

Еженедельный обзор

- Капитальные инвестиции в стране выросли в 2017 на 22% до 15.5 млрд \$
- Fitch присвоило предварительный рейтинг «В-» ожидаемому выпуску гривневых еврооблигаций Укрэксимбанка
- В январе выход ключевых секторов экономики увеличился на 3.8% г/г
- EBITDA компании ДТЭК в 4кв17 увеличилась на 1% г/г до 273 млн \$

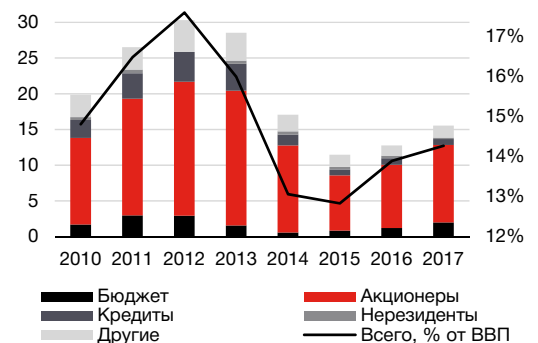
Капитальные инвестиции в стране выросли в 2017 на 22% до 15.5 млрд \$. Соотношение капиталовложений к номинальному ВВП увеличилась на 40 бп до 14.1%. Большинство инвестиций было направлено в сельское хозяйство, строительство, внутреннюю торговлю, государственные службы (включая оборону) и производство электроэнергии. Основными источниками финансирования были средства предприятий (70% от общей суммы) и бюджета (13%). За счет кредитов профинансировано лишь 5% проектов.

Наш взгляд: Хотя объем капитальных инвестиций прибавил к прошлогоднему уровню, динамика выглядит недостаточной для поддержания стремительного восстановления экономики и, таким образом, соответствует нашим ожиданиям (и консенсусу) относительно умеренных показателей ВВП в 2018. Касательно источников финансирования, их структура демонстрирует актуальность проблемы сокращения кредитования (на 79% с 2013) поскольку возможности финансировать капиталовложения доходами компаний напрямую зависят от номинального ВВП. Альтернативным (и потенциально существенным) ресурсом мог бы стать иностранный капитал, но для его привлечения требуется провести существенные реформы, особенно в области коррупции и верховенства права. Структура капитальных инвестиций по секторам указывает на вероятные драйверы роста ВВП в краткосрочной перспективе: сельское хозяйство, внутренняя торговля, транспорт и, возможно, строительство (хотя, результаты за январь демонстрировали замедление в этом секторе).

Fitch присвоило предварительный рейтинг «В-» ожидаемому выпуску гривневых еврооблигаций Укрэксимбанка. Согласно пресс-релизу агентства, обязательства будут такими же, как и по другим первоочередным необеспеченным и несубординированным долгам банка. Бумаги будут выпущены специально созданной британской компанией Biz Finance Plc. Выплаты купона и погашение основной суммы будут осуществляться в долларах США по действующему курсу НБУ. Согласно данным местных СМИ, срок погашения облигаций составит 3 года, а индикативная доходность ожидается на уровне 16-16.5%.

Наш взгляд: Размещение происходит на фоне повышенного интереса иностранных инвесторов к гривневым облигациям (сумма ОВГЗ в собственности нерезидентов увеличилась на 250 млн \$ с начала февраля), вероятно обусловленного относительной стабильностью валютного курса и ужесточением монетарной политики НБУ. Предварительная оценка доходности выглядит, по нашему мнению, справедливой, учитывая, что Укрэксимбанк фактически является частью бюджета страны и, что ставка по ОВГЗ с аналогичным сроком погашения на последних тендерах составила меньше 16% (фактически свидетельствует об инверсии кривой).

Источники капитальных инвестиций, млрд \$



Источник: ГССУ

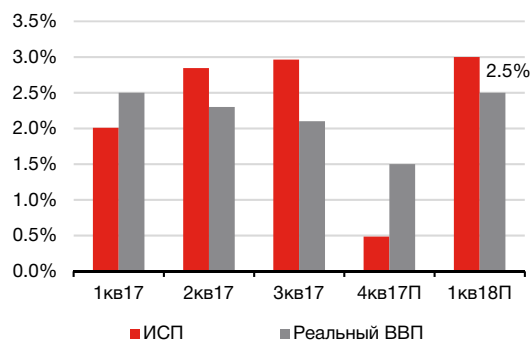
В январе выход ключевых секторов экономики увеличился на 3.8% г/г, согласно нашему расчетному индексу ИСП. В отличие от предыдущего месяца, объемы промышленного производства выросли на 3.6% г/г (2.9% с учетом коррекции на сезонность). Сельскохозяйственный сектор прибавил 1.1% г/г после снижения на 1.5% в декабре. Внутренняя торговля показала прирост на 11.2%, причем оптовые продажи подскочили на 13%. Объемы грузовых и пассажирских перевозок уменьшились на 4.2%. Строительство стабилизировалось, сократившись на 0.5% г/г впервые за два года.

Наш взгляд: За исключением сокращения строительства (этот сектор был одним из основных драйверов роста ВВП в 2017), новые данные оказались неожиданно положительными. Выпуск сельскохозяйственной и пищевой продукции увеличился, несмотря на снижение урожая зерновых и масличных культур в этом сезоне на 8-11% г/г. Объемы внутренней торговли продолжили прибавлять к прошлогодним показателям стремительными темпами второй месяц кряду. Выход промышленности вырос г/г, несмотря на отсутствие низкой базы сравнения (ожидается с февраля, в связи с захватом агрессором украинских предприятий в НКТ в 2017). Увеличение стало возможным благодаря положительной динамике в производстве металлов (стали и чугуна), химии (в основном, удобрений) и продукции машиностроения (+8%, +56% и +22% г/г, соответственно). Хотя в целях консервативности мы, на данном этапе, оставляем наш текущий прогноз роста реального ВВП в 1кв18 равным 2.5%, вероятность пересмотра этого показателя в сторону увеличения высока, если февральские данные продемонстрируют аналогичные тенденции.

EBITDA компании ДТЭК в 4кв17 увеличилась на 1% г/г до 273 млн \$, согласно консолидированным неаудированным результатам. Выручка сократилась на 4% г/г и на 25% кв/кв до 1.5 млрд \$. Чистая прибыль составила -72 млн \$. Соотношение чистого долга к 12 месячной EBITDA снизилось на 30% г/г до 2.5, поскольку значение последнего достигло 870 млн \$ против 600 млн \$ в 2016.

Наш взгляд: EBITDA компании в 4кв17 оказалась на 14% выше нашей оценки, потенциально, в связи с более низким, чем ожидалось, спредом между средним тарифом предоставленным регулятором ДТЭК и рынку в целом (мы предполагали разницу в размере 3%). Учитывая, что годовой показатель EBITDA отклонился от нашего прогноза лишь на 4%, мы оставляем нашу модель будущих доходов холдинга без изменений. EBITDA на 2018 год оценивается в 1.0 млрд \$, в частности благодаря эффекту от введения RAB-тарифов (перед отделением сектора дистрибуции в отдельную структуру). В целом, учитывая текущую премию по доходности облигаций ДТЭК к суверенной кривой в размере 300 бп, мы оставляем рекомендацию по бумагам эмитента на отметке «покупать». Как отмечалось ранее, хотя потенциальные риски рефинансирования растут (компания имеет возможность погасить еврооблигации по номиналу в любой момент без штрафных санкций), ДТЭК будет сложно привлечь новых кредиторов, пока некоторые ее обязательства перед банками РФ находятся в дефолте.

Динамика роста ИСП против реального ВВП



Примечание: Индекс совокупного производства - средневзвешенное значение промышленного производства, розничных и оптовых продаж, перевозок, строительства и выхода с/х продукции
Источник: ГССУ, Adamant Capital

Результаты ДТЭК за 4кв17, млн \$

	4кв17	4кв16	г/г	3кв17	кв/кв
Выручка	1 536	1 606	-4%	1 231	25%
EBITDA ¹	273	272	1%	194	41%
EBITDA маржа	18%	17%	1pps	16%	2pps
Чистая прибыль	-72	157	нс	1	нс
Чистая маржа	-5%	10%	нс	0%	-5pps
OCF ²	269	301	-11%	137	97%
CAPEX ³	98	60	62%	62	58%
FCF ⁴	172	241	-29%	75	129%
Цена на э/э, грн/мВт-ч ⁵	1 622	1 721	-6%	1 469	10%
Цена на э/э, \$/мВт-ч	60.2	66.5	-9%	56.7	6%
Производство э/э, ТВт-ч	10.1	11.3	-11%	9.6	5%
Добыча угля, тыс т	6.7	9.0	-25%	6.2	8%
EBITDA/мВт, \$	27.2	24.2	13%	20.2	34%
Чистый долг	2 090	2 051	2%	2 100	0%
Чистый долг/ EBITDA ⁶	2.5	3.6	-30%	3.6	-28%

(1) Исключает убытки от курсовых разниц, списания и переоценки активов

(2) Денежный поток от операционной деятельности

(3) Капитальные инвестиции

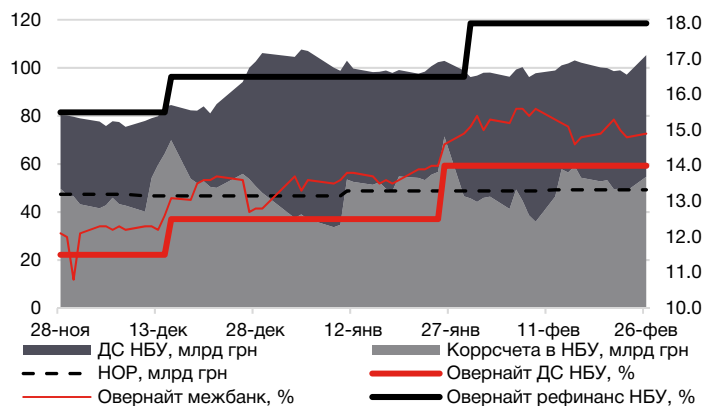
(4) Свободный денежный поток

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

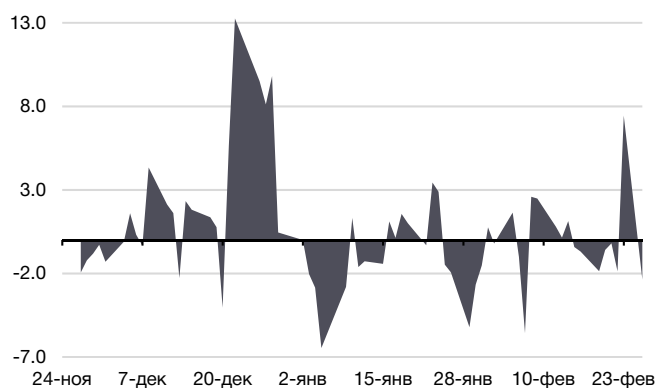
(6) EBITDA за последние 12 месяцев

Источник: данные компании, Adamant Capital

Приложение

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


Источник: НБУ, Adamant Capital

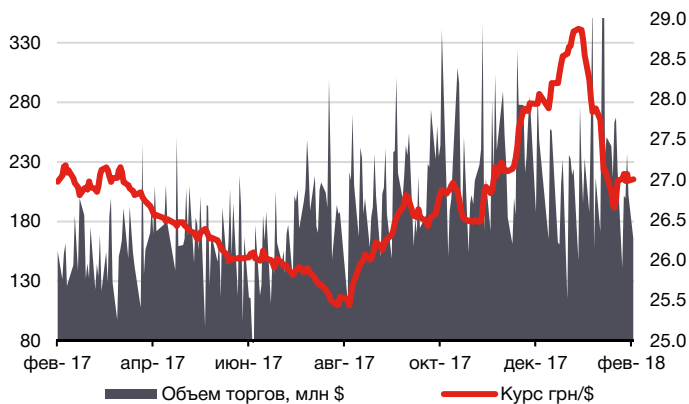
Приток от Госказначейства и ФГВФЛ в систему¹, млрд грн


(1) Банковская система

Источник: НБУ

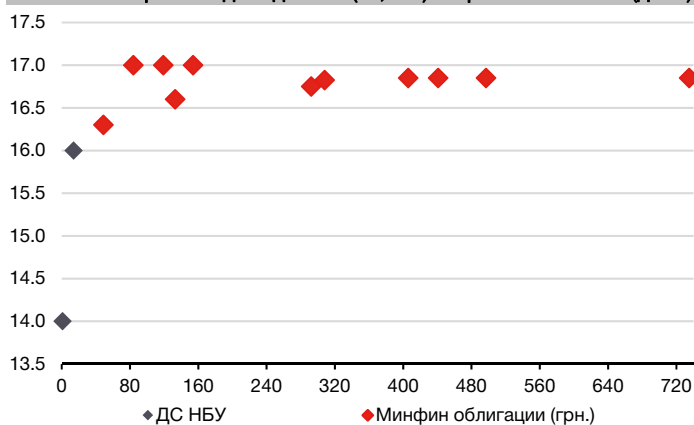
Ликвидность локального рынка (сумма коррсчетов в НБУ и депозитных сертификатов) увеличилась на 5.14 млрд грн до 105.28 млрд грн за неделю. Министерство финансов 27 февраля разместило облигации в гривне с погашением в мае, августе и ноябре 2018 с доходностью 16.00%, 16.45% и 16.50%, соответственно, а также с погашением в октябре 2022 с доходностью 15.79%. В результате, было привлечено 0.99 млрд грн.

Межбанковский курс грн/\$ на этой неделе укрепился на 0.5%, открывшись на отметке 27.07 и закрывшись к концу на уровне 26.95.

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


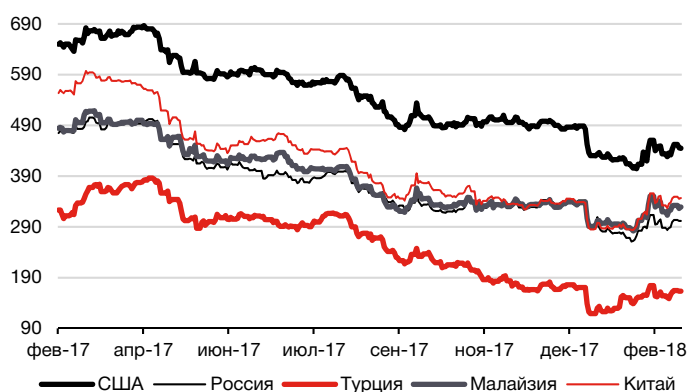
На основе официальных данных межбанковского рынка

Источник: НБУ

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


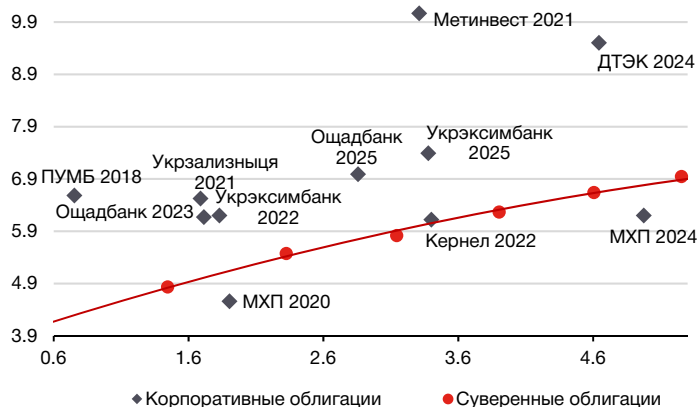
Источник: НБУ, Bloomberg, Adamant Capital

Премия 10 летней доходности Украины к другим странам, бп



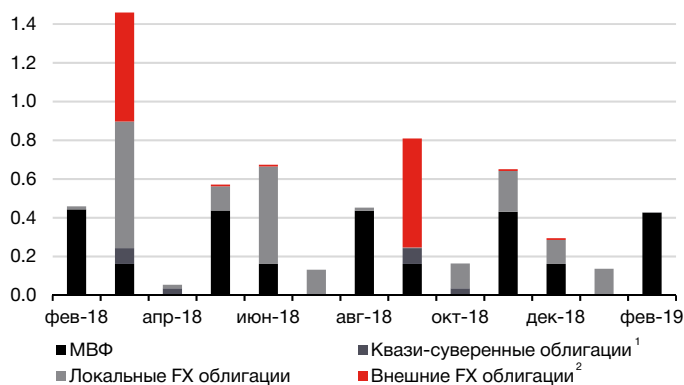
Источник: Bloomberg, Adamant Capital

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



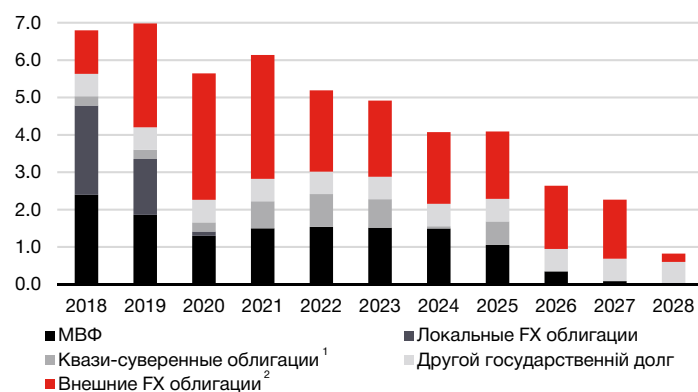
Источник: Bloomberg, Adamant Capital

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



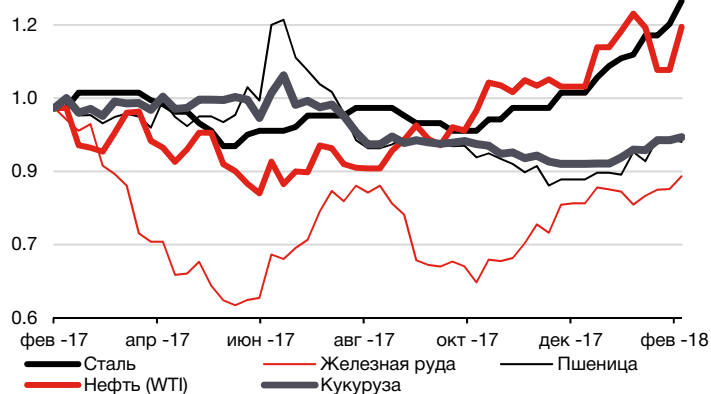
Процентные платежи включены в каждую категорию
(1) Долг государственных банков, Укрзалізниця и муниципалитетов
(2) Включают кредитные гарантии США
Источник: Bloomberg, Adamant Capital

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



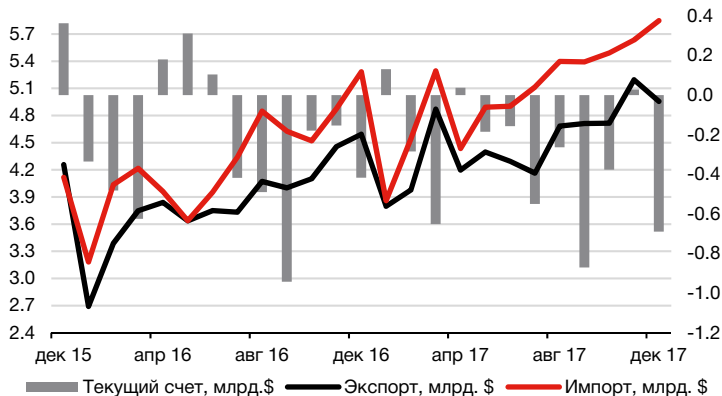
Процентные платежи включены в каждую категорию
(1) Долг государственных банков, Укрзалізниця и муниципалитетов
(2) Включают кредитные гарантии США
Источник: Bloomberg, Adamant Capital

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%	3.1%
Номинальный ВВП, млрд грн	723	2 383	584	657	821	873	2 935	3 389
Номинальный ВВП, млрд \$	28	93	22	25	32	32	110	123
Рост дефлятора ВВП, г/г % ¹	17.2%	17.2%	25.1%	20.0%	20.2%	19.1%	20.5%	12.0%
ИПЦ (средний за период),г/г %	12.3%	14.9%	14.0%	13.8%	16.1%	14.0%	14.5%	12.2%
ИПЦ (на конец периода),г/г %	12.4%	12.4%	15.1%	15.6%	16.4%	13.7%	13.7%	10.1%
Дефицит бюджета, % ВВП ^{1,2,6}	3.2%	2.3%	-0.7%	-7.3%	1.3%	9.6%	1.4%	3.0%
Широкий дефицит бюджета, % ВВП ³	21.4%	8.6%	3.8%	-7.3%	4.0%	12.1%	3.8%	3.0%
Государственный долг, % ВВП	80.8%	80.8%	77.7%	74.3%	73.4%	73.0%	73.0%	66.4%
Внешний государственный долг, % ВВП ⁴	49.0%	49.0%	47.1%	47.7%	46.9%	44.4%	44.4%	40.7%
Общий внешний долг, млрд \$	114	114	114	115	117	116	116	117
Экспорт товаров и услуг, млрд \$	13.2	46.0	12.6	12.9	13.6	14.9	60.8	58.2
Импорт товаров и услуг, млрд \$	14.7	51.5	13.7	14.2	15.9	17.0	54.0	65.4
Сальдо торгового баланса, млрд \$	-1.5	-5.5	-1.1	-1.3	-2.3	-2.1	6.8	-7.2
Текущий счет, млрд \$	-0.8	-3.5	-0.8	-0.3	-1.7	-1.0	-3.8	-4.2
Финансовый счет, млрд \$ ⁵	-1.1	-4.7	-0.2	-1.9	-2.5	-1.7	-6.4	-4.9
Резервы НБУ, млрд \$	15.5	15.5	15.1	18.0	18.6	18.8	18.8	20.8
Средний курс на межбанке, грн/\$ ⁷	25.9	25.6	27.1	26.0	25.9	26.9	26.6	27.5
Курс на межбанке (на конец периода), грн/\$	27.2	27.2	27.0	26.0	26.6	28.1	28.1	28.0
Учетная ставка НБУ (на конец периода), %	14.0%	14.0%	14.0%	12.5%	12.5%	14.5%	14.5%	15.0%

(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 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	1-дек-16	7.8	сен-19	4.8	104.2	-0.2	1.4	661
Украина 2023	Держать	1-дек-16	7.8	сен-23	6.6	105.0	-0.5	4.6	1,355
Украина 2027	Держать	1-дек-16	7.8	сен-27	7.3	103.1	-0.4	6.9	1,307
Украина 2032	Держать	1-дек-16	7.4	сен-32	7.7	97.2	0.1	8.5	3,000
МХП 2020	Держать	30-январ-18	8.3	апр-20	4.6	107.3	-0.6	1.9	505
МХП 2024	Держать	30-январ-18	7.8	май-24	6.2	107.8	-0.3	5.0	500
ДТЭК 2024	Покупать	28-фев-18	10.8	дек-24	9.5	105.9	-0.1	4.6	1,309
Феррэкспо 2019	Покупать	21-ноя-17	10.4	апр-19	5.1	103.0	-0.1	0.6	346
Метинвест 2021	Покупать	6-фев-18	10.9	дек-21	10.1	101.4	-0.7	3.3	1,187
Укрлендфарминг 2018	Продавать	17-июн-17	10.9	мар-18	нс	20.0	0.0	нд	543
Авангард 2018	Продавать	5-дек-17	10.0	окт-18	нс	19.0	0.0	0.6	214
ПУМБ 2018	Покупать	7-ноя-17	11.0	дек-18	6.6	103.4	0.2	0.8	103
ПриватБанк 2018 (10.250)	Продавать	21-ноя-17	10.3	январ-18	нс	25.1	-4.1	нс	200
ПриватБанк 2018 (10.875)	Продавать	21-ноя-17	10.9	фев-21	нс	28.3	-6.7	нс	175
Ощадбанк 2023	Покупать	7-ноя-17	9.4	мар-23	6.2	105.6	-0.6	1.7	700
Ощадбанк 2025	Покупать	7-ноя-17	9.6	мар-25	7.0	107.7	-1.1	2.9	500
Укрэксимбанк 2022	Покупать	7-ноя-17	9.6	апр-22	6.2	106.3	-0.9	1.8	750
Укрэксимбанк 2025	Покупать	7-ноя-17	9.8	январ-25	7.4	107.9	-0.8	3.4	600
Укрзалізниця 2021	Покупать	20-фев-18	9.9	сен-21	6.5	105.8	-0.3	1.7	500
Мрия 2018	Продавать	14-ноя-17	9.5	апр-18	нс	5.8	0.1	0.1	400
Кернел 2022	Держать	23-январ-18	8.8	январ-22	6.1	109.0	-0.3	3.4	500

Источник: Bloomberg, Adamant Capital

Календарь событий на 2 недели		
Событие	Тип даты	Дата
Кернел - финансовые результаты за 1п18	Точная	28 фев
НБУ - пересмотр учетной ставки	Точная	1 мар
НБУ - статистика по платежному балансу	Точная	2 мар
НБУ - статистика по международным резервам	Точная	7 мар
ГССУ - статистика по инфляции	Точная	7 мар
МХП - финансовые результаты за 4кв17	Точная	7 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

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.