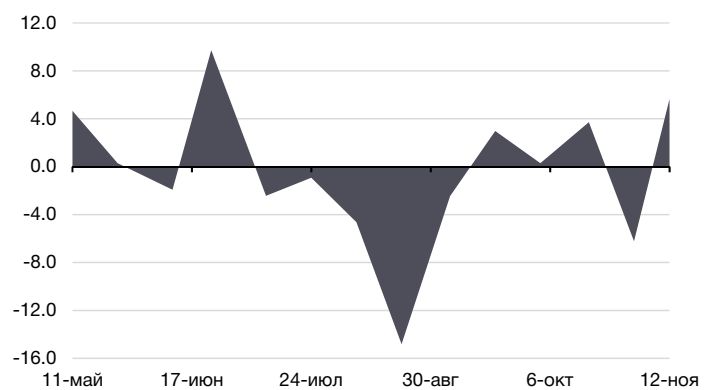
Приложение

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



Источник: НБУ, Adamant Capital

Приток от Госказначейства и ФГВФЛ в систему¹, млрд грн

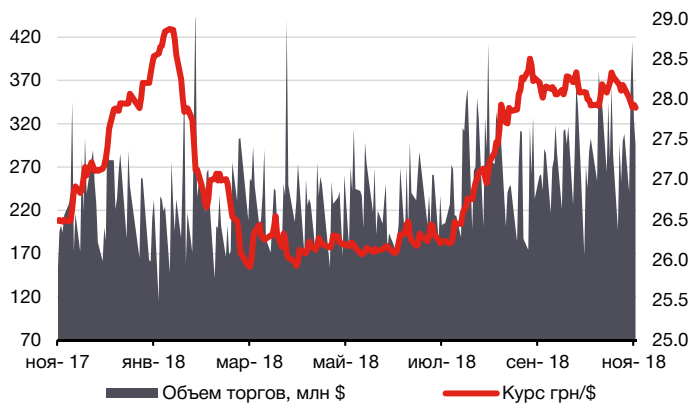


Точки на графике демонстрируют суммарные притоки по фискальному каналу за две недели
(1) Банковская система
Источник: НБУ

Ликвидность локального рынка (сумма коррсчетов в НБУ и депозитных сертификатов) увеличилась на 7.0 млрд грн до 88.6 млрд грн за неделю. Министерство финансов 13 ноября разместило облигации в гривне с погашением в феврале 2019, апреле 2019, сентябре 2019 и мае 2020 с доходностью 19.0%, 18.5%, 18.5% и 18.5%, соответственно, а также в долларах США с погашением в октябре 2019 и октябре 2020 с доходностью 7.25% и 7.5%, соответственно. Общие заимствования составили 469.5 млн грн и 20.8 млн \$.

Межбанковский курс грн/\$ на этой неделе укрепился на 0.1%, открывшись на отметке 27.96 и закрывшись к концу на уровне 27.92.

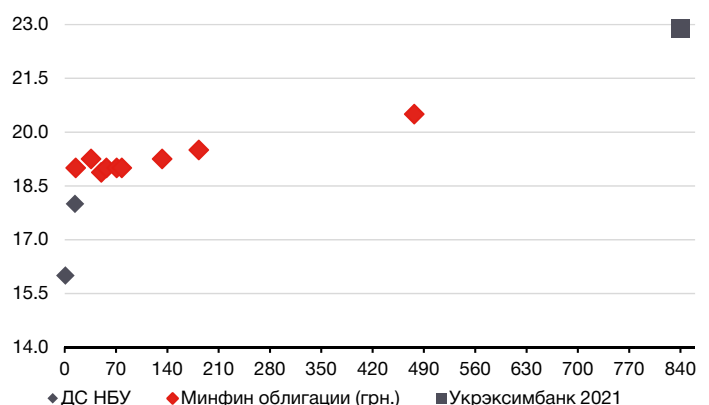
Курс валюты (пш) и объем межбанковских торгов (лш)



На основе официальных данных межбанковского рынка

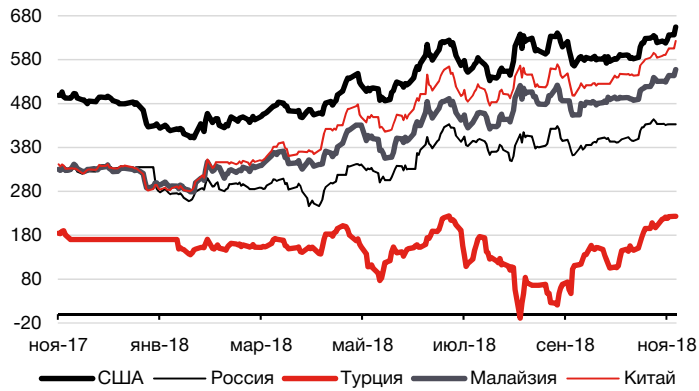
Источник: НБУ

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



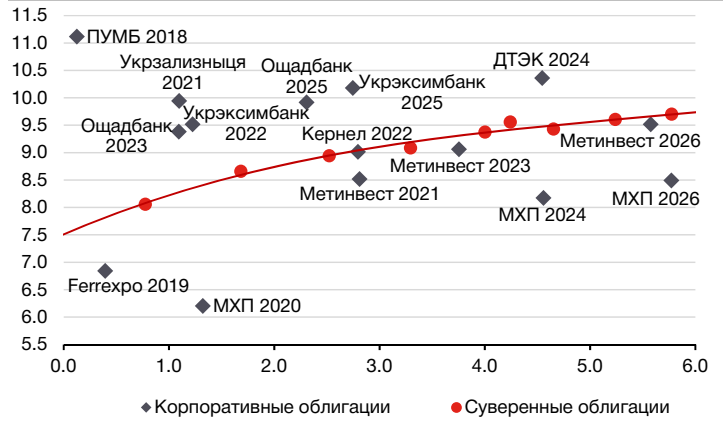
Источник: НБУ, Bloomberg, Adamant Capital

Премия 10 летней доходности Украины к другим странам, бп



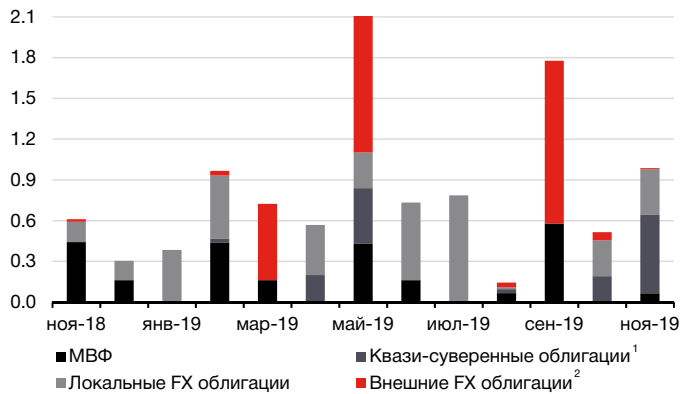
Источник: Bloomberg, Adamant Capital

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



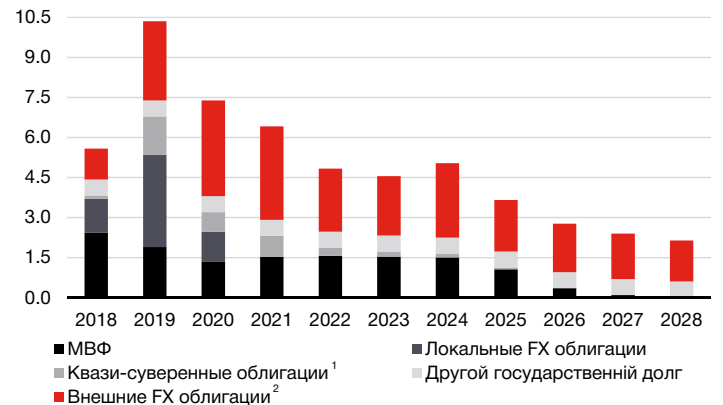
Источник: Bloomberg, Adamant Capital

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



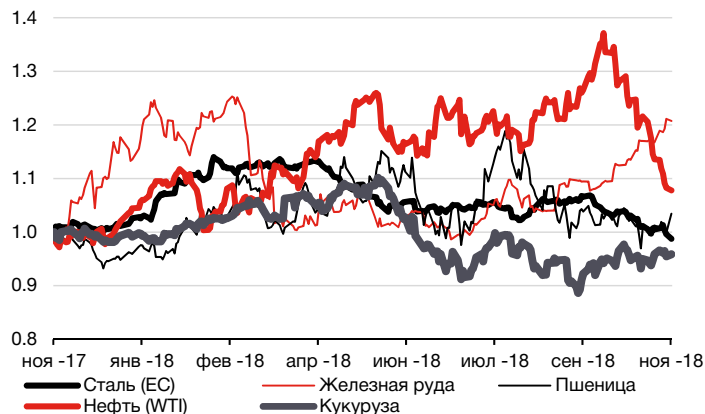
Процентные платежи включены в каждую категорию
(1) Долг государственных банков, Укрзалізниця и муниципалитетов
(2) Включают кредитные гарантии США
Источник: Bloomberg, Adamant Capital

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



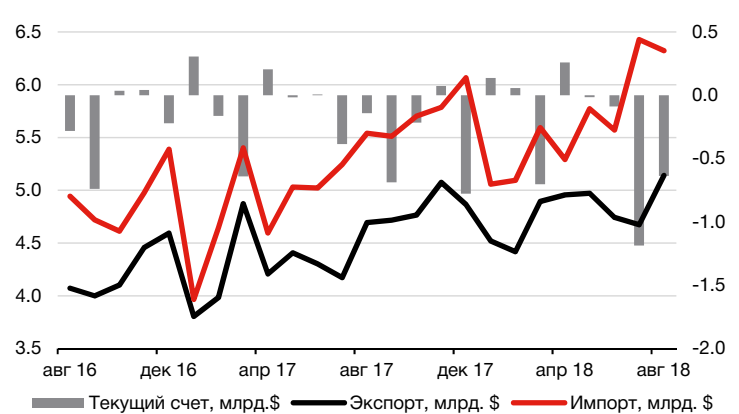
Процентные платежи включены в каждую категорию, амортизационные выплаты по локальным FX облигациям включены с сентября 2018
(1) Долг государственных банков, Укрзалізниця и муниципалитетов
(2) Включают кредитные гарантии США
Источник: Bloomberg, Adamant Capital

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%	2.9%	4.0%	3.5%
Номинальный ВВП, млрд грн	833	894	2,983	700	807	970	1,072	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%	15.3%	15.1%
ИПЦ (средний за период),г/г %	16.1%	14.0%	14.5%	13.8%	11.6%	8.9%	10.4%	11.2%
ИПЦ (на конец периода),г/г %	16.4%	13.7%	13.7%	13.2%	9.9%	8.9%	11.0%	11.0%
Дефицит бюджета, % ВВП ^{1,2,6}	1.3%	9.4%	1.4%	0.4%	-1.6%	-0.4%	9.1%	2.4%
Широкий дефицит бюджета, % ВВП ³	4.0%	12.7%	4.1%	0.4%	-1.2%	-0.4%	9.1%	2.5%
Государственный долг, % ВВП	72.7%	71.8%	71.8%	66.4%	61.8%	62.7%	62.6%	62.6%
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	15.7	58.6
Импорт товаров и услуг, млрд \$	16.3	17.6	62.5	15.7	16.6	19.1	18.2	69.7
Сальдо торгового баланса, млрд \$	-2.7	-2.9	-8.6	-1.9	-2.0	-4.7	-2.5	-11.1
Текущий счет, млрд \$	-1.2	-0.9	-2.4	-0.5	0.2	-3.5	-0.6	-4.5
Финансовый счет, млрд \$ ⁵	-2.1	-1.6	-5.0	-0.2	-0.4	-2.8	-2.1	-5.5
Резервы НБУ, млрд \$	18.6	18.8	18.8	18.2	18.0	16.6	18.9	18.9
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%	18.5%	18.5%

(1) Квартальные показатели рассчитываются при помощи данных за прошлые 12 мес
(2) Исключает весь дефицит, не включенный в официальный 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 РПБ6 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	8.1	99.8	-0.6	0.8	661
Украина 2023	Держать	-	7.8	сен-23	9.4	93.8	-1.4	4.0	1,355
Украина 2024	Держать	-	9.0	фев-24	9.6	97.8	-1.6	4.2	750
Украина 2027	Держать	-	7.8	сен-27	9.8	88.2	-1.6	6.3	1,307
Украина 2028	Держать	-	9.8	ноя-28	10.2	97.4	-2.1	6.5	1,250
Украина 2032	Держать	-	7.4	сен-32	9.7	82.4	-1.7	8.0	3,000
МХП 2024	Держать	23-окт-18	7.8	май-24	8.2	98.2	-0.2	4.6	500
МХП 2026	Держать	23-окт-18	7.0	апр-26	8.5	91.7	-0.2	5.8	550
ДТЭК 2024	Держать	13-ноя-18	10.8	дек-24	10.4	101.8	0.0	4.5	1,344
Феррэкспо 2019	Покупать	9-окт-18	10.4	апр-19	6.8	101.3	-0.2	0.4	346
Метинвест 2023	Держать	6-ноя-18	7.8	апр-23	9.1	95.3	-0.4	3.8	945
Метинвест 2026	Держать	6-ноя-18	8.5	апр-26	9.5	94.7	-0.4	5.6	648
Укрлендфарминг в дефолте	Продавать	13-июн-17	10.9	мар-18	нс	13.5	0.0	нс	543
Авангард в дефолте	Продавать	5-июн-18	10.0	окт-18	нс	20.5	-0.6	нс	214
ПУМБ 2018	Покупать	6-ноя-18	11.0	дек-18	11.1	100.0	-0.1	0.1	59
ПриватБанк в дефолте (10.250)	-	-	10.3	янв-18	нс	22.0	-0.3	нс	160
ПриватБанк в дефолте (10.875)	-	-	10.9	фев-21	нс	22.5	0.0	нс	175
Ощадбанк 2023	Покупать	6-ноя-18	9.4	мар-23	9.4	100.0	0.1	1.1	700
Ощадбанк 2025	Покупать	6-ноя-18	9.6	мар-25	9.9	98.6	-0.2	2.3	500
Укрэксимбанк 2021 (в гривне)	Покупать	6-ноя-18	16.5	мар-21	23.6	87.8	0.1	1.9	150
Укрэксимбанк 2022	Покупать	6-ноя-18	9.6	апр-22	9.5	100.3	0.0	1.2	750
Укрэксимбанк 2025	Покупать	6-ноя-18	9.8	янв-25	10.2	98.0	-0.8	2.7	600
Укрэлизныця 2021	Покупать	9-окт-18	9.9	сен-21	9.9	99.8	0.0	1.1	500
Кернел 2022	Покупать	23-окт-18	8.8	янв-22	9.0	99.3	-0.4	2.8	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
МХП - финансовые результаты за 3кв18	Точная	14 ноя
ГССУ - предварительная оценка ВВП за 3кв18	Точная	14 ноя
ГССУ - статистика промышленности	Точная	22 ноя
Метинвест - отчет за сентябрь	Индикативная	22 ноя
Казначейство - месячный отчет по госбюджету	Индикативная	26 ноя

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 копирована или воспроизведена без предварительного согласия Adamant Capital.