



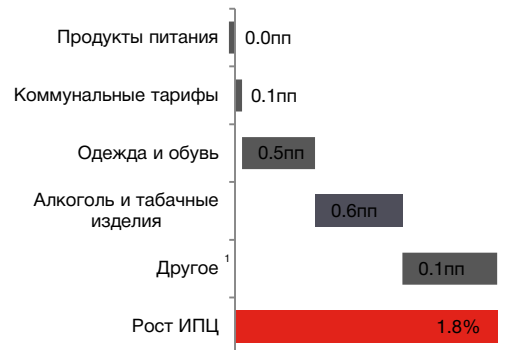
Еженедельный обзор

- В ноябре индекс потребительских цен вырос на 1.8% м/м и на 12.1% г/г
- S&P подтвердило РДЭ Украины на уровне “В-” со стабильным прогнозом
- НБУ оставил учетную ставку без изменений на уровне 14.0 %
- Укрзалізниця опубликовала финансовые результаты по МСФО за 1п16 и получила согласие кредиторов на правки к кросс-дефолтным положениям договора о еврооблигациях

В ноябре индекс потребительских цен вырос на 1.8% м/м и на 12.1% г/г, согласно официальным данным ГССУ. Инфляция была в основном обусловлена ростом цен на продовольственные товары (подорожали на 1.0% м/м, особенно молочная продукция, овощи и масло) и коммунальные услуги (тарифы на отопление увеличились на 22% м/м).

Наш взгляд: В ноябре уровень инфляции несколько превысил наши ожидания в основном в связи с разницей между применённым и опубликованным весом расходов по услугам ЖКХ (детали методологии не раскрывались). В следующем месяце мы ожидаем, что рост ИСЦ составит примерно 0.5% м/м в силу сезонности и продолжения роста номинальных зарплат населения. Мы немного корректируем наши прогнозы по инфляции на конец 2016 года и в среднем за период до 11.9% (+0.4 пп) и 13.9% (+0.1 пп), соответственно.

Вклад в рост ИПЦ основных категорий



(1) Включает поправку на разницу в применённых и опубликованных весах категорий расходов в потребительской корзине
Источник: ГССУ, Adamant Capital

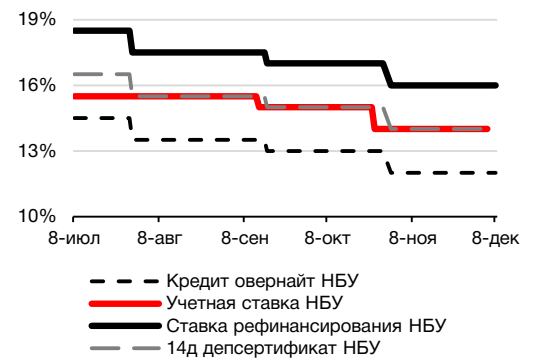
S&P подтвердило долгосрочный рейтинг дефолта эмитента (РДЭ) Украины на уровне “В-” со стабильным прогнозом. Согласно пресс-релизу, Украина продемонстрировала улучшение макроэкономической ситуации (небольшой рост реального ВВП в 2016 по сравнению с падением в 2015) и реализацию ключевых реформ, но в то же время остается подверженной рискам связанным с непредсказуемостью развития конфликта на востоке, политической нестабильностью и потенциальному образованию обязательств перед Россией (3.0 млрд \$ еврооблигаций и 31.8 млрд \$ от иска, поданного Газпромом против Нафтогаза). Агентство прогнозирует рост реального ВВП в 2016, 2017 и 2018 году на уровне 1.0%, 2.3% и 2.8%, соответственно.

Наш взгляд: Учитывая, что с момента последнего обновления рейтинга (октябрь 2015) Украина внедрила множество реформ и достигла экономической стабильности мы несколько удивлены решением S&P оставить свою оценку без изменений (символическое поднятие рейтинга хотя бы до “В”, все равно поместило бы суверенные облигации в категорию высокоспекулятивных). В целом же, мы считаем, что новость никак не повлияет на рынок еврооблигаций.

НБУ оставил учетную ставку без изменений на уровне 14.0 %.

Согласно пресс-релизу, такое решение было обусловлено необходимостью нивелировать инфляционные риски, которые могут возникнуть в 2017 году в связи с удвоением размера минимальной заработной платы, возможным всплеском политической нестабильности, а также задержками в осуществлении реформ, требуемых МВФ. Регулятор считает реалистичным достижение инфляционной цели на следующий год в размере $8 \pm 2\%$.

Наш взгляд: Нас не удивило решение НБУ сохранить ставку на текущем уровне, хотя мы не исключали возможность ее снижения до 13.5%. Рынок отреагировал на данную новость скачком доходностей краткосрочных гривневых облигаций на 0.5 пп. Учитывая, что НБУ подтвердил свое намерение смягчать монетарную политику при условии отсутствия существенных рисков для ценовой стабильности, мы ожидаем, что учетная ставка будет сокращена до 8-10% к концу следующего года.

Динамика процентных ставок

Источник: НБУ

Укрзализныця опубликовала финансовые результаты по МСФО за 1п16 и получила согласие кредиторов на правки к кросс-дефолтным положениям договора о еврооблигациях. Выручка и скорректированная EBITDA сократились на 11 % г/г до 1.2 млрд \$ и 385 млн \$, соответственно (рентабельность последнего осталась без изменений на уровне 32%). Грузоперевозки, которые как и ранее, оказались единственным прибыльным операционным сегментом компании, продемонстрировали сокращение объемов на 5% г/г вместе с ростом среднего тарифа на 11% до 0.28 грн/ткм. Денежный поток от операционной деятельности увеличился на 6% г/г до 343 млн \$, в то время как свободный денежный поток снизился на 15% г/г до 229 млн \$. Соотношение чистого долга к 12 месячной EBITDA составило 1.9 (-13% г/г). Согласно пресс-релизу, разосланному держателям облигаций, компания получила соглашение кредиторов на изменения к договору. Окончательный срок реструктуризации местного долга был продлен с 14 сентября 2016 до 31 декабря 2017 года, а обязательства по Донецкой железной дороге были исключены из условий кросс-дефолта.

Наш взгляд: Хотя кредитные показатели Укрзализныцы выглядят достаточно хорошо (соотношение чистого долга к 12 месячной EBITDA в 1п16 составило всего 1.9), они не учитывают риски компании связанные с износом основных фондов. Принимая во внимание, что размер амортизационных отчислений на сегодняшний день равен примерно уровню EBITDA, эмитент, по сути, вынужден реинвестировать весь свой операционный доход в ремонт и замену частей инфраструктуры только для поддержания последней в текущем состоянии (изношена на 64%). Большие капитальные вложения, которые наверняка приведут к увеличению долговой нагрузки (уже в 2017 году Укрзализныця собирается потратить более 1.0 млрд \$, под которые запланировано как минимум 330 млн \$ новых привлечений), также подвержены управленческим рисками, что чревато дополнительными затратами. Из позитивных моментов мы выделяем новое руководство, которое уже провело финансовую и юридическую реорганизацию компании, и квазисуверенный статус предприятия (поддержка деньгами из бюджета, при необходимости). Касательно согласия кредиторов на изменения договора о еврооблигациях, мы считаем, что данное событие было вполне ожидаемым, особенно учитывая щедрое вознаграждения в размере 50 бп. Принимая во внимание текущий уровень котировок, мы оставляем нашу рекомендацию по бумагам эмитента на уровне "держать".

Результаты Укрзализныцы за 1п16, млн \$

	1п16	2п15	п/п	1п15	г/г
Выручка	1,198	1,397	-14%	1,346	-11%
Грузоперевозки	526	520	1%	567	-7%
Пассажирские	-64	-96	нс	-102	нс
Другое	-77	-28	нс	-31	нс
Скорр. EBITDA ¹	385	397	-3%	434	-11%
Скорр. EBITDA маржа	32%	28%	4пп	32%	0пп
Амортизация	-362	-206	нс	-113	нс
Курсовые разницы	-55	-231	нс	-407	нс
Налог на прибыль	-6	-162	нс	-10	нс
Чистая прибыль	-149	-540	нс	-219	нс
Маржа по прибыли	-12%	-39%	26пп	-16%	4пп
OCF ²	343	360	-5%	324	6%
Сарех ³	113	111	2%	54	111%
FCF ⁴	229	250	-8%	271	-15%
Перевозка грузов					
Объем, млрд ткм	88.8	100.7	-12%	93.6	-5%
Тариф, грн/ткм	0.28	0.25	13%	0.25	11%
Тариф, €/ткм	1.11	1.12	-1%	1.18	-7%
EBITDA/ткм, \$	0.59	0.52	15%	0.61	-2%
Перевозка пассажиров					
Объем, млрд пкм	17.7	18.8	-6%	16.6	6%
Тариф, грн/пкм	0.17	0.17	0%	0.16	6%
Тариф, €/пкм	0.68	0.78	-12%	0.77	-11%
EBITDA/пкм, \$	-0.36	-0.51	нс	-0.61	нс
Чистый долг	1,505	1,630	-8%	1,786	-16%
Чистый долг/EBITDA ⁵	1.93	1.97	-2%	2.22	-13%

(1) EBITDA не учитывает переоценку активов

(2) Операционный денежный поток

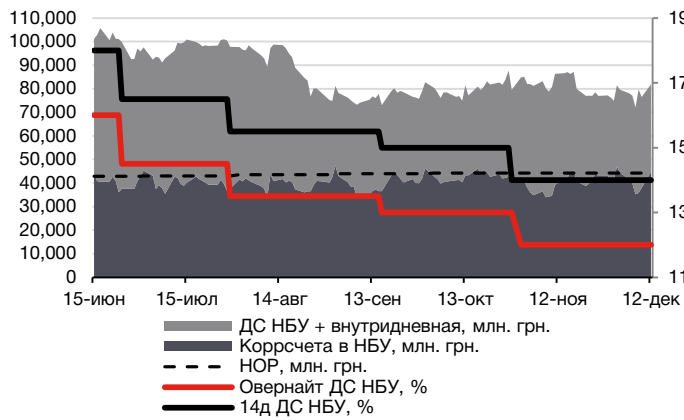
(3) Капитальные инвестиции

(4) Свободный денежный поток

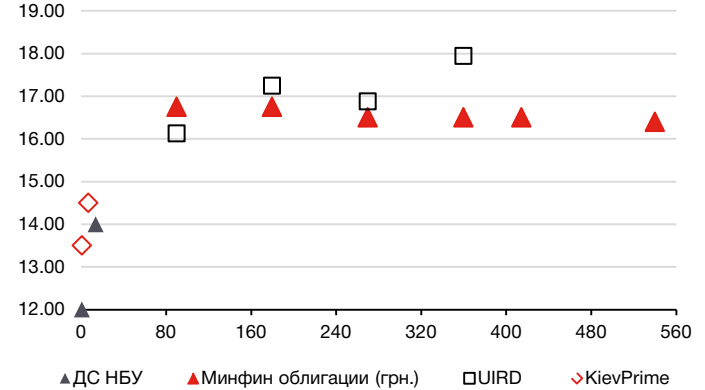
(5) Соотношение чистого долга к скорректированному показателю EBITDA за последние 12 месяцев

Источник: данные компании, FCCY, Adamant Capital

Приложение

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


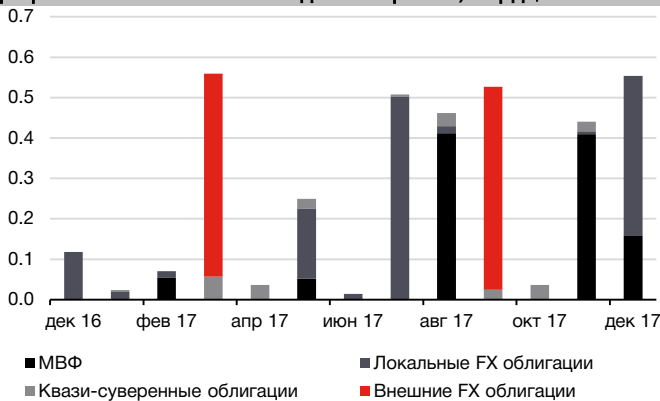
Источник: НБУ, Adamant Capital

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


Источник: НБУ, Bloomberg, Adamant Capital

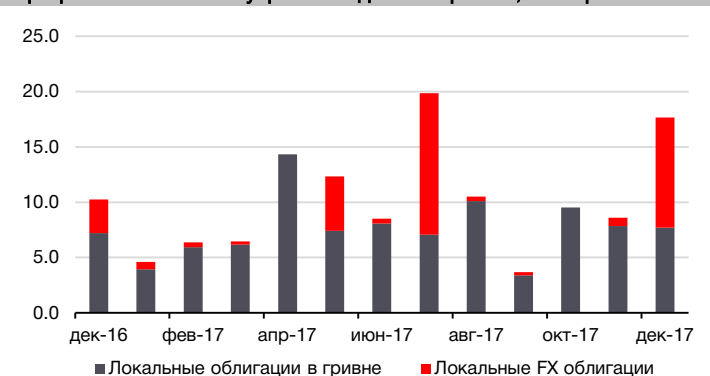
Ликвидность локального рынка (сумма коррсчетов в НБУ, депозитных сертификатов и других внутридневных изменений) увеличилась на 3.8 млрд грн до 81.8 млрд грн за неделю. 29 ноября Министерство финансов провело аукцион по размещению ОВГЗ со сроками погашения в 2017 и 2021 годах и средней доходностью 15.20-16.00%, соответственно, но ни одна заявка со стороны банков не была подана.

Межбанковский курс грн/\$ на этой неделе девальвировал на 0.2%, открывшись в начале недели на отметке 26.12 и закрывшись к концу на уровне 26.17.

График погашения внешнего долга Украины, млрд \$


Квази-суверенный долг включает тело и проценты облигации государственных банков, Укрзапозначки и муниципалитетов

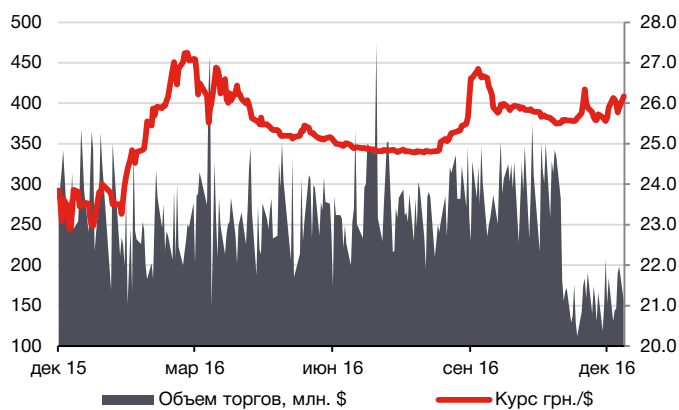
Источник: Bloomberg, Adamant Capital

График погашения внутреннего долга Украины, млн грн


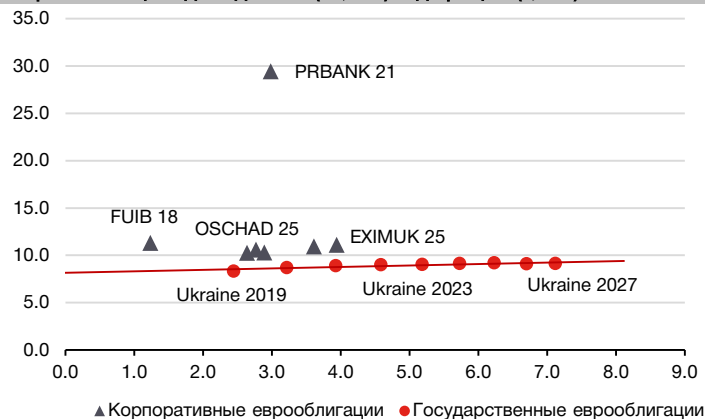
По курсу грн/\$ на уровне 25; EUR/\$ курс на уровне 1.15

Источник: Минфин

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

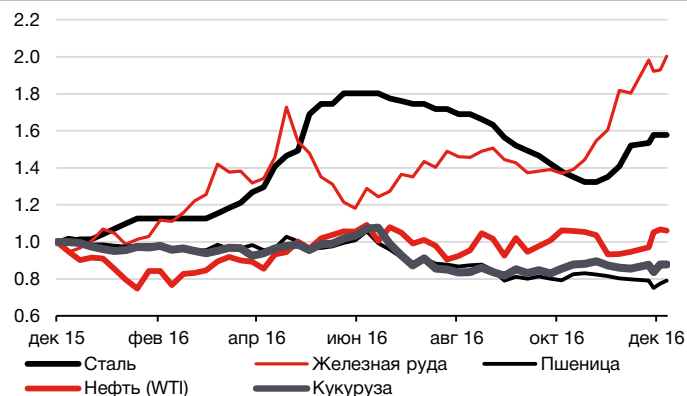


Еврооблигации: доходность (% , лш) и дюрация (г, пш)



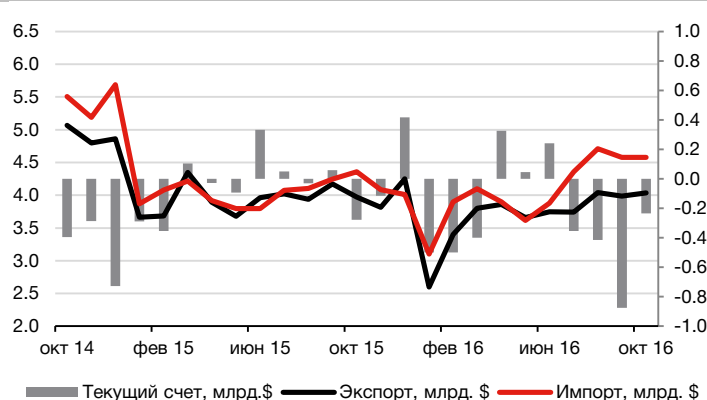
Источник: Bloomberg, Adamant Capital

Мировые индексы цен на сырье



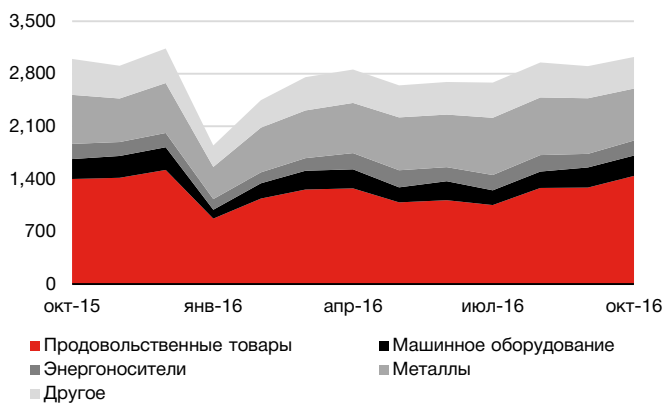
Источник: Bloomberg, Adamant Capital

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



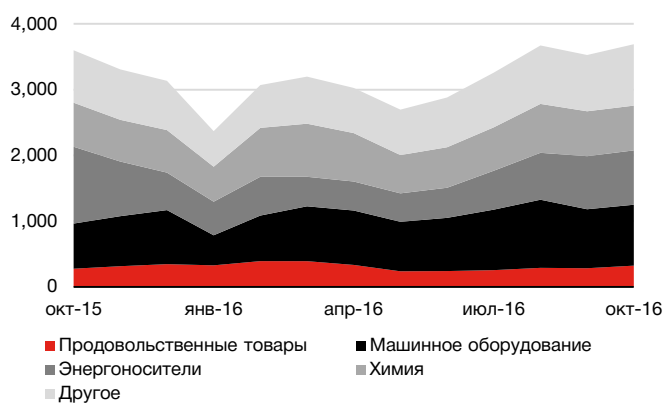
Источник: НБУ

Распределение экспорта Украины за 12м, млн \$



Источник: НБУ

Распределение импорта Украины за 12м, млн \$



Источник: НБУ

Основные макроэкономические показатели								
	2014	3кв15	4кв15	2015	1кв16	2кв16	3кв16	2016П
Рост реального ВВП, г/г %	-1.6%	-7.2%	-1.4%	-9.9%	0.1%	1.3%	1.8%	1.3%
Номинальный ВВП, млрд грн	1,567	564	585	1,979	453	532	698	2,273
Номинальный ВВП, млрд \$	132	25	25	90	18	21	27	89
Рост дефлятора ВВП, г/г % ¹	14.8%	40.0%	33.9%	40.2%	20.5%	15.2%	21.5%	13.3%
ИПЦ (средний за период), г/г %	12.1%	53.3%	45.4%	48.5%	38.8%	8.1%	8.1%	13.9%
ИПЦ (на конец периода), г/г %	24.9%	51.9%	43.3%	43.3%	32.7%	6.9%	7.9%	11.9%
Дефицит бюджета, % ВВП ^{1,2}	-4.6%	3.6%	-10.8%	-1.6%	-0.1%	-2.6%	-2.9%	-2.9%
Широкий дефицит бюджета, % ВВП ³	-13.6%	1.7%	-10.8%	-5.8%	-0.1%	-2.6%	-2.9%	-3.7%
Государственный долг, % ВВП	52%	82.8%	79.4%	79.4%	76.4%	78%	78.0%	78.0%
Внешний государственный долг, % ВВП ⁴	31%	49.2%	47.8%	47.8%	50.0%	49.4%	50.7%	52.3%
Общий внешний долг, млрд \$	137.1	125.1	125.1	118.7	117.4	115.0	нд	130.0
Экспорт товаров и услуг, млрд \$	68.5	12.3	12.2	47.8	9.9	11.3	11.7	43.1
Импорт товаров и услуг, млрд \$	73.8	12.7	12.9	49.5	11.0	11.4	13.6	46.4
Сальдо торгового баланса, млрд \$	-5.3	-0.4	-0.7	-1.7	-1.1	-1.5	-1.9	-4.6
Текущий счет, млрд \$	-5.3	0.2	-0.3	-0.2	-1.0	0.9	-1.7	-2.8
Финансовый счет, млрд \$	8.0	-1.0	-1.1	-0.6	0.6	0.3	2.2	3.6
Резервы НБУ, млрд \$	7.5	12.8	13.3	13.3	13.5	14.0	15.6	15.6
Средний курс на межбанке, грн/\$ ⁵	11.9	22.4	22.9	21.9	25.8	25.2	25.4	25.6

(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) На основе официальных данных НБУ без взвешивания на объемы торговли

Источник: НБУ, ГССУ, Минфин, МВФ, Adamant Capital

Индикативные цены еврооблигаций и их доходность									
Название облигации	Рекомендация	Купон	Погашение	Доходность	Bid	Δ неделя	Дюрация, г.	Объем, млн \$	Валюта
Украина 2019	Держать	7.8	Сен-19	8.3	98.6	0.6	8.3	1,743	USD
Украина 2023	Держать	7.8	Сен-23	9.0	93.8	0.3	9.0	1,355	USD
Украина 2027	Держать	7.8	Сен-27	9.1	90.8	0.5	9.1	1,307	USD
МХП 2020	Держать	8.3	Апр-20	10.3	94.5	0.1	10.3	750	USD
ДТЭК 2018 (7.875)	Покупать	7.9	Апр-18	-	82.1	1.5	-	793	USD
ДТЭК 2018 (10.375)	Покупать	10.4	Мар-18	-	82.1	0.9	-	156	USD
Феррэкспо 2019	Держать	10.4	Апр-19	10.3	100.2	0.1	10.3	160	USD
Метинвест 2016	Покупать	10.3	Май-16	-	89.5	1.3	-	89	USD
Метинвест 2017	Покупать	10.5	Ноя-18	-	87.6	0.4	-	304	USD
Метинвест 2018	Покупать	8.8	Фев-18	-	88.3	0.7	-	795	USD
Укрлендфарминг 2018	Продавать	10.9	Мар-18	146.7	29.7	0.0	146.7	521	USD
Авангард 2018	Продавать	10.0	Окт-18	102.8	27.3	0.3	102.8	213	USD
ПУМБ 2018	Держать	11.0	Дек-18	11.3	99.5	-0.4	11.3	197	USD
ПриватБанк 2018 (10.250)	Держать	10.3	Янв-18	48.5	69.8	1.5	48.5	160	USD
ПриватБанк 2018 (10.875)	Держать	10.9	Фев-18	48.4	68.3	0.0	48.4	175	USD
ПриватБанк 2021	Держать	11.0	Фев-21	29.4	57.3	0.0	29.4	220	USD
Ощадбанк 2023	Покупать	9.4	Мар-23	10.2	96.1	0.3	10.2	700	USD
Ощадбанк 2025	Покупать	9.6	Мар-25	10.9	93.0	0.1	10.9	500	USD
Укрэксимбанк 2022	Покупать	9.6	Апр-22	10.6	96.2	0.8	10.6	750	USD
Укрэксимбанк 2025	Покупать	9.8	Янв-25	11.1	92.9	0.4	11.1	600	USD
Укрзализныця 2021	Держать	9.9	Сен-21	11.5	94.1	0.4	11.5	500	USD
Мрия 2018	-	9.5	Апр-18	-	6.7	нд	-	400	USD

Данные на 13 декабря 2016

Источник: Bloomberg

Календарь событий на 2 недели		
Событие	Тип даты	Дата
ГССУ – реальный ВВП за 3кв16	Точная	19-Дек
ГССУ – статистика по транспорту	Точная	20-Дек
ГССУ – статистика по товарообороту	Точная	20-Дек
ГССУ – статистика по промышленному производству	Точная	21-Дек
НБУ – статистика по платежному балансу	Индикативная	27-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

Константин Вьюшинский | vka@adamant-capital.com
Юрий Созинов | urs@adamant-capital.com

Аналитика

Константин Фастовец | fks@adamant-capital.com
Валерия Васильчук | vvv@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.