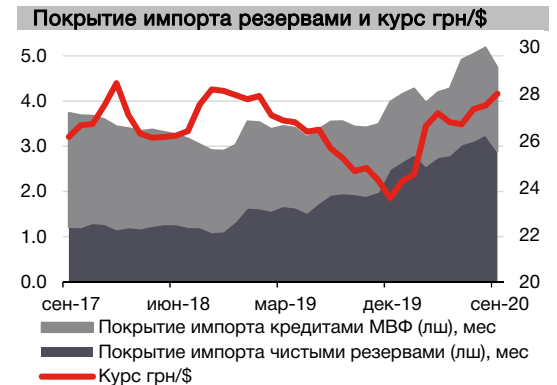


## Еженедельный обзор

- Валютные резервы НБУ в сентябре сократились на 2.4 млрд \$ до 26.5 млрд \$
- Инфляция в сентябре составила 2.3% г/г и 0.5% м/м
- ЕВITDA Метинвеста в июле увеличилась вшестеро м/м до 173 млн \$

**Валютные резервы НБУ в сентябре сократились на 2.4 млрд \$ до 26.5 млрд \$.** Отток был вызван, прежде всего, процентными и амортизационными платежами по государственному долгу в размере 2.7 млрд \$. В частности, 1.9 млрд \$ было направлено на погашение еврооблигаций, а 0.4 млрд \$ выплачено МВФ. Чистая продажа Нацбанком валюты на межбанке составила 0.2 млрд \$. Поступлениями послужили лишь размещения Министерством финансов ОВГЗ на 0.1 млрд \$.

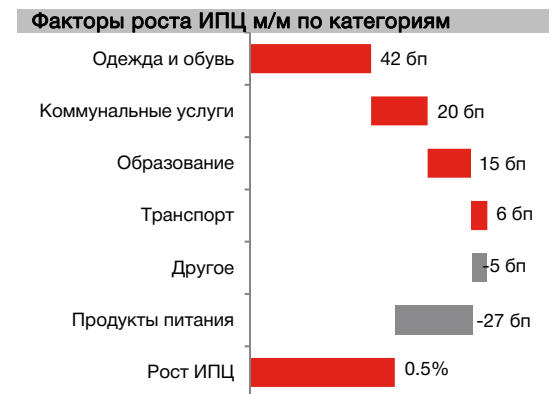
**Наше мнение:** Опубликованный размер резервов оказался даже ниже наших изначальных оценок ввиду совсем малого объема размещенных за месяц ОВГЗ. Чистая продажа Нацбанком валюты, вероятно, свидетельствует о дефиците ТС в сентябре. С учетом недавних атак на антикоррупционные органы, мы больше не считаем, что властям удастся получить еще два транша от МВФ до конца 2020. Более того, даже если об одном из них удастся договориться, то миссия Фонда наверняка посетит Киев только во второй половине четвертого квартала, что повышает вероятность осуществления также только одной выплаты от ЕС в рамках помощи для преодоления последствий COVID-19. В этом свете, мы снижаем нашу оценку резервов на конец года с 29.3 до 28.0 млрд \$.



Примечание: при расчёте покрытия импорта резервами используется средний объем импорта за последние 12 месяцев  
Источник: НБУ, Adamant Capital

**Инфляция в сентябре составила 2.3% г/г и 0.5% м/м.** Основными источниками роста в месячном сопоставлении стали одежда и обувь, коммунальные услуги (в частности, природный газ) и образование. Цены на продукты питания продемонстрировали несезонное падение: фрукты и овощи подешевели на 7-9% по сравнению с августом. Кроме того, стоимость яиц выросла всего на 7% м/м, что существенно ниже 15% среднего за последние 10 лет.

**Наше мнение:** Фактический показатель ИПЦ оказался значительно ниже наших оценок ввиду вышеупомянутой несезонной динамики стоимости продуктов питания, а также ограниченного воздействия девальвации (на 12% г/г) и увеличения денежной массы (агрегат М1 прибавил 35% г/г) на цены. Последнее, вероятно, отражает влияние пандемии COVID-19 на спрос, что, впрочем, идет несколько вразрез с ростом объемов розничной торговли в течение двух последних месяцев на 9% г/г (в реальном выражении). Хотя на данный момент невозможно определить, как долго данная тенденция будет сохраняться (много будет зависеть от ситуации с заболеваемостью в ближайшие несколько месяцев), мы все же думаем, что ИПЦ на конец года окажется ближе к 3.0%, а не к 4.0%, как предполагалось ранее. Тем не менее, мы продолжаем считать, что риски более существенного ускорения инфляции остаются высокими, поскольку наличие значительной гривневой ликвидности на руках экономических агентов может резко попасть на потребительский рынок в случае изменения настроений.



Источник: ГССУ, Adamant Capital

**ЕБИТДА Метинвеста в июле увеличилась вшестеро м/м до 173 млн \$** (исключая доходы от СП). Вклад от металлургического дивизиона составил 62 млн \$, прибавив 86 млн \$ по сравнению с июнем. Сегмент руды сгенерировал 119 млн \$, продемонстрировав прирост практически в четыре раза. Операционный денежный поток сократился на 45% м/м до 180 млн \$, отражая списание 112 млн \$ дебиторской задолженности и отток 210 млн \$ вложений в оборотный капитал в июне. Инвестиции в основные фонды увеличились на 142% до 63 млн \$, что привело к снижению свободного денежного потока на 62% до 117 млн \$. Соотношение чистого долга к 12-месячной ЕБИТДА уменьшилось на 8% м/м, составив 2.6. Метинвест также сообщил, что результатом ранее объявленного тендера на выкуп, стало фактическое продление срока всех еврооблигаций 2021 и 38% бумаг с погашением в 2023 до 2027 года.

**Наше мнение:** Итоговый показатель ЕБИТДА за июль существенно превысил наши оценки ввиду неожиданно низкой расчетной себестоимости производства и доставки (равна разнице между ценой реализации и маржой на тонну) стали и руды. Этот показатель оказался значительно меньше не только цифры за июнь, которая была искажена списанием дебиторской задолженности, но и среднего значения за апрель и май. Причиной, теоретически, мог стать дешевый газ (и, в какой-то степени, нефть). Хотя стоимость последнего уже вернулась к прекарантинным уровням, мы считаем, что положительный эффект на финансовые результаты продлится еще хотя бы пару месяцев. В связи с этим, мы повышаем нашу оценку ЕБИТДА на 2020 с 1.5 млрд \$ до 1.7 млрд \$ (без учета СП).

В то же время, несмотря на пересмотр, мы по-прежнему считаем, текущую премию по доходности еврооблигаций Метинвеста к суверенной кривой, с учетом операционных рисков, обоснованной. Наша рекомендация по данному эмитенту остается на отметке “держать”.

## Результаты Метинвеста за июль, млн \$

	июл	июн	м/м	7м20	г/г
Выручка	910	847	7%	5,878	-13%
ЕБИТДА <sup>1</sup>	173	29	497%	788	-10%
Рентабельность	19%	3%	16пп	13%	0пп
ЕБИТДА <sup>1</sup> от стали	62	-24	нс	336	173%
ЕБИТДА <sup>1</sup> от добычи	119	32	272%	530	-33%
Продажи стали, тыс т	867	860	1%	5,231	0%
Цена на сталь <sup>2</sup> , \$/т	452	435	4%	482	-15%
Продажи руды, тыс т	2,294	2,120	8%	16,551	4%
Цена на руду <sup>3</sup> , \$/т	100	90	12%	89	-10%
ОСФ <sup>4</sup>	180	330	-45%	865	17%
Сарех <sup>5</sup>	63	26	142%	498	-24%
FCF <sup>6</sup>	117	304	-62%	367	342%
Общий долг	3,081	3,010	2%	3,081	13%
Чистый долг	2,470	2,545	-3%	2,470	2%
Чистый долг/ЕБИТДА	2.6	2.8	-8%	2.6	85%

(1) Исключая доходы от совместных предприятий

(2) Средневзвешенная цена полуфабрикатов и готовой продукции

(3) Средневзвешенная цена концентрата и окатышей в пересчете на концентрат

(4) Денежный поток от операционной деятельности

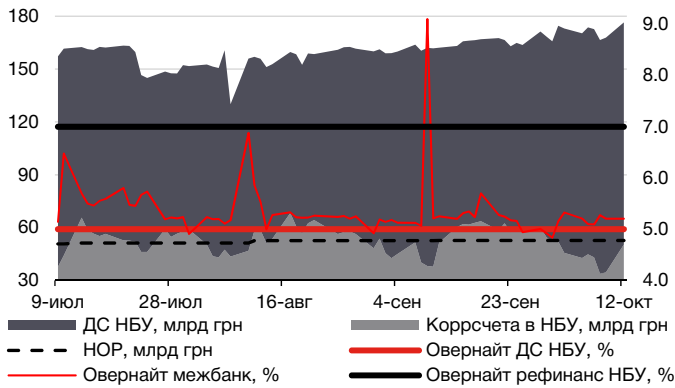
(5) Капитальные инвестиции

(6) Свободный денежный поток

Источник: данные компании, оценки Adamant Capital

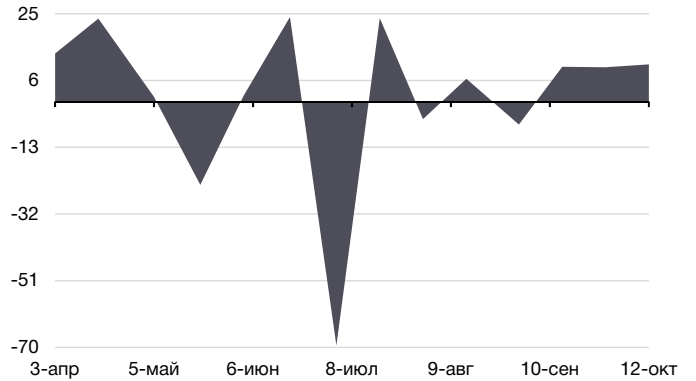
## Приложение

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

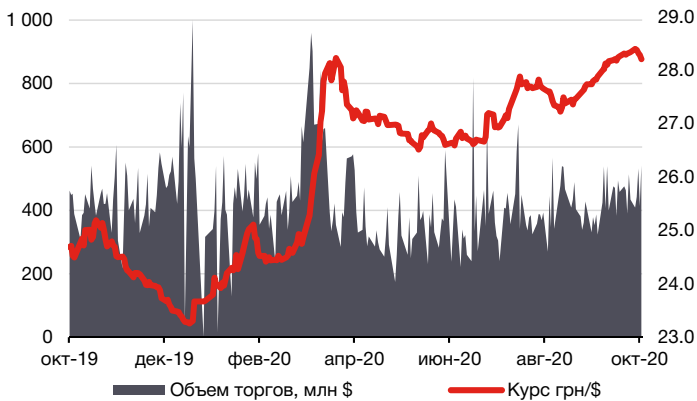


Точки на графике демонстрируют суммарные притоки по фискальному каналу за 10 рабочих дней  
(1) Банковская система  
Источник: НБУ

**Ликвидность банковской системы** (сумма коррсчетов в НБУ и депозитных сертификатов) увеличилась на 6.1 млрд грн до 176.5 млрд грн за неделю. Министерство финансов 13 октября разместило облигации в гривне с погашением в апреле 2021, сентябре 2021, августе 2022 и ноябре 2023 с доходностью 8.00%, 10.00%, 10.82% и 10.95% соответственно. Общие заимствования составили 6.0 млрд грн.

**Межбанковский курс грн/\$** на этой неделе (с понедельника по понедельник) укрепился на 0.57%, открывшись на отметке 28.40 и закрывшись на уровне 28.24.

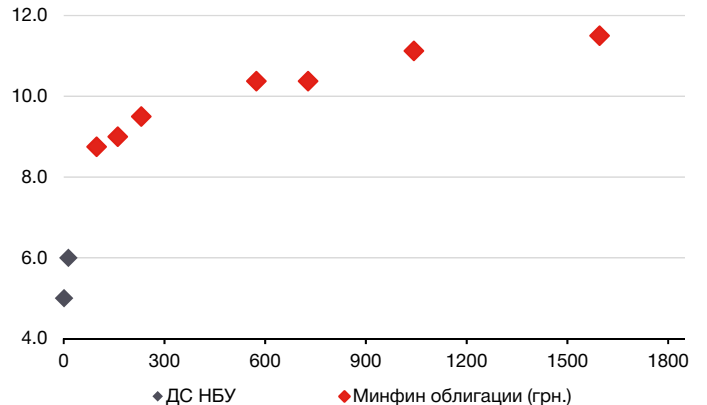
Курс валюты (пш) и объем межбанковских торгов (лш)



На основе официальных данных межбанковского рынка

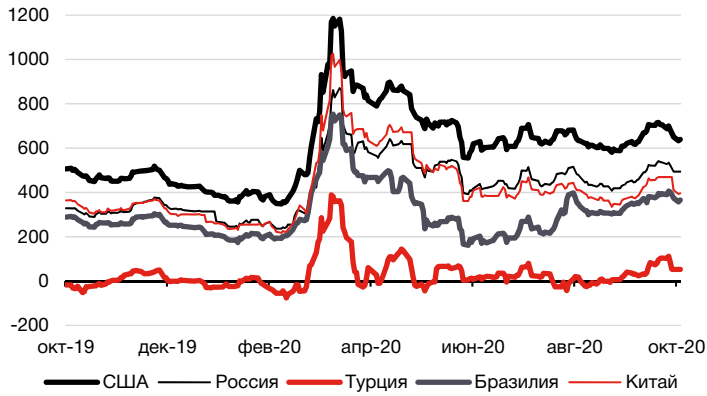
Источник: НБУ

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



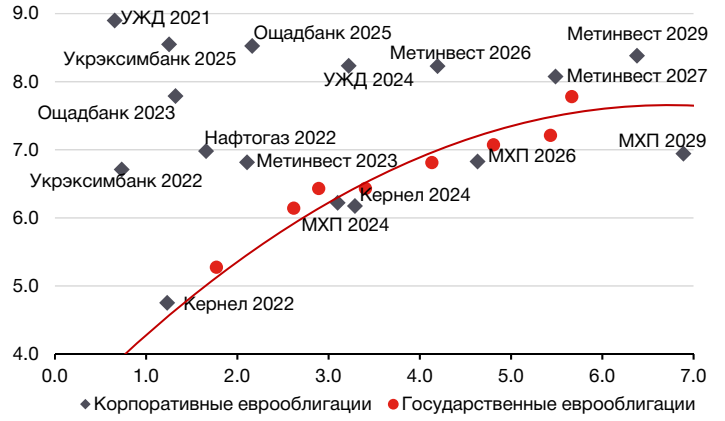
Источник: НБУ, Bloomberg, Adamant Capital

Премия 10 летней доходности Украины к другим странам, бп



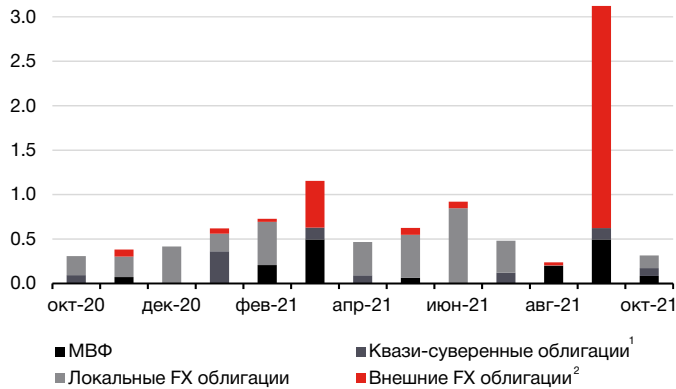
Источник: Bloomberg, Adamant Capital

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



Источник: Bloomberg, Adamant Capital

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



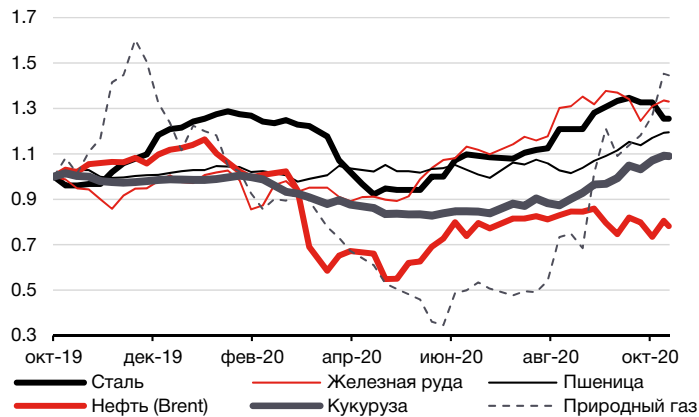
Процентные платежи включены в каждую категорию  
(1) Долг государственных компаний  
(2) Включают кредитные гарантии США  
Источник: Bloomberg, Adamant Capital

График погашения внешнего долга Украины на 2020-30, млрд \$



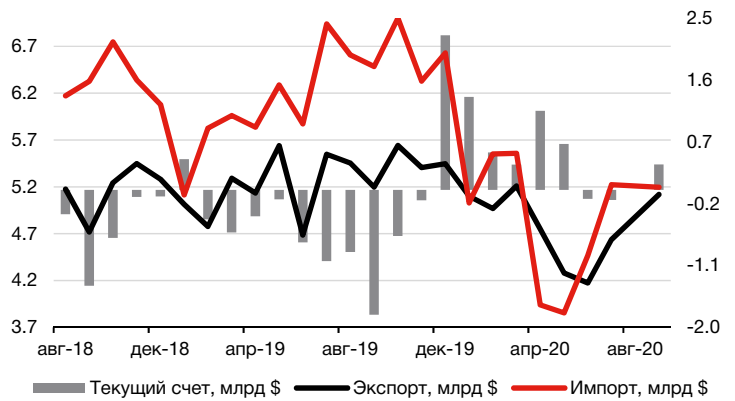
(1) Долг государственных компаний  
(2) Включают кредитные гарантии США  
Источник: Bloomberg, Adamant Capital

Мировые индексы цен на сырье



Все индексы приведены с базисом 1. Используются следующие котировки: HRC spot (FOB Black Sea); China Iron Ore 62% Fe; Wheat Futures (Black Sea); Brent Crude Oil Futures; Corn Futures (Black Sea); Dutch TTF Gas Futures  
Источник: Bloomberg, Adamant Capital

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



Источник: НБУ

Основные макроэкономические показатели								
	2кв19	3кв19	4кв19	2019	1кв20	2кв20	3кв20П	2020П
Рост реального ВВП, г/г %	4.7%	3.9%	1.5%	3.2%	-1.3%	-11.4%	-5.0%	-4.5%
Номинальный ВВП, млрд грн	933	1,112	1,115	3,975	846	868	1,088	3,948
Номинальный ВВП, млрд \$	35	44	46	154	34	32	39	146
Рост дефлятора ВВП, г/г % <sup>1</sup>	9.9%	7.6%	4.7%	8.1%	5.1%	5.0%	3.0%	4.0%
ИПЦ (средний за период), г/г %	9.1%	8.5%	5.2%	7.9%	2.6%	2.1%	2.4%	2.4%
ИПЦ (на конец периода), г/г %	9.0%	7.5%	4.1%	4.1%	2.3%	2.4%	2.3%	3.0%
Дефицит бюджета, % ВВП <sup>1,2</sup>	2.5%	2.4%	2.1%	2.1%	2.3%	1.7%	3.5%	3.5%
Широкий дефицит бюджета, % ВВП <sup>1,3</sup>	2.7%	2.5%	2.1%	2.2%	2.3%	2.2%	4.0%	4.3%
Государственный долг, % ВВП	55.4%	51.1%	50.3%	50.3%	56.3%	57.6%	59.0%	59.6%
Внешний государственный долг, % ВВП <sup>4</sup>	36.0%	32.9%	31.6%	31.6%	31.6%	31.7%	32.5%	36.9%
Общий внешний долг, млрд \$	116	118	122	122	120	123	128	130
Экспорт товаров и услуг, млрд \$	15.5	16.3	16.5	63.4	15.3	13.2	15.0	62.4
Импорт товаров и услуг, млрд \$	18.3	20.3	20.0	75.5	16.1	12.3	15.9	62.4
Сальдо торгового баланса, млрд \$	-2.8	-4.0	-3.5	-12.1	-0.9	0.9	-0.9	0.0
Текущий счет, млрд \$	-1.3	-3.8	1.4	-1.1	2.3	1.7	-0.6	5.0
Финансовый счет, млрд \$ <sup>5</sup>	-1.7	-5.2	-2.3	-10.2	2.4	0.4	2.0	1.7
Резервы НБУ, млрд \$	20.6	20.1	25.3	25.3	24.9	28.5	26.5	28.0
Средний курс на межбанке, грн/\$ <sup>6</sup>	26.6	25.2	24.2	25.8	25.2	26.9	27.6	27.0
Курс на межбанке (на конец периода), грн/\$	26.2	24.2	23.7	23.7	27.6	26.7	28.3	28.0
Учетная ставка НБУ (на конец периода), %	17.5%	16.5%	13.5%	13.5%	10.0%	6.0%	6.0%	6.0%

(1) Квартальные показатели рассчитываются при помощи данных за прошлые 12 мес

(2) Исключает весь дефицит, не включенный в официальные 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 РПББ МВФ

(6) 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 2023	Держать	-	7.8	сен-23	6.1	104.2	1.9	2.6	1,355
Украина 2024	Держать	-	9.0	фев-24	6.4	107.5	2.7	2.9	750
Украина 2027	Держать	-	7.8	сен-27	7.2	102.9	3.2	5.4	1,307
Украина 2028	Держать	-	9.8	ноя-28	7.8	111.6	2.8	5.7	1,600
Украина 2032	Держать	-	7.4	сен-32	7.6	98.0	3.3	7.7	3,000
Авангард, в дефолте	Продавать	9-апр-19	10.0	окт-18	нс	3.7	0.0	нс	214
ДТЭК 2024 в дефолте	Покупать	1-сен-20	10.8	дек-24	25.5	65.8	0.3	2.9	1,344
Кернел 2022	Держать	6-окт-20	8.8	янв-22	4.8	104.9	0.1	1.2	500
Кернел 2024	Держать	6-окт-20	6.5	окт-24	6.2	101.1	0.5	3.3	300
Метинвест 2023	Держать	13-окт-20	7.8	апр-23	6.8	102.1	0.1	2.1	505
Метинвест 2025 (в евро)	Держать	13-окт-20	5.6	июл-25	7.4	93.2	0.4	4.1	333
Метинвест 2026	Держать	13-окт-20	8.5	апр-26	8.2	101.2	0.6	4.2	648
Метинвест 2027	Держать	13-окт-20	7.7	окт-27	8.1	97.8	0.8	5.5	333
Метинвест 2029	Держать	13-окт-20	7.8	окт-29	8.4	96.1	1.3	6.4	500
МХП 2024	Держать	8-сен-20	7.8	май-24	6.2	104.8	0.6	3.1	500
МХП 2026	Держать	8-сен-20	7.0	апр-26	6.8	100.6	0.5	4.6	550
МХП 2029	Держать	8-сен-20	6.3	сен-29	6.9	95.4	0.5	6.9	350
Нафтогаз 2022	Покупать	29-сен-20	7.4	июл-22	7.0	100.6	0.1	1.7	335
Нафтогаз 2024 (в евро)	Покупать	29-сен-20	7.1	июл-24	8.2	96.7	0.6	3.4	672
Ощадбанк 2023	Покупать	11-авг-20	9.4	мар-23	7.8	102.0	0.2	1.3	175
Ощадбанк 2025	Покупать	11-авг-20	9.6	мар-25	8.5	102.3	0.0	2.2	225
ПриватБанк (10.250), в дефолте	-	-	10.3	янв-18	нс	29.1	0.0	нс	160
ПриватБанк (10.875), в дефолте	-	-	10.9	фев-21	нс	30.1	-0.2	нс	175
УЖД 2021	Покупать	18-авг-20	9.9	сен-21	8.9	100.6	-0.1	0.7	100
УЖД 2024	Покупать	18-авг-20	8.3	июл-24	8.2	100.0	0.2	3.2	595
Укрлендфарминг, в дефолте	Продавать	13-июн-17	10.9	мар-18	нс	4.8	0.2	нс	150
Укрэксимбанк 2021 (в гривне)	Покупать	11-авг-20	16.5	мар-21	18.6	99.1	0.0	0.4	250
Укрэксимбанк 2022	Покупать	11-авг-20	9.6	апр-22	6.7	102.2	0.3	0.7	600
Укрэксимбанк 2025	Покупать	11-авг-20	9.8	янв-25	8.5	101.4	0.0	1.3	543

Примечание: поскольку мы оцениваем украинские бумаги относительно друг-друга внутри группы, рекомендация по суверенным облигациям всегда – «Держать»

Источник: Bloomberg, Adamant Capital

Календарь событий на 1 неделю		
Событие	Тип даты	Дата
ГССУ - статистика по сельхозпроизводству	Точная	16-окт
ГССУ - статистика по транспорту	Точная	20-окт

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.