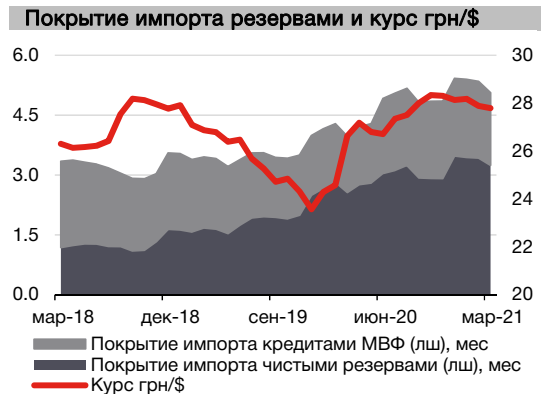


Еженедельный обзор

- Валютные резервы НБУ в марте сократились на 1.5 млрд \$ до 27.0 млрд \$
- Потребительская инфляция в марте ускорилась до 8.5% г/г
- Vodafone Украина опубликовал финансовые результаты за 2020: показатель EBITDA вырос на 13% г/г до 364 млн \$

Валютные резервы НБУ в марте сократились на 1.5 млрд \$ до 27.0 млрд \$. Отток был вызван, прежде всего, процентными и амортизационными платежами по государственному долгу в размере 1.3 млрд \$ из которых 0.9 млрд \$ было направлено на погашение и обслуживание облигаций. Дополнительно, 0.5 млрд \$ было выплачено МВФ, а потери от переоценки финансовых инструментов составили еще 0.3 млрд \$. Поступлениями послужили размещения Министерством финансов ОВГЗ на 0.5 млрд \$. Чистая покупка валюты Нацбанком на межбанковском рынке была незначительной. В целом, объем чистых резервов в данный момент покрывает 3.2 месяца импорта, что на 6% меньше, чем в феврале.

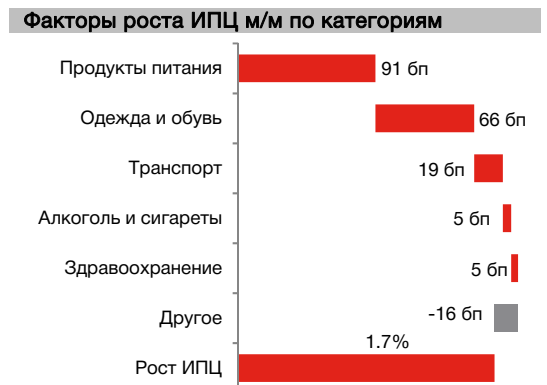
Наше мнение: Опубликованная цифра оказалась несколько ниже нашей оценки ввиду выплаты правительством 0.4 млрд \$ по нераскрытым долговым обязательствам. Мы считаем, что эта сумма может включать погашение 350 млн \$ кредита от Deutsche Bank, который власти получили в декабре. Еще одна причина отклонения – низкие объемы интервенций Нацбанка несмотря на, казалось бы, благоприятные ценовые условия для торгового баланса в этом месяце. Ввиду отсутствия положительных новостей касательно прогресса переговоров с МВФ, мы отмечаем, что риск сокращения количества траншей в 2021 до одного (а не двух, как предполагает наш базовый прогноз) возрастают. В то же время, Фонд в рамках своей глобальной программы поддержки всех стран-членов теперь планирует выделить не 500 млрд \$, а 650 млрд \$, что позволит Украине получить, без каких-либо условий, целых 2.7 млрд \$ (также на 30% больше ранее ожидаемой суммы). В целом, наша новая оценка резервов на конец года составляет 33.7 млрд \$, что на 1.0 млрд \$ меньше предыдущей.



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

Потребительская инфляция в марте ускорилась до 8.5% г/г. В месячном сопоставлении данный показатель достиг 1.7% м/м. Основными источниками роста стали продукты питания (+2.1% м/м), одежда и обувь (+12.7%), а также и транспорт (+1.8%). Базовый ИПЦ составил 1.6%.

Наше мнение: Фактический ИПЦ несколько превысил наши оценки преимущественно ввиду еще более существенного увеличения стоимости продуктов питания, в особенности, мяса. Хотя одной из самых важных причин, несомненно, является удорожание сырьевых товаров на мировых рынках (индекс FAO также прибавил 2.1% м/м), высокая базовая инфляция и наличие ценового роста в большинстве категорий, указывают возможное влияние на ситуацию также и со стороны спроса. Стоит отметить, что средняя заработная плата и денежная масса подскочили, по сравнению с аналогичным периодом в 2020, на 16% и 35%, соответственно. Поскольку текущие данные предполагают еще более существенные риски ускорения инфляции (наша новая оценка ИПЦ на конец декабря составляет 7.5% г/г против 7.0% ранее), мы считаем, что НБУ примет решение о пересмотре учетной ставки на 50 бп вверх не только в этот четверг (15 апреля), но и в середине июня.



Источник: ГССУ, Adamant Capital

Vodafone Украина опубликовал финансовые результаты за 2020: показатель EBITDA вырос на 13% г/г до 364 млн \$. Выручка увеличилась на 9% до 671 млн \$, а чистая прибыль упала на 56% до 43 млн \$, ввиду более существенных финансовых затрат и потерь от курсовых разниц. Средний чек на клиента (ARPU) возрос на 12%, отражая более высокое потребление 4G интернета. В то же время, количество пользователей уменьшилось на 4% на фоне карантинных ограничений, которые способствовали сокращению числа абонентов с несколькими сим-картами. Операционный и свободный денежный потоки выросли на 13% г/г до 308 млн \$ и на 35% до 168 млн \$ соответственно. Капитальные инвестиции снизились на 4% до 140 млн \$. Соотношение чистого долга к 12 месячной EBITDA выросло почти в четыре раза до 1.5.

Наше мнение: Показатель EBITDA компании в условиях пандемии продемонстрировал стабильный рост несмотря на убыточные магазины (в начале года у Vodafone их было 251) и небольшое сокращение абонентской базы. Поскольку цифровизация в целом является мировой тенденцией и, судя по всему, также в приоритете у новой власти (к примеру, диджитал паспорт в продвигаемом правительством приложении «Дія» уже можно использовать как официальное удостоверение личности), мы считаем, что предпосылки для роста трафика (и, следовательно, ARPU) в среднесрочной перспективе определенно присутствуют. В то же время, стоит отметить, что практически вся выручка (90%) компании деноминирована в гривне, и, следовательно, подвержена валютно-курсовым рискам. Хотя последние на текущий момент являются достаточно низкими, ситуация может резко измениться в случае неблагоприятного развития определенных событий – к примеру, срыва переговоров с МВФ или эскалации военного конфликта на востоке страны (вероятность обоих в последнее время возросла). Таким образом, хотя наша текущая оценка EBITDA на 2021 составляет 400 млн \$, что предполагает падение коэффициента левиреджа до всего 1.2, мы считаем Vodafone несколько менее привлекательным эмитентом, чем, к примеру, Кернел, который полностью способен хеджировать свои валютные риски с помощью экспортных операций. Поскольку обе компании торгуются примерно на одном уровне с точки зрения доходности с поправкой на дюрацию, мы рекомендуем «держаться» еврооблигации Vodafone.

Результаты Vodafone Украина за 2020, млн \$,					
	2020	2019	г/г	2018	г/г*
Выручка	671	619	9%	471	43%
EBITDA	364	322	13%	252	44%
Мобильный бизнес	384	337	14%	257	50%
Другое	-20	-15	нс	-4	нс
EBITDA маржа	54%	52%	2пп	54%	1пп
Чистая прибыль	44	98	-55%	64	-31%
Маржа по прибыли	7%	16%	-9пп	14%	-7пп
Чистый долг	534	136	294%	39	нс
Долг/EBITDA	1.54	0.39	298%	0.16	879%
OCF ¹	308	271	13%	262	17%
Capex ²	140	147	-4%	155	-9%
FCF ³	168	124	35%	107	56%
ARPU, \$	2.8	2.5	12%	2.0	40%
Абонентская база, млн	19.0	19.7	-4%	20	-4%

Примечание: г/г* сравнивает показатели 2020 и 2018 годов

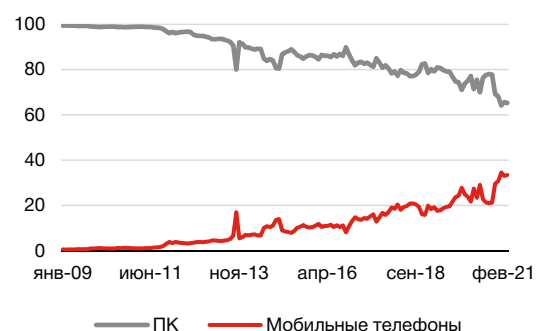
(1) Операционный денежный поток

(2) Капитальные инвестиции

(3) Свободный денежный поток

Источник: данные компании, оценки Adamant Capital

Браузеры на ПК и телефонах - % пользования

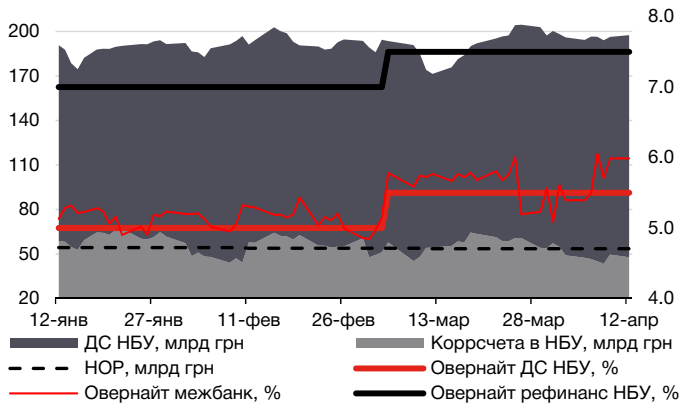


На графике изображены данные для Украины, основанные на оценках Statcounter Global Stats

Источник: Statcounter, оценки Adamant Capital

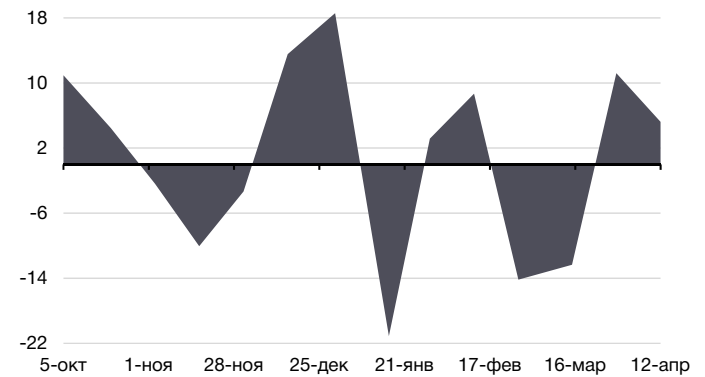
Приложение

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



Источник: НБУ, Adamant Capital

Приток от Госказначейства и ФГВФЛ в систему¹, млрд грн

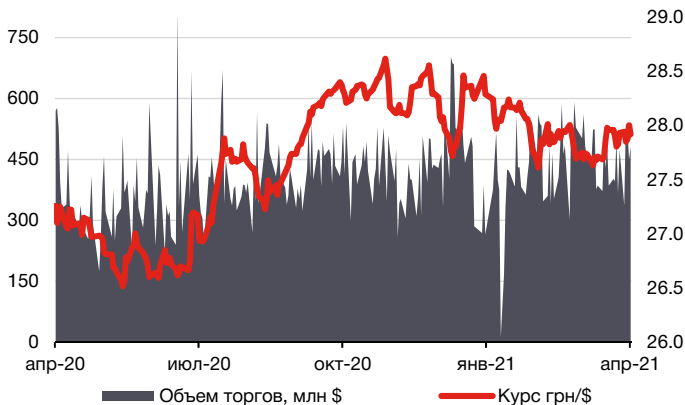


Точки на графике демонстрируют суммарные притоки по фискальному каналу за 10 рабочих дней
(1) Банковская система
Источник: НБУ

Ликвидность банковской системы (сумма коррсчетов в НБУ и депозитных сертификатов) увеличилась на 3.3 млрд грн до 197.5 млрд грн за неделю. Министерство финансов 13 апреля разместило облигации в гривне с погашением в сентябре 2021, марте 2022 и ноябре 2022 с доходностью 8.07%, 10.75% и 11.10% соответственно, а также в долларах США с погашением в феврале 2023 с доходностью 3.90%. Общие заимствования составили 216 млн грн и 49 млн \$.

Межбанковский курс грн/\$ на этой неделе (с понедельника по понедельник) укрепился на 0.03%, открывшись на отметке 27.94 и закрывшись на уровне 27.93.

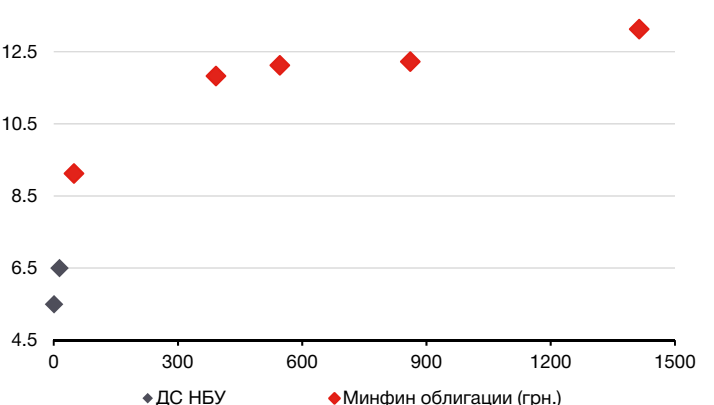
Курс валюты (пш) и объем межбанковских торгов (лш)



На основе официальных данных межбанковского рынка

Источник: НБУ

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



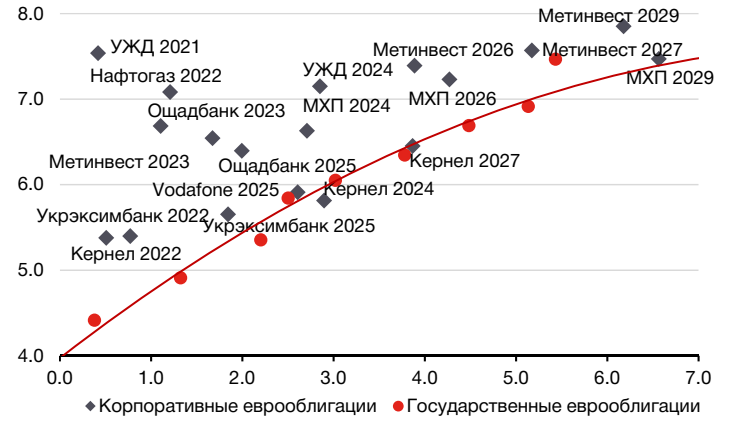
Источник: НБУ, Bloomberg, Adamant Capital

Премия 10 летней доходности Украины к другим странам, бп



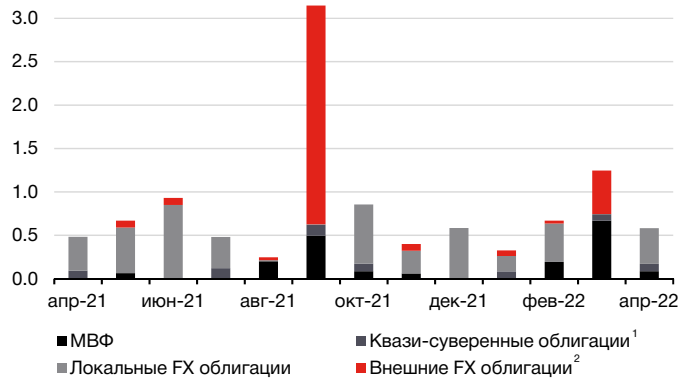
Источник: Bloomberg, Adamant Capital

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



Источник: Bloomberg, Adamant Capital

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



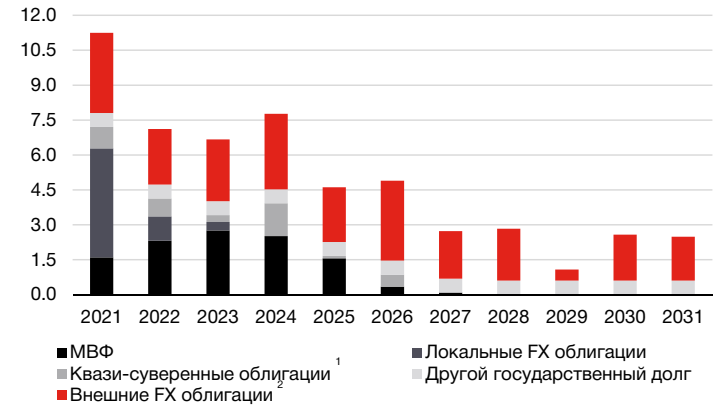
Процентные платежи включены в каждую категорию

(1) Долг государственных компаний

(2) Включают кредитные гарантии США

Источник: Bloomberg, Adamant Capital

График погашения внешнего долга Украины на 2021-31, млрд \$

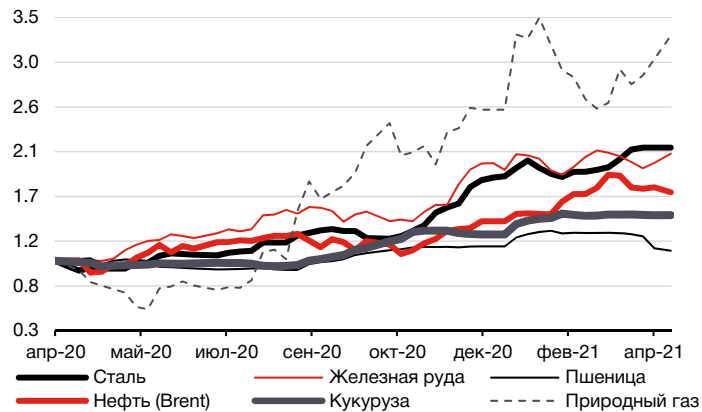


(1) Долг государственных компаний

(2) Включают кредитные гарантии США

Источник: Bloomberg, Adamant Capital

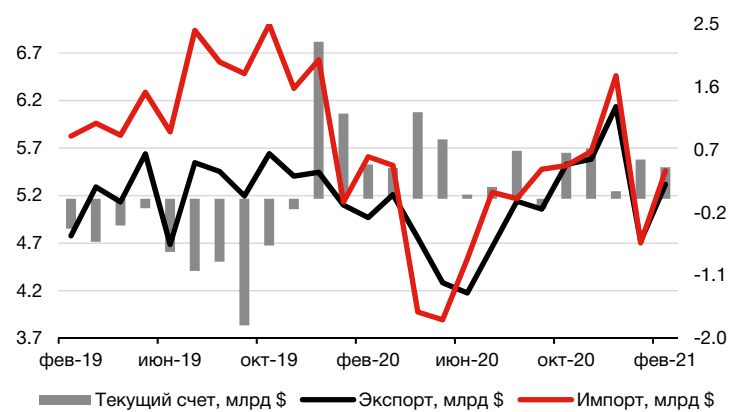
Мировые индексы цен на сырье



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								
	2019	1кв20	2кв20	3кв20	4кв20	2020	1кв21П	2021П
Рост реального ВВП, г/г %	3.2%	-1.2%	-11.2%	-3.5%	-0.5%	-4.0%	-2.0%	3.5%
Номинальный ВВП, млрд грн	3,978	854	875	1,163	1,302	4,194	904	4,666
Номинальный ВВП, млрд \$	154	34	33	42	46	155	32	161
Рост дефлятора ВВП, г/г % ¹	8.1%	5.3%	5.6%	8.4%	17.5%	9.8%	8.0%	7.5%
ИПЦ (средний за период),г/г %	7.9%	2.6%	2.1%	2.4%	3.8%	2.7%	7.4%	8.4%
ИПЦ (на конец периода),г/г %	4.1%	2.3%	2.4%	2.3%	5.0%	5.0%	8.5%	7.5%
Дефицит бюджета, % ВВП ^{1,2}	2.1%	2.3%	1.7%	3.3%	5.3%	5.3%	5.0%	5.5%
Широкий дефицит бюджета, % ВВП ^{1,3}	2.2%	2.4%	2.3%	4.0%	6.5%	6.5%	6.1%	5.8%
Государственный долг, % ВВП	50.2%	56.2%	57.4%	58.6%	60.8%	60.8%	63.0%	61.8%
Внешний государственный долг, % ВВП ⁴	31.5%	31.5%	31.6%	33.1%	34.8%	34.8%	36.0%	35.9%
Общий внешний долг, млрд \$	122	120	122	122	126	126	129	133
Экспорт товаров и услуг, млрд \$	63.4	15.3	13.2	14.9	17.3	60.6	16.5	69.0
Импорт товаров и услуг, млрд \$	75.5	16.1	12.3	15.9	17.8	62.3	15.8	70.0
Сальдо торгового баланса, млрд \$	-12.1	-0.9	0.9	-1.1	-0.5	-1.7	0.6	-1.0
Текущий счет, млрд \$	-1.1	2.3	1.7	0.3	1.6	6.6	1.3	3.0
Финансовый счет, млрд \$ ⁵	-10.2	2.3	0.8	2.4	-0.9	4.6	1.4	-2.0
Резервы НБУ, млрд \$	25.3	24.9	28.5	26.5	29.1	29.1	27.0	33.7
Средний курс на межбанке, грн/\$ ⁶	25.8	25.2	26.9	27.6	28.3	27.0	27.9	29.0
Курс на межбанке (на конец периода), грн/\$	23.7	27.6	26.7	28.3	28.2	28.2	27.8	29.5
Учетная ставка НБУ (на конец периода), %	13.5%	10.0%	6.0%	6.0%	6.0%	6.0%	6.5%	7.5%

(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	5.4	105.3	-0.6	2.2	1,355
Украина 2024	Держать	-	9.0	фев-24	5.8	108.0	-1.0	2.5	750
Украина 2027	Держать	-	7.8	сен-27	6.9	104.2	0.2	5.1	1,307
Украина 2028	Держать	-	9.8	ноя-28	7.5	113.0	-0.2	5.4	1,600
Украина 2032	Держать	-	7.4	сен-32	7.4	99.4	1.2	7.5	3,000
Авангард, в дефолте	Продавать	9-апр-19	10.0	окт-18	нс	1.5	0.0	нс	214
ДТЭК 2024 в дефолте	Покупать	30-мар-21	10.8	дек-24	20.3	78.4	-0.8	2.6	1,344
Кернел 2022	Держать	2-мар-21	8.8	янв-22	5.4	102.6	-1.1	0.8	213
Кернел 2024	Покупать	2-мар-21	6.5	окт-24	5.8	102.1	-2.7	2.9	300
Кернел 2027	Покупать	2-мар-21	6.8	окт-27	6.5	101.6	-3.6	3.9	300
Метинвест 2023	Покупать	30-мар-21	7.8	апр-23	6.5	102.2	-2.8	1.7	311
Метинвест 2025 (в евро)	Покупать	30-мар-21	5.6	июл-25	5.7	99.7	-4.4	3.7	333
Метинвест 2026	Покупать	30-мар-21	8.5	апр-26	7.4	104.6	-3.9	3.9	648
Метинвест 2027	Покупать	30-мар-21	7.7	окт-27	7.6	100.4	-4.6	5.2	333
Метинвест 2029	Покупать	30-мар-21	7.8	окт-29	7.9	99.4	-4.1	6.2	500
МХП 2024	Держать	30-мар-21	7.8	май-24	6.6	103.1	-2.7	2.7	500
МХП 2026	Держать	30-мар-21	7.0	апр-26	7.2	98.8	-4.1	4.3	550
МХП 2029	Держать	30-мар-21	6.3	сен-29	7.5	92.5	-5.4	6.6	350
Нафтогаз 2022	Покупать	8-дек-20	7.4	июл-22	7.1	100.3	-1.8	1.2	335
Нафтогаз 2024 (в евро)	Покупать	8-дек-20	7.1	июл-24	7.5	98.8	-3.0	2.9	672
Ощадбанк 2023	Покупать	16-фев-21	9.4	мар-23	6.7	102.9	-0.6	1.1	140
Ощадбанк 2025	Покупать	16-фев-21	9.6	мар-25	6.4	106.4	0.0	2.0	200
ПриватБанк (10.250), в дефолте	-	-	10.3	янв-18	нс	30.0	0.0	нс	160
ПриватБанк (10.875), в дефолте	-	-	10.9	фев-21	нс	29.8	0.0	нс	175
УЖД 2021	Продавать	23-мар-21	9.9	сен-21	7.5	100.9	0.0	0.4	50
УЖД 2024	Продавать	23-мар-21	8.3	июл-24	7.2	103.1	-1.3	2.9	595
Укрлендфарминг, в дефолте	Продавать	13-июн-17	10.9	мар-18	нс	2.9	0.0	нс	543
Укрэксимбанк 2022	Покупать	16-фев-21	9.6	апр-22	5.4	102.2	-0.3	0.5	104
Укрэксимбанк 2025	Покупать	16-фев-21	9.8	янв-25	5.7	107.6	0.0	1.8	192
Vodafone 2025	Держать	13-апр-21	6.2	фев-25	5.9	101.0	-1.8	2.6	466

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
МХП - операционные результаты за 1кв21	Точная	15-апр
НБУ - пересмотр учетной ставки	Точная	15-апр
ГССУ - статистика по сельхозпроизводству	Точная	16-апр
ГССУ - статистика по товарообороту	Точная	20-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 | 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 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.