

Еженедельный обзор

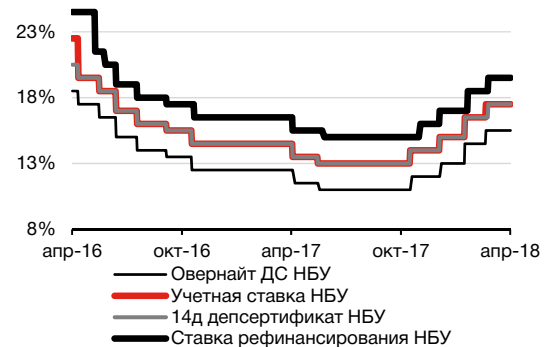
- НБУ оставил учетную ставку без изменений на уровне 17.0%
- Компания Метинвест заявила о намерении направить 6.5 млн \$ на раннюю выплату процентов по еврооблигациям
- EBITDA Укрзализныци за 2п17 увеличилась на 9% г/г до 451 млн \$

НБУ оставил учетную ставку без изменений на уровне 17.0%.

Согласно пресс-релизу, монетарная политика является достаточно жесткой, чтобы обеспечить снижение инфляции до целевого диапазона в среднесрочной перспективе (8.9% и 5.8% г/г на конец 2018 и 2019, соответственно). Прогнозы годового роста реального ВВП и объема и валютных резервов в декабре были озвучены равными 3.4% и 21.6 млрд \$, соответственно.

Наш взгляд: Решение регулятора не оказалось для нас сюрпризом, поскольку инфляция в марте замедлилась лишь незначительно (до 13.2% г/г с 14.0% в феврале). К тому же, вероятность того, что ИПЦ превысит целевую отметку НБУ на конец года, по нашему мнению, остается довольно высокой (наш прогноз составляет 10.1% против таргетируемых 8.9%). В ближайшей перспективе, мы ожидаем, что давление на цены со стороны спроса будет продолжаться, учитывая намерение правительства увеличить социальные расходы (и минимальную заработную плату) в преддверии президентских выборов, а также увеличение доходов населения в связи с трудовой миграцией. В связи с этим, наш базовый сценарий предполагает, что НБУ будет придерживаться жесткой монетарной политики в течение следующих 12 месяцев. Хотя оценки НБУ роста реального ВВП и валютных резервов являются несколько более оптимистичными чем наши, мы считаем их вполне достижимыми.

Динамика процентных ставок



Источник: НБУ

Компания Метинвест заявила о намерении направить 6.5 млн \$ на раннюю выплату процентов по еврооблигациям. Данная операция разрешена условием 6(b) долгового соглашения. Расчет назначен на 18 апреля и полностью покрывает купон PIYC, начисленный с 18 марта.

Наш взгляд: По нашему мнению, данное действие несет, скорее, номинальный характер, учитывая, что холдинг, в любом случае, осуществил бы вышеуказанные выплаты во время закрытия сделки по рефинансированию (ожидается 23 апреля). В отличие от старых бумаг, условия купона по новым еврооблигациям Метинвеста (с погашением в 2023 и 2026) предполагают один цельный платеж проводимый два раза в год.

EBITDA Укрзализныци за 2п17 увеличилась на 9% г/г до 451 млн \$. Годовой показатель достиг 780 млн \$ (-3% г/г). Выручка во 2п17 выросла на 4% до 1.5 млрд \$, а маржа поднялась на 1 пп до 31%. Несмотря на рост EBITDA, чистая прибыль была близка к нулю в связи с высокими расходами на амортизацию и потерями от курсовых разниц (последние составили 97 млн \$ вследствие девальвации гривны на 8% в конце отчетного периода). Операционный денежный поток сократился на 15% г/г в результате увеличенных инвестиций в оборотный капитал, а свободный денежный поток – на 63% на фоне одновременного скачка расходов на основные фонды на 61% г/г. Средние тарифы на грузовые и пассажирские перевозки поднялись на 8% г/г и 9% г/г в гривне. Грузо- и пассажирооборот уменьшились на 1% каждый. Соотношение чистого долга к 12 месячной EBITDA снизилось на 20% г/г до 1.4.

Наш взгляд: EBITDA компании за 2п17 оказалась на 30% выше нашей оценки, поскольку себестоимость грузовых перевозок на ткм выросла лишь на 9% г/г, по сравнению с ожидаемыми нами 15%. Таким образом, годовой показатель увеличился лишь на 19%, в то время как производственная инфляция составила 26% г/г. Рост затрат на персонал (на ткм) составил всего 16%, продемонстрировав существенную экономию на фоне 36% роста номинальных зарплат в секторе. Следует также отметить, что Укрзализныця перевыполнила и свой план, опубликованный в феврале: операционная прибыль превысила ожидания руководства на 18%. Учитывая новые данные (и повышение тарифов на грузоперевозки на 15% в ноябре), наш текущий прогноз EBITDA на 1п18 и 2018 в целом составляет 400 млн \$ и 900 млн \$, соответственно (+24% и +18% г/г). Компания в 2018 планирует направить 1.0 млрд \$ на капитальные инвестиции, что, по нашим подсчетам, увеличит чистый долг примерно на 300 млн \$ (при условии отсутствия дополнительных вложений в оборотный капитал). В свою очередь, соотношение чистого долга к 12 месячной EBITDA достигнет порядка 1.6-1.7, лишь незначительно прибавив к текущему уровню (1.4). Мы оставляем нашу рекомендацию по бумагам эмитента на отметке «покупать», учитывая премию по доходности к суверенной кривой равной более 100 бп. Размер спреда, по нашему мнению, является завышенным, поскольку предприятие находится в госсобственности и демонстрирует сильные кредитные показатели.

Результаты Укрзализныци за 2п17, млн \$

	2п17	2п16	г/г	1п17	п/п
Выручка	1,463	1,403	4%	1,318	11%
Скорр. EBITDA ¹	451	416	9%	329	37%
Грузоперевозки	564	555	2%	479	18%
Пассажирские	-117	-91	нс	-100	нс
Другое	4	-49	-109%	-50	-109%
Скорр. EBITDA маржа	31%	30%	1пп	25%	6пп
Амортизация	-264	-338	нс	-287	нс
Курсовые разницы	-97	-121	нс	53	нс
Чистая прибыль	0	-138	нс	5	нс
Маржа по прибыли	0%	-10%	10пп	0%	0пп
OCF ²	335	394	-15%	321	4%
Сарех ³	245	152	61%	164	49%
FCF ⁴	90	242	-63%	157	-43%
Перевозка грузов					
Объем, млрд ткм	96.0	97.4	-1%	94.9	1%
Тариф, грн/ткм	0.32	0.30	8%	0.31	6%
Тариф, с/ткм	1.23	1.18	4%	1.14	8%
EBITDA/ткм, с	0.59	0.57	3%	0.50	16%
Перевозка пассажиров					
Объем, млрд пкм	13.8	13.9	-1%	13.8	0%
Тариф, грн/пкм	0.28	0.26	9%	0.25	16%
Тариф, с/пкм	1.08	1.02	5%	0.92	17%
EBITDA/пкм, с	-0.85	-0.65	нс	-0.72	нс
Чистый долг	1,035	1,314	-21%	1,222	-15%
Чистый долг/EBITDA ⁵	1.40	1.74	-20%	1.63	-14%

Примечание: с – цент (CUNA)

(1) EBITDA не учитывает переоценку активов

(2) Денежный поток от операционной деятельности

(3) Капитальные инвестиции

(4) Свободный денежный поток

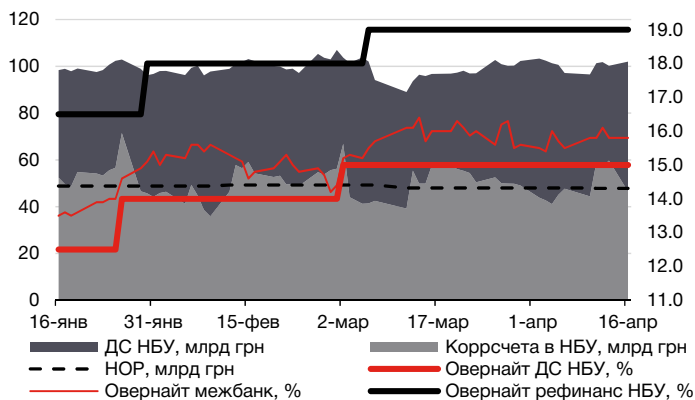
(5) Соотношение чистого долга к скорректированному показателю

EBITDA за последние 12 месяцев

Источник: данные компании, ГССУ, Adamant Capital

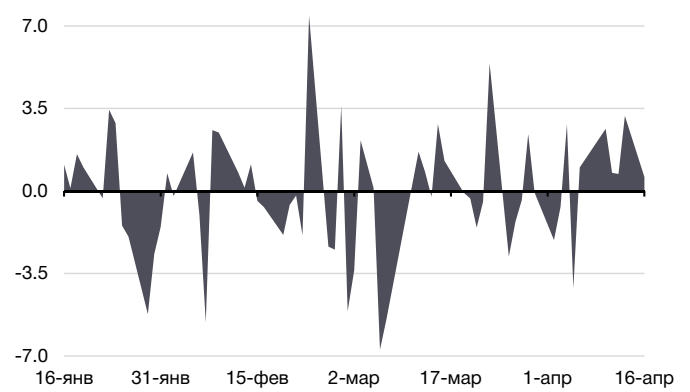
Приложение

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



Источник: НБУ, Adamant Capital

Приток от Госказначейства и ФГВФЛ в систему¹, млрд грн



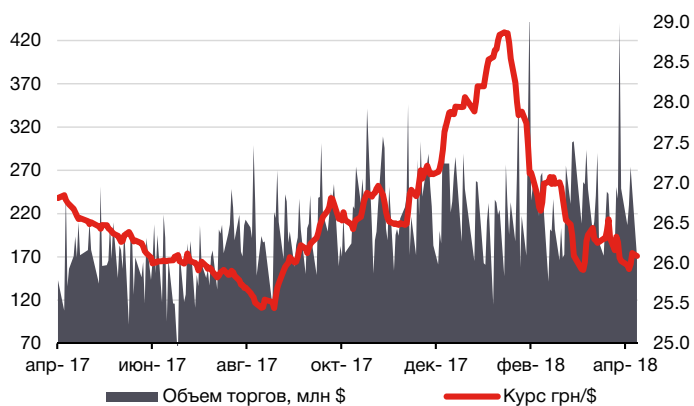
(1) Банковская система

Источник: НБУ

Ликвидность локального рынка (сумма коррсчетов в НБУ и депозитных сертификатов) увеличилась на 5.46 млрд грн до 101.99 млрд грн за неделю. Министерство финансов 17 апреля разместило облигации в гривне с погашением в июле и октябре 2018 с доходностью 17.44% и 17.20%, соответственно. В результате, было привлечено 0.95 млрд грн.

Межбанковский курс грн/\$ на этой неделе девальвировал на 0.4%, открывшись на отметке 25.98 и закрывшись к концу на уровне 26.08.

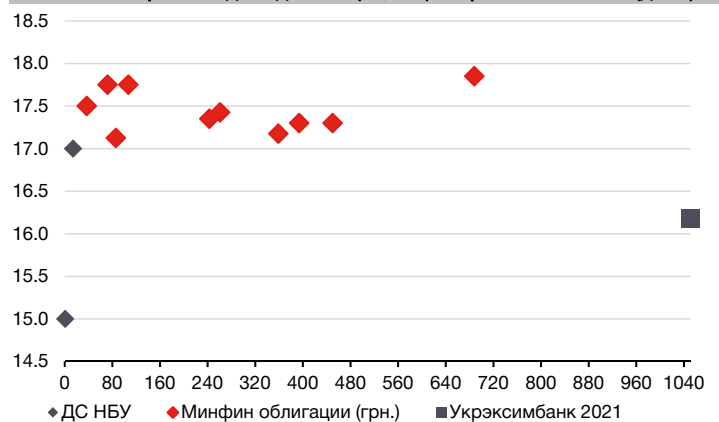
Курс валюты (пш) и объем межбанковских торгов (лш)



На основе официальных данных межбанковского рынка

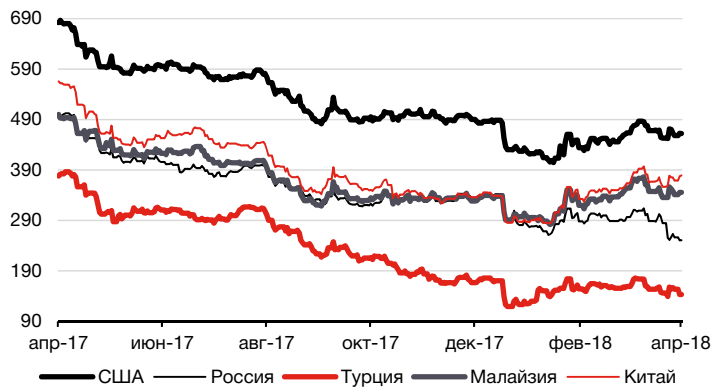
Источник: НБУ

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



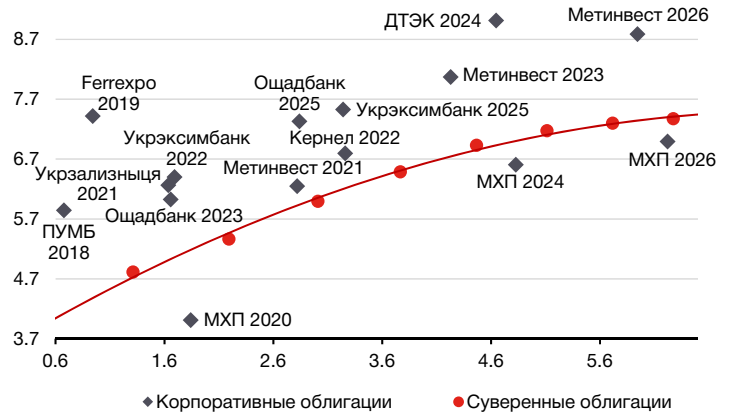
Источник: НБУ, Bloomberg, Adamant Capital

Премия 10 летней доходности Украины к другим странам, бп



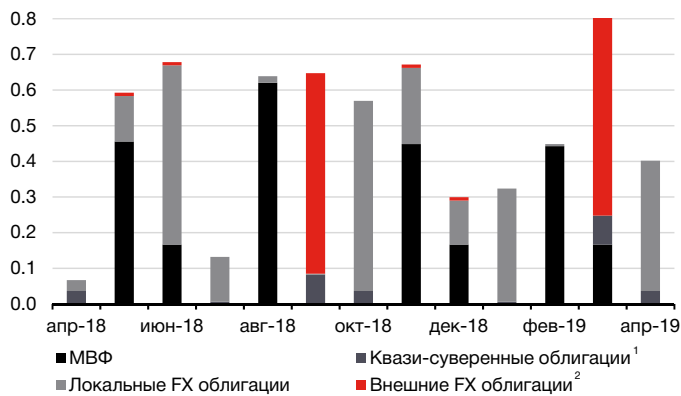
Источник: Bloomberg, Adamant Capital

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



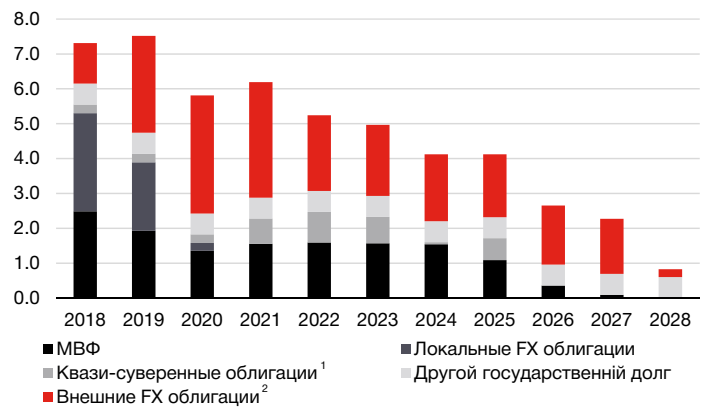
Источник: Bloomberg, Adamant Capital

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



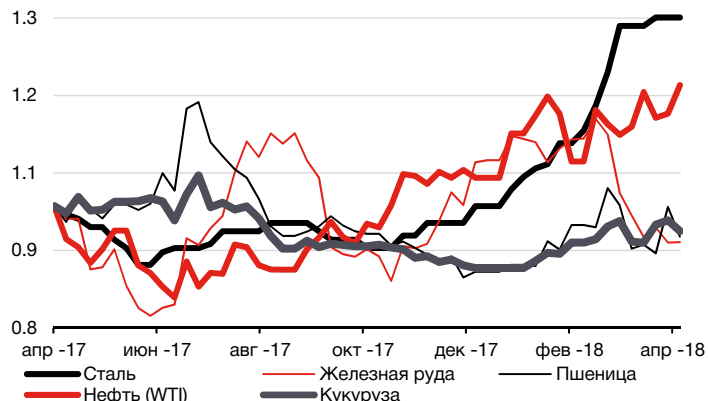
Процентные платежи включены в каждую категорию
(1) Долг государственных банков, Укрзалізниця и муниципалитетов
(2) Включают кредитные гарантии США
Источник: Bloomberg, Adamant Capital

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



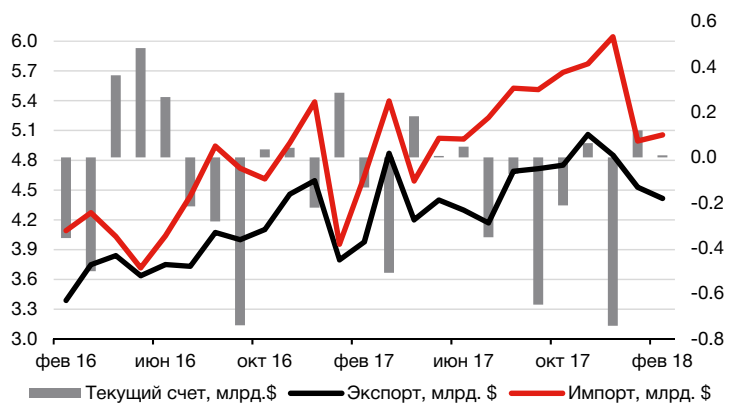
Процентные платежи включены в каждую категорию
(1) Долг государственных банков, Укрзалізниця и муниципалитетов
(2) Включают кредитные гарантии США
Источник: Bloomberg, Adamant Capital

Мировые индексы цен на сырье



Все индексы приведены к базису 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								
	4кв16	2016	1кв17	2кв17	3кв17	4кв17	2017	2018П
Рост реального ВВП, г/г %	4.6%	2.4%	2.8%	2.6%	2.4%	2.2%	2.5%	3.1%
Номинальный ВВП, млрд грн	723	2,385	591	665	833	894	2,983	3,444
Номинальный ВВП, млрд \$	28	93	22	26	32	33	112	125
Рост дефлятора ВВП, г/г % ¹	17.4%	17.1%	26.2%	20.9%	21.1%	20.9%	22.0%	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%	-7.2%	1.3%	9.4%	1.4%	3.0%
Широкий дефицит бюджета, % ВВП ³	21.4%	8.6%	3.8%	-7.2%	4.0%	11.8%	3.8%	3.0%
Государственный долг, % ВВП	80.8%	80.8%	77.4%	73.9%	72.7%	71.8%	71.8%	65.4%
Внешний государственный долг, % ВВП ⁴	48.9%	48.9%	46.9%	47.4%	46.5%	43.7%	43.7%	40.1%
Общий внешний долг, млрд \$	114	114	114	115	117	117	117	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	-2.2
Финансовый счет, млрд \$ ⁵	-1.1	-4.7	-0.2	-1.9	-2.5	-1.7	-6.4	-2.9
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%	17.0%

(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	103.9	0.0	1.3	661
Украина 2023	Держать	1-дек-16	7.8	сен-23	6.9	103.6	0.0	4.5	1,355
Украина 2027	Держать	1-дек-16	7.8	сен-27	7.5	101.9	0.2	6.8	1,307
Украина 2032	Держать	1-дек-16	7.4	сен-32	7.8	96.4	0.4	8.7	3,000
МХП 2024	Держать	13-мар-18	7.8	май-24	6.6	105.6	0.2	4.8	500
МХП 2026	Держать	13-мар-18	7.0	апр-26	7.0	99.7	0.1	6.2	550
ДТЭК 2024	Покупать	28-фев-18	10.8	дек-24	9.0	108.1	0.0	4.6	1,344
Феррэкспо 2019	Покупать	27-мар-18	10.4	апр-19	7.6	102.5	-0.2	0.9	346
Метинвест 2021	Продавать	11-апр-18	7.5	дек-21	6.3	103.9	-0.1	2.8	1,187
Метинвест 2023	Держать	11-апр-18	7.8	апр-23	8.1	98.7	98.7	4.2	825
Метинвест 2026	Держать	11-апр-18	8.5	апр-26	8.8	98.4	98.4	5.9	525
Укрлендфарминг 2018	Продавать	17-июн-17	10.9	мар-18	нс	21.0	-0.1	2.4	543
Авангард 2018	Продавать	3-апр-18	10.0	окт-18	нс	19.7	0.0	0.4	214
ПУМБ 2018	Покупать	7-ноя-17	11.0	дек-18	6.3	103.2	0.3	0.7	103
ПриватБанк в дефолте (10.250)	Продавать	21-ноя-17	10.3	янв-18	нс	22.1	0.3	2.7	160
ПриватБанк в дефолте (10.875)	Продавать	21-ноя-17	10.9	фев-21	нс	28.8	0.0	3.1	175
Ощадбанк 2023	Покупать	7-ноя-17	9.4	мар-23	6.0	105.5	-0.1	1.7	700
Ощадбанк 2025	Покупать	7-ноя-17	9.6	мар-25	7.3	106.4	-0.2	2.8	500
Укрэксимбанк 2021 (в гривне)	нд	нд	16.5	мар-21	16.4	100.1	0.0	2.4	4,051
Укрэксимбанк 2022	Покупать	7-ноя-17	9.6	апр-22	6.4	105.6	0.2	1.7	750
Укрэксимбанк 2025	Покупать	7-ноя-17	9.8	янв-25	7.5	107.2	0.1	3.2	600
Укрзализныця 2021	Покупать	17-апр-18	9.9	сен-21	6.3	105.8	0.2	1.6	500
Мрия 2018	Продавать	14-ноя-17	9.5	апр-18	нс	7.3	-0.4	0.0	400
Кернел 2022	Покупать	6-мар-18	8.8	янв-22	6.8	106.4	-0.6	3.3	500

Источник: Bloomberg, Adamant Capital

Календарь событий на 2 недели		
Событие	Тип даты	Дата
Кернел - операционные результаты за 3кв18	Точная	18 апр
МХП - операционные результаты за 1кв18	Точная	18 апр
ДТЕК - финансовые результаты за 2017	Индикативная	20 апр
ГССУ - статистика промышленности	Точная	23 апр
Метинвест - отчет за февраль и результаты за 1кв18	Индикативная	27 апр
Банки - финансовые результаты за 1кв18 и 2017 МСФО	Индикативная	30 апр
НБУ - статистика по платежному балансу	Точная	30 апр

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 | fsk@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.