

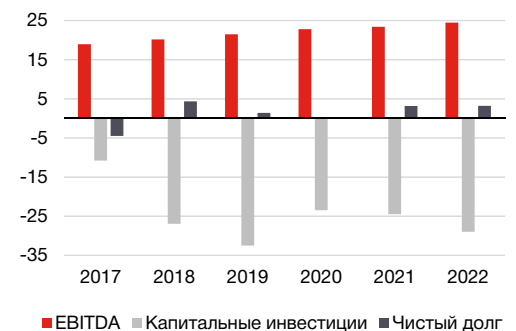
## Еженедельный обзор

- Правительство утвердило финансовый план Укрзализныци на 2018 год
- Реальный ВВП Украины в 4кв17 вырос на 1.8% г/г
- Компания ДТЭК опубликовала операционные результаты за 4кв17; Fitch планирует повысить рейтинг эмитента до «В-» после завершения реструктуризации банковских кредитов

**Правительство утвердило финансовый план Укрзализныци на 2018 год.** Согласно заявлениям менеджмента, завершение согласования открывает возможности для начала капитального инвестирования, размер которого заложен на уровне 26.9 млрд грн против 10.7 млрд реализованных в 2017-ом. Опубликованный прогноз предполагает увеличение выручки компании на 20% г/г до 88 млрд грн вследствие повышения тарифов на грузовые перевозки на 15% с ноября 2017, поднятия цен за использование вагонов до рыночного уровня, и 2% роста объемов предоставленных транспортных услуг. EBITDA должна будет прибавить к прошлогоднему показателю всего 6.6% и составить 20.2 млрд грн, поскольку расходы компании возрастут на фоне удорожания сырья и энергоносителей, а также повышения заработной платы персонала. Большая часть доходов будет направлена на амортизацию основных средств и обслуживание долга, в результате чего чистая прибыль составит всего 0.7 млрд грн.

**Наш взгляд:** Предварительные результаты за 2017 год, отображенные в документе, соответствуют нашим ожиданиям, а прогноз на 2018 выглядит довольно реалистичным. Таким образом, соотношение чистого долга к 12 месячной EBITDA компании, скорее всего, останется на уровне 2.0 в ближайшей перспективе, свидетельствуя о комфортной кредитной нагрузке. Утверждение финансового плана в столь короткие сроки наверняка позволит перевозчику инвестировать больше, чем в прошлом году, в ранее обнародованные проекты обновления инфраструктуры, тяги и вагонов. В то же время, более долгосрочные оценки Укрзализныци опубликованные в документе вызывают у нас некоторые вопросы. К примеру, размер капитальных инвестиций с 2019 года систематически превышает сумму EBITDA и чистых заимствований, фактически предполагая постоянный отток рабочего капитала, а расходы на амортизацию почему-то увеличиваются в каждом периоде, несмотря на запланированную модернизацию основных средств. В целом же, мы продолжаем считать, что Укрзализныця остается платежеспособным заемщиком с адекватным уровнем ликвидности и статусом госпредприятия, который приравнивает ее кредитные риски к суверенным. Наша рекомендацию по еврооблигациям эмитента остается на отметке «покупать», учитывая текущую премию в размере 150 бп к доходности кривой облигаций правительства.

**EBITDA и инвестиции Укрзализныци, млрд грн**

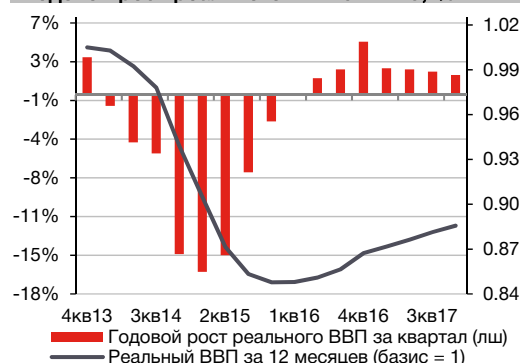


*Примечание: данные согласно утвержденному финансовому плану компании  
 Источник: данные компании, Adamant Capital*

**Реальный ВВП Украины в 4кв17 вырос на 1.8% г/г, согласно предварительным данным ГССУ.**

**Наш взгляд:** Показатель оказался значительно выше наших ожиданий и медианного консенсуса Bloomberg, но ниже последнего обнародованного прогноза НБУ (1.5%, 1.5% и 2.2%, соответственно). Опубликованное значение вызывает некоторое удивление, учитывая, что рост производства основных секторов экономики (рассчитывается нашим COI индексом) составил всего 0.2% г/г. Реальный ВВП за год увеличился на 2.2% г/г (на 200 бп выше нашей оценки), но, по-прежнему, остается ниже уровня 2013 года на 12% (исключая эффект от потери контроля над Крымом и зоной конфликта).

**Годовой рост реального ВВП с 4кв13, %**



Источник: ГССУ, Adamant Capital

**Компания ДТЭК опубликовала операционные результаты за 4кв17; Fitch планирует повысить рейтинг эмитента до «В-» после завершения реструктуризации банковских кредитов.** Согласно пресс-релизу компании, генерация электроэнергии за квартал снизилась на 11% г/г, но увеличилась на 5% кв/кв. Добыча угля выросла на 8% кв/кв, но, по сравнению с прошлым годом, сократилась на 25%. Средняя цена продажи электроэнергии украинских ТЭС в оптовый рынок упала на 6% г/г (хотя поднялась на 10% кв/кв). Агентство Fitch в своем заявлении подтвердило рейтинг еврооблигаций холдинга на уровне «С» и долгосрочный рейтинг дефолта равным «RD», озвучив планы повысить оба до отметки «В-» после успешного завершения реструктуризации порядка 20% долга в дефолте.

**Операционные результаты ДТЭК за 4кв17**

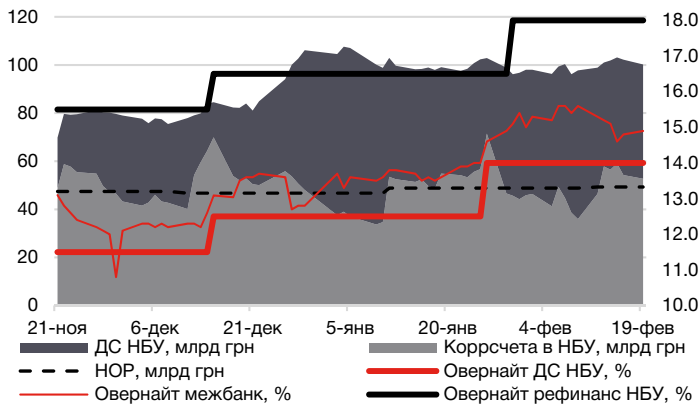
	4кв17	4кв16	г/г	3кв17	кв/кв
Добыча угля, млн т	6.7	9.0	-25%	6.2	8%
Производство э/э, ТВт	10.1	11.3	-11%	9.6	5%
Передача э/э, ТВт	11.4	12.3	-7%	10.0	14%
Цена на э/э, грн/мВт-ч <sup>1</sup>	1 622	1 721	-6%	1 469	10%
Цена на э/э, \$/мВт-ч	60.2	66.5	-9%	56.7	6%

(1) Средняя цена продажи электроэнергии украинских ТЭС в оптовый рынок  
Источник: данные компании, НКРЭКУ, Adamant Capital

**Наш взгляд:** Предполагая, что тариф генерации электроэнергии ДТЭК примерно равнялся среднему по рынку (как и в 3кв17), можем утверждать, что операционные результаты в целом соответствовали нашим ожиданиям. С учетом вышесказанного мы оставляем наш прогноз EBITDA на 4кв17 и 2017 год на уровне 240 млн \$ и 830 млн \$, соответственно. Согласно нашим расчетам, соотношение чистого долга к 12-месячной EBITDA достигнет 2.5, указывая на вполне приемлемый уровень кредитной нагрузки. Относительно 2018-го, мы ожидаем, что НКРЭКУ оставит средние оптовые цены на электроэнергию на благоприятном для компании уровне, что обеспечит стабильную производственную маржу. Дополнительная прибыль, может быть сгенерирована сектором передачи электроэнергии ДТЭК перед тем, как он будет отделен от компании в отдельную структуру к концу года, если новые RAB-тарифы будут введены в апреле в текущей форме. Наш прогноз EBITDA на 2018 год составляет 1.0 млрд \$. Учитывая текущий спред по доходности облигаций холдинга к суверенной кривой в размере порядка 300 бп, мы оставляем рекомендацию «покупать» по бумагам эмитента. Стоит отметить, что, хотя потенциальные риски рефинансирования растут (компания имеет возможность погасить еврооблигации по номиналу в любой момент), ДТЭК будет сложно привлечь новых кредиторов пока некоторые ее обязательства находятся в дефолте. Когда же реструктуризация полностью завершится, цена бумаг, скорее всего, вырастет на фоне повышения оценки рейтинговых агентств (таких как Fitch) до уровня аналогов.

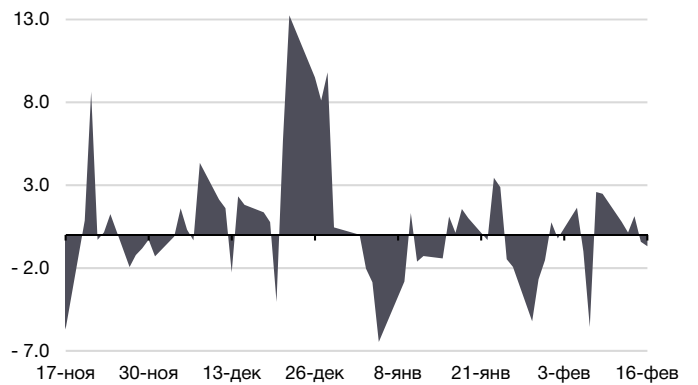
## Приложение

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



Источник: НБУ, Adamant Capital

Приток от Госказначейства и ФГВФЛ в систему<sup>1</sup>, млрд грн



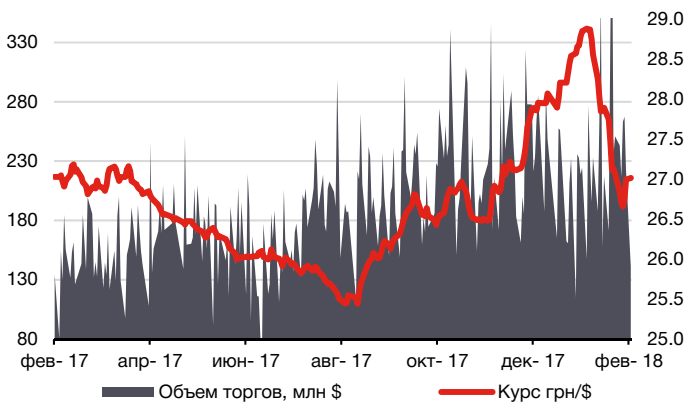
(1) Банковская система

Источник: НБУ

**Ликвидность локального рынка** (сумма коррсчетов в НБУ и депозитных сертификатов) увеличилась на 1.27 млрд грн до 100.14 млрд грн за неделю. Министерство финансов 20 февраля разместило облигации в гривне с погашением в мае и августе 2018 с доходностью 16.00% и 16.50%, соответственно, а также с погашением в январе 2019 и январе 2021 с доходностью 16.40% и 15.79%, соответственно. В результате, было привлечено 1.18 млрд грн.

**Межбанковский курс грн/\$** на этой неделе девальвировал на 1.4%, открывшись на отметке 26.70 и закрывшись к концу на уровне 27.07.

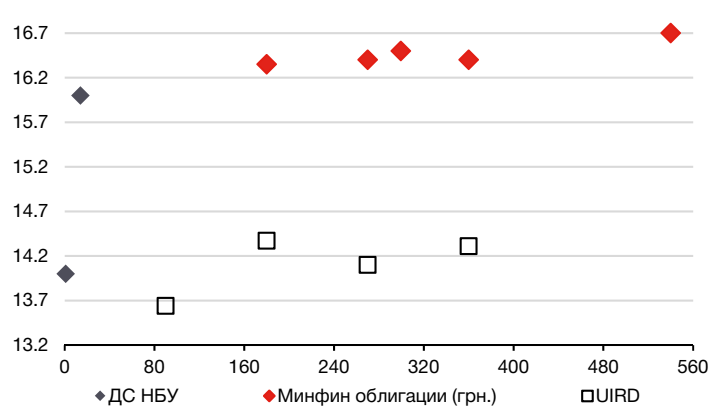
Курс валюты (пш) и объем межбанковских торгов (лш)



На основе официальных данных межбанковского рынка

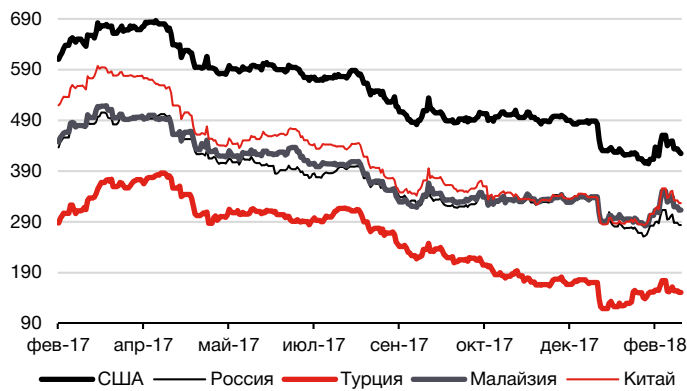
Источник: НБУ

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



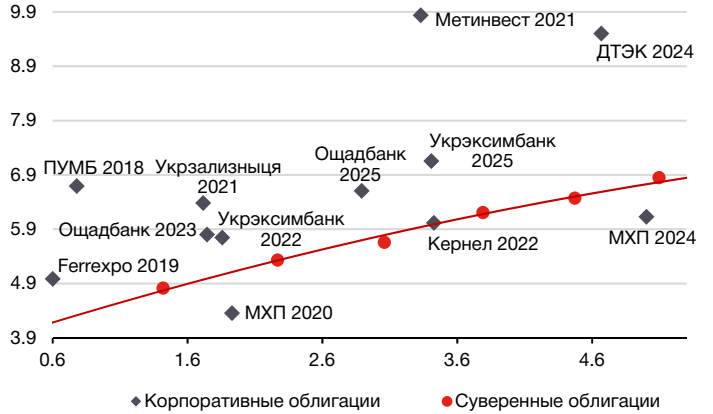
Источник: НБУ, Bloomberg, Adamant Capital

Премия 10 летней доходности Украины к другим странам, бп



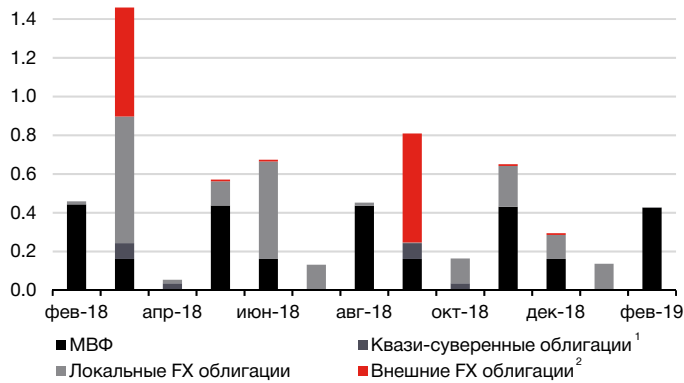
Источник: Bloomberg, Adamant Capital

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



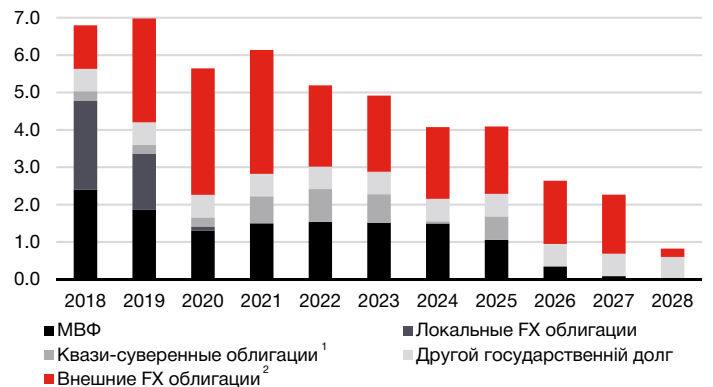
Источник: Bloomberg, Adamant Capital

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



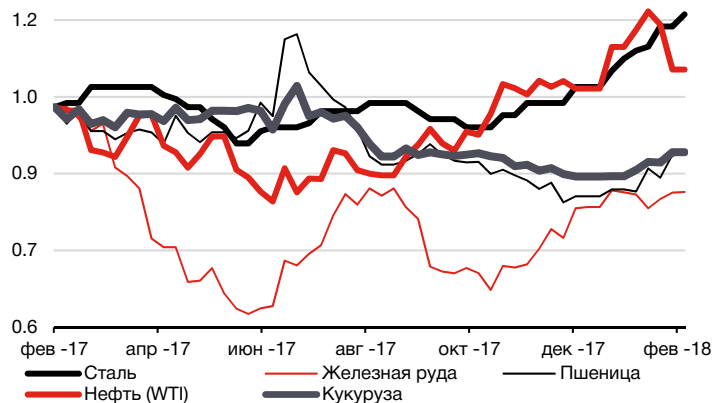
Процентные платежи включены в каждую категорию  
(1) Долг государственных банков, Укрзалізниця и муниципалитетов  
(2) Включают кредитные гарантии США  
Источник: Bloomberg, Adamant Capital

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



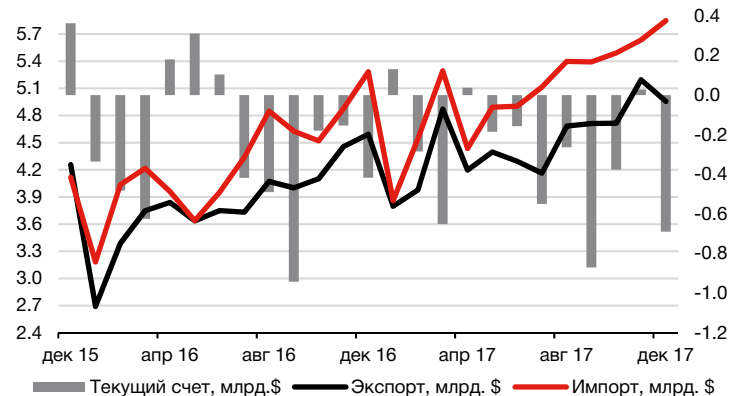
Процентные платежи включены в каждую категорию  
(1) Долг государственных банков, Укрзалізниця и муниципалитетов  
(2) Включают кредитные гарантии США  
Источник: Bloomberg, Adamant Capital

Мировые индексы цен на сырье



Источник: Bloomberg, Adamant Capital

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



Источник: НБУ

Основные макроэкономические показатели								
	4кв16	2016	1кв17	2кв17	3кв17	4кв17П	2017П	2018П
Рост реального ВВП, г/г %	4.8%	2.2%	2.5%	2.3%	2.1%	1.8%	2.2%	4.8%
Номинальный ВВП, млрд грн	723	2 383	584	657	821	873	2 935	723
Номинальный ВВП, млрд \$	28	93	22	25	32	32	110	28
Рост дефлятора ВВП, г/г % <sup>1</sup>	17.2%	17.2%	25.1%	20.0%	20.2%	19.1%	20.5%	17.2%
ИПЦ (средний за период), г/г %	12.3%	14.9%	14.0%	13.8%	16.1%	14.0%	14.5%	12.3%
ИПЦ (на конец периода), г/г %	12.4%	12.4%	15.1%	15.6%	16.4%	13.7%	13.7%	12.4%
Дефицит бюджета, % ВВП <sup>1,2,6</sup>	3.2%	2.3%	-0.7%	-7.3%	1.3%	9.6%	1.4%	3.2%
Широкий дефицит бюджета, % ВВП <sup>3</sup>	21.4%	8.6%	3.8%	-7.3%	4.0%	12.1%	3.8%	21.4%
Государственный долг, % ВВП	80.8%	80.8%	77.7%	74.3%	73.4%	73.0%	73.0%	80.8%
Внешний государственный долг, % ВВП <sup>4</sup>	49.0%	49.0%	47.1%	47.7%	46.9%	44.4%	44.4%	49.0%
Общий внешний долг, млрд \$	114	114	114	115	117	116	116	114
Экспорт товаров и услуг, млрд \$	13.2	46.0	12.6	12.9	13.6	14.9	60.8	13.2
Импорт товаров и услуг, млрд \$	14.7	51.5	13.7	14.2	15.9	17.0	54.0	14.7
Сальдо торгового баланса, млрд \$	-1.5	-5.5	-1.1	-1.3	-2.3	-2.1	6.8	-1.5
Текущий счет, млрд \$	-0.8	-3.5	-0.8	-0.3	-1.7	-1.0	-3.8	-0.8
Финансовый счет, млрд \$ <sup>5</sup>	-1.1	-4.7	-0.2	-1.9	-2.5	-1.7	-6.4	-1.1
Резервы НБУ, млрд \$	15.5	15.5	15.1	18.0	18.6	18.8	18.8	15.5
Средний курс на межбанке, грн/\$ <sup>7</sup>	25.9	25.6	27.1	26.0	25.9	26.9	26.6	25.9
Курс на межбанке (на конец периода), грн/\$	27.2	27.2	27.0	26.0	26.6	28.1	28.1	27.2
Учетная ставка НБУ (на конец периода), %	14.0%	14.0%	14.0%	12.5%	12.5%	14.5%	14.5%	14.0%

(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 РГББ 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	1-дек-16	7.8	сен-19	4.8	104.3	0.0	1.4	661
Украина 2023	Держать	1-дек-16	7.8	сен-23	6.5	105.8	0.3	4.5	1,355
Украина 2027	Держать	1-дек-16	7.8	сен-27	7.2	103.5	0.4	6.7	1,307
Украина 2032	Держать	1-дек-16	7.4	сен-32	7.7	97.2	0.6	8.6	3,000
МХП 2020	Держать	30-январь-18	8.3	апр-20	4.4	107.8	-0.4	1.9	505
МХП 2024	Держать	30-январь-18	7.8	май-24	6.1	108.3	-0.4	5.0	500
ДТЭК 2024	Покупать	20-фев-18	10.8	дек-24	9.5	105.9	0.0	4.7	1,309
Феррэкспо 2019	Покупать	21-ноя-17	10.4	апр-19	5.0	103.2	-0.1	0.6	346
Метинвест 2021	Покупать	6-фев-18	10.9	дек-21	9.8	102.1	0.0	3.3	1,187
Укрлендфарминг 2018	Продавать	17-июн-17	10.9	мар-18	нс	20.0	-0.1	нд	543
Авангард 2018	Продавать	5-дек-17	10.0	окт-18	нс	19.7	1.3	0.6	214
ПУМБ 2018	Покупать	7-ноя-17	11.0	дек-18	6.7	103.4	0.2	0.8	103
ПриватБанк 2018 (10.250)	Продавать	21-ноя-17	10.3	январь-18	нс	29.8	1.3	нс	200
ПриватБанк 2018 (10.875)	Продавать	21-ноя-17	10.9	фев-21	нс	35.0	0.1	нс	175
Ощадбанк 2023	Покупать	7-ноя-17	9.4	мар-23	5.8	106.3	-0.2	1.7	700
Ощадбанк 2025	Покупать	7-ноя-17	9.6	мар-25	6.6	109.0	0.0	2.9	500
Укрэксимбанк 2022	Покупать	7-ноя-17	9.6	апр-22	5.7	107.3	-0.1	1.9	750
Укрэксимбанк 2025	Покупать	7-ноя-17	9.8	январь-25	7.2	108.8	-0.3	3.4	600
Укрзалізниця 2021	Покупать	20-фев-18	9.9	сен-21	6.4	106.1	0.6	1.7	500
Мрия 2018	Продавать	14-ноя-17	9.5	апр-18	нс	5.7	0.0	0.2	400
Кернел 2022	Держать	23-январь-18	8.8	январь-22	6.0	109.4	-0.2	3.4	500

Источник: Bloomberg, Adamant Capital

Календарь событий на 2 недели		
Событие	Тип даты	Дата
ГССУ - статистика промышленности	Точная	23 фев
Метинвест - отчет за декабрь	Индикативная	23 фев
Кернел - финансовые результаты за 1п18	Точная	28 фев
НБУ - пересмотр учетной ставки	Точная	1 мар
НБУ - статистика по платежному балансу	Точная	2 мар

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

#### 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 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.