



Еженедельный обзор

- В декабре дефицит текущего счета платежного баланса составил 292 млн \$, в то время как финансовый счет закрылся с профицитом в 653 млн \$
- НБУ оставил учетную ставку без изменений на уровне 14.0 %
- В ноябре скорректированная EBITDA компании Метинвест сократилась на 12% м/м до 112 млн \$
- Операционные результаты МХП за 2016 год: средняя цена реализации мяса сократилась на 6% г/г, в то время как объем производства вырос на 6%; урожай зерна увеличился 25%
- Дефицит сводного бюджета в 2016 году составил 2.3% (+0.3пп г/г) от номинального ВВП

В декабре дефицит текущего счета платежного баланса составил 292 млн \$, в то время как финансовый счет закрылся с профицитом в 653 млн \$. Совокупный объем экспорта товаров и услуг увеличился на 2% м/м и на 8% г/г преимущественно благодаря более высоким продажам зерна за рубеж (урожай 2016 превысил показатель прошлого года на 10%). Рост импорта на 6% м/м и на 27% г/г был в основном вызван увеличением закупок газа (1.8 против 0.5 млрд м³ в 2015), продукции химической промышленности и машиностроения. Главным фактором, повлиявшими на финансовый счет в этом месяце, стал отток валютных активов из банковской системы, которые осели на счетах Минфина через размещения ОВГЗ. Продажи наличных долларов населением составили всего 82 млн \$. Общий приток внешнего финансирования в страну достиг 192 млн \$.

Наш взгляд: К концу 2016 года 12 месячный дефицит текущего счета увеличился до 3.4 млрд \$ (+ 3.1 млрд \$ г/г) в связи с ухудшением торговых отношений с Россией (экспорт в страны СНГ снизился на 23% г/г до рекордных 17.8% в общей структуре), сокращением валютной выручки от продукции металлургии на 1.1 млрд \$ (в силу снижения цен на товары с большей добавленной стоимостью), и ростом импорта на 3.9% вследствие существенного увеличения поставок машин и техники (скорее всего инвестиционного направления), а также товаров химической отрасли. В 2017 году, мы ожидаем, что экспорт увеличится на 5.0% благодаря росту реального ВВП на 3.5%, а импорт останется на прежнем уровне, что в совокупности приведет к устранению дисбалансов текущего счета. Мы оцениваем общий приток по платежному балансу следующий год в размере 1.9 млрд \$ (размещения облигаций, гарантированных правительством США, не предполагаются).

НБУ оставил учетную ставку без изменений на уровне 14.0 %.

Согласно пресс-релизу, резолюция была обусловлена необходимостью нивелировать инфляционные (связанные с удвоением размера минимальной заработной платы), а также курсовые риски, возникшие в последние месяцы.

Наш взгляд: Нас не удивило принятое регулятором решение, поскольку смягчение монетарной политики привело бы к дальнейшему ослаблению курса в силу увеличения спроса на валюту (девальвация за январь уже составила 1.5%). Мы ожидаем, что регулятор возобновит практику понижения учетной ставки в течение следующих двух месяцев и сократит ее до 8% к концу 2017 года.

Показатели платежного баланса, млн \$

	дек-16	дек-15	дек-14	дек-13	дек-12
Экспорт:	4,578	4,258	4,862	7,448	7,203
м/м	2%	10%	1%	9%	-1%
г/г	8%	-12%	-35%	3%	-7%
Импорт:	5,230	4,112	5,687	8,934	9,272
м/м	6%	-2%	10%	11%	12%
г/г	27%	-28%	-36%	-4%	5%
ТБ¹:	-652	146	-825	-1,486	-2,069
м/м	-206	464	-437	-252	-1,036
г/г	-798	971	661	583	-991
CA²:	-292	367	-727	-1,800	-2,071
м/м	-127	601	-440	-650	-1,154
г/г	-659	1,094	1,073	271	-878
FA³:	-653	84	1,534	-3,411	-1,230
м/м	-569	653	-765	-2,879	-852
г/г	737	1,450	-4,945	2,181	150
BoP⁴:	359	283	-2,261	1,607	-839
м/м	439	-56	323	2,245	-300
г/г	76	2,544	-3,868	2,446	-741
Инвестиции⁵:	192	-1,042	-2,436	2,145	4,227

(1) Торговый баланс

(2) Счет текущих операций

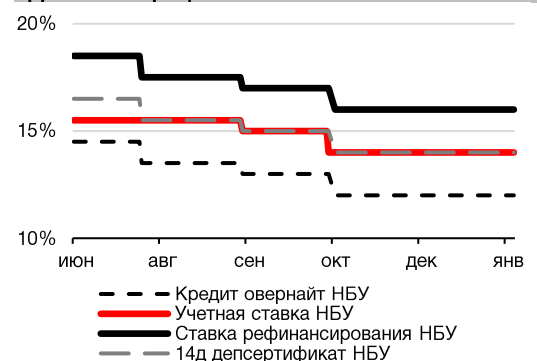
(3) Счет финансовых операций

(4) Платежный баланс

(5) Приток капитала в частный сектор из-за рубежа

Источник: НБУ, Adamant Capital

Динамика процентных ставок



Источник: НБУ, Adamant Capital

В ноябре скорректированная EBITDA компании Метинвест сократилась на 12% м/м до 112 млн \$. Исключая доходы совместных предприятий, показатель уменьшился на 17% до 78 млн \$. Согласно нашим расчетам, средние цены на сталь и железную руду выросли на 2% и 23%, соответственно. Операционный денежный поток и размер денежных средств на конец ноября остались на уровне предыдущего месяца – 44 млн \$ и 244 млн \$, соответственно.

Наш взгляд: Доходы Метинвеста в последние месяцы демонстрируют не совсем понятную для нас динамику. В ноябре, несмотря на скачок мировых цен на сталь и, в особенности, на железную руду, маржинальность компании по EBITDA сократилась на 3.2 пп м/м до 13.4% (исключая вклад от совместных предприятий). Более того, по нашим расчетам за период с мая по ноябрь, маржинальность упала на 20.0 пп, хотя средние цены на реализованную продукцию выросли на 8-43%. Принимая во внимание поведение сырьевых рынков в декабре, мы немного увеличиваем наш прогноз скорректированной EBITDA на 2017 год до 1.4 млрд \$ (соответственное соотношение чистого долга к этому показателю равно 1.9). Рекомендацию по бумагам компании мы оставляем на уровне “покупать”, учитывая спред в 360 бп к доходности Ferrexpo 2019 и отсутствие спреда к ДТЭК 2024.



EBITDA включает доходы от совместных предприятий; цены на сталь и железную руду перебазируются к 1
 Источник: данные компании, Bloomberg, Adamant Capital

Операционные результаты МХП за 2016 год: средняя цена реализации мяса сократилась на 6% г/г, в то время как объем производства вырос на 6%; урожай зерна увеличился на 25%. В 4кв16 мясо птицы в среднем подорожало на 7% кв/кв до 1.27 \$/кг. Объемы продажи третьим сторонам продемонстрировали сезонное падение на 14% кв/кв, но при этом возросли на 10% г/г. Экспортные поставки увеличились на 54% г/г. Средняя урожайность кукурузы превзошла показатель 2015 года на 28%.

Операционные показатели МХП за 4кв16					
(Сегмент мяса птицы)	4кв16	4кв15	г/г	3кв16	кв/кв
Производство, тыс т	158.2	145.9	8%	149.8	6%
Продажи, тыс т	142.6	129.6	10%	166.3	-14%
Экспорт, тыс т	48.39	31.5	54%	58.6	-17%
Средняя цена, грн/кг	32.99	29.7	11%	30.2	9%
Средняя цена, \$/кг	1.27	1.29	-2%	1.19	7%

Источник: данные компании, Adamant Capital

Наш взгляд: Мы оставляем наш прогноз скорректированной EBITDA (на переоценку биоактивов) за 4кв16 и 2016 год в размере 133 млн \$ и 395 млн \$ (-10% г/г), соответственно. При этом, мы отмечаем, что фактические показатели могут существенно отличаться от наших оценок в зависимости от сбытовой политики компании относительно зерна с октября по декабрь (большая часть запасов собранного урожая может быть реализована в следующих периодах). В целом компания обладает устойчивыми уровнем долговой нагрузки: на конец 2016 соотношение чистого долга к скорректированной 12 месячной EBITDA должно составить 2.8. Также, по нашим расчетам, компания генерирует достаточный денежный поток для завершения строительства второго этапа Винницкого птицекомплекса (350 млн \$ за следующие 3 года) без привлечения дополнительного финансирования. Принимая во внимание, что на сегодняшний день, спред между доходностями МХП 2020 и суверенными облигациями составляет всего 80 бп, мы оставляем рекомендацию на бумаги эмитента на уровне “держать”.

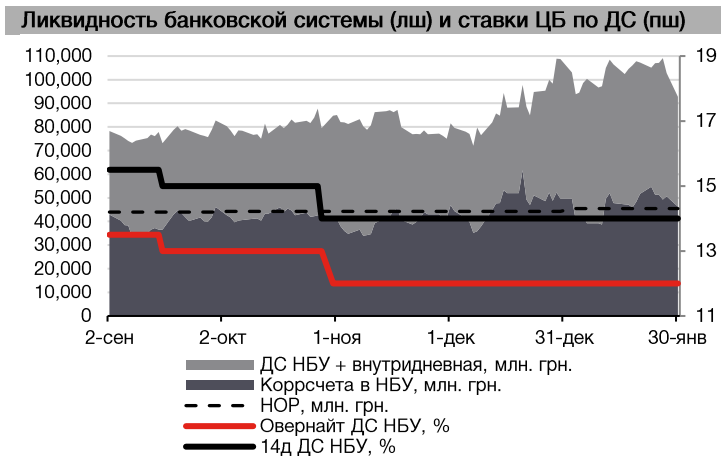
Дефицит сводного бюджета в 2016 году составил 2.3% (+0.3пп г/г) от номинального ВВП, что на 1.3 пп меньше целевого ориентира МВФ (3.6%). Широкий дефицит (включает дополнительную эмиссию ОВГЗ на докапитализацию Нафтогаза, государственных банков и Фонда гарантирования вкладов) увеличился на 2.4 пп г/г до 8.8% от ВВП в основном вследствие национализации ПриватБанка в декабре. Фактический размер доходов и расходов отклонился от прогнозных цифр, заложенных в проекте бюджета на 2016 год, на 14% и 19%, соответственно.

Наш взгляд: Мы находим результаты фискального сектора за 2016 год достаточно успешными, учитывая, что понижение в два раза ставки социального взноса и последующее увеличение расходов на социальное обеспечение (+46% г/г) не привели к существенному расширению дефицита государственного бюджета. Двухзначные темпы роста г/г налоговых поступлений говорят в пользу способности правительства реализовывать амбициозные планы по доходной части, что немаловажно для баланса 2017 года, который будет зависеть от значительного повышения поступлений от НДС, акцизов и налога на доходы физических лиц.

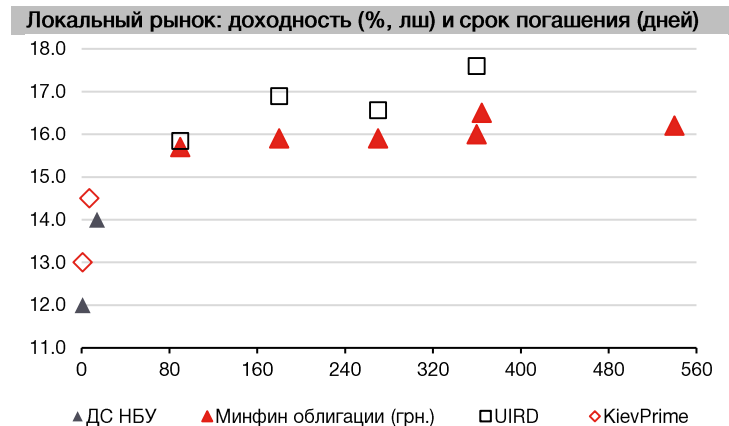
Сводный бюджет за 2016 год, млрд грн					
	Ф16	П16	Ф/П	Ф15	г/г
Доходы¹	783	686	14%	643	22%
НДС	236	231	2%	178	32%
Налог на прибыль	60	50	22%	39	54%
Акцизы	90	89	2%	63	43%
НДФЛ	139	103	35%	100	39%
Рента	47	60	-23%	42	11%
Импортные пошлины	20	19	6%	40	-49%
Местные налоги	42	24	79%	27	56%
Неналоговые доходы	125	91	37%	140	-10%
Расходы	836	701	19%	680	23%
Обслуживание долга	96	100	-4%	86	12%
Государствен функции	134	138	-3%	118	14%
Оборона	59	60	-1%	52	14%
Безопасность и суды	72	59	22%	55	31%
Эконом деятельность	66	50	32%	56	18%
Коммунальное хозяйство	18	8	123%	16	12%
Медицина	75	49	53%	71	6%
Образование	129	99	31%	114	13%
Социальное обеспечение	258	222	16%	176	46%
Другое	23	16	43%	22	6%
Дефицит бюджета	55			40	37%
% ВВП	2.3%			2.0%	0.3пп
ОВГЗ на Нефтегаз	0			30	нс
ОВГЗ на банки и ФГВ	129			45	185%
Гарантированный долг	22			12	88%
Широкий дефицит ²	206			127	62%
% ВВП	8.8%			6.4%	2.4пп

(1) Доходы за 2015 года не включают в себя поступления от внедрения технологии 3G (9 млрд грн), согласно стандартам МВФ
 (2) Широкий дефицит включает сводный дефицит бюджета; дополнительную эмиссию ОВГЗ на докапитализацию государственных банков, финансирование Фонда гарантирования вкладов и Нафтогаза, а также гарантированный государством долг
 Источник: Государственная казначейская служба Украины, НБУ, ГССУ, Adamant Capital

Приложение



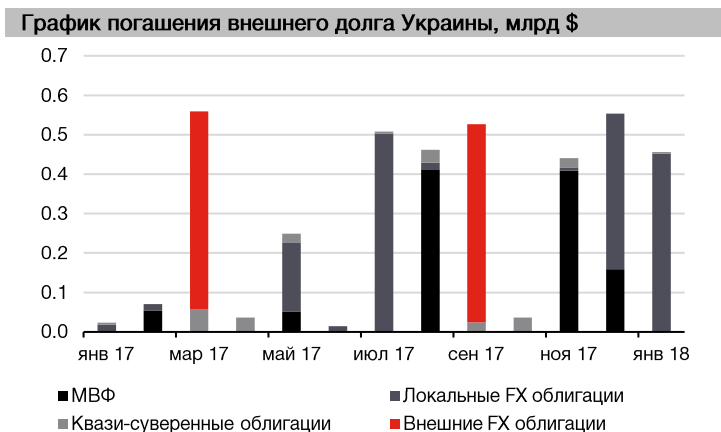
Источник: НБУ, Adamant Capital



Источник: НБУ, Bloomberg, Adamant Capital

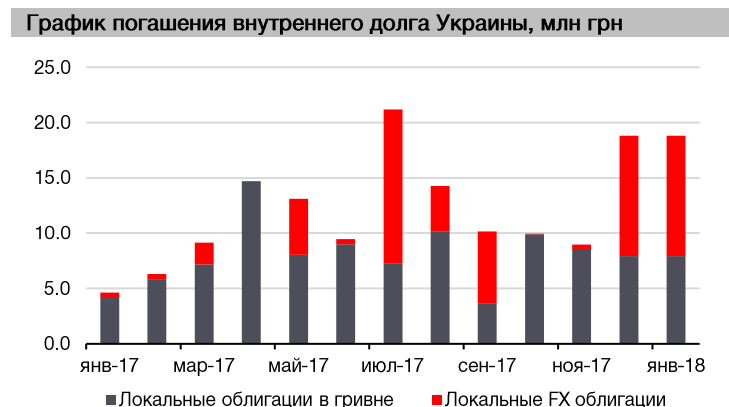
Ликвидность локального рынка (сумма коррсчетов в НБУ, депозитных сертификатов и других внутридневных изменений) снизилась на 12.4 млрд грн до 92.7 млрд грн за неделю. 31 января Министерство финансов провело аукцион по размещению ОВГЗ на общую сумму 30.1 млн грн и со сроком погашения в 2018 году. Средняя доходность составила 15.30%.

Межбанковский курс грн/\$ на этой неделе укрепился на 0.8%, открывшись в начале недели на отметке 27.33 и закрывшись к концу на уровне 27.11.



Кваси-суверенный долг включает тело и проценты облигации государственных банков, Укрэлизинци и муниципалитетов

Источник: Bloomberg, Adamant Capital



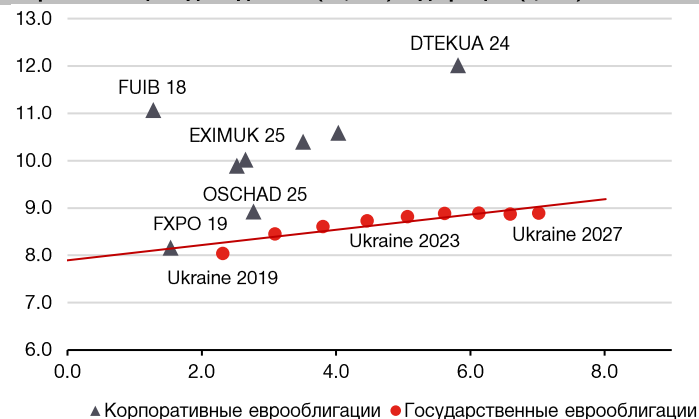
По курсу грн/\$ на уровне 27.5; EUR/\$ курс на уровне 1.07

Источник: Минфин

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

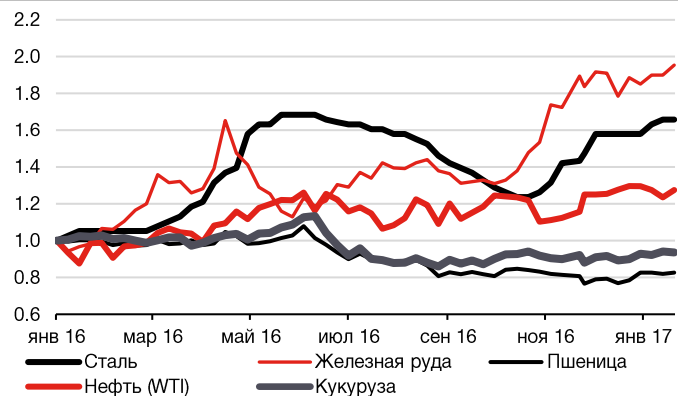


Еврооблигации: доходность (% лш) и дюрация (г, пш)

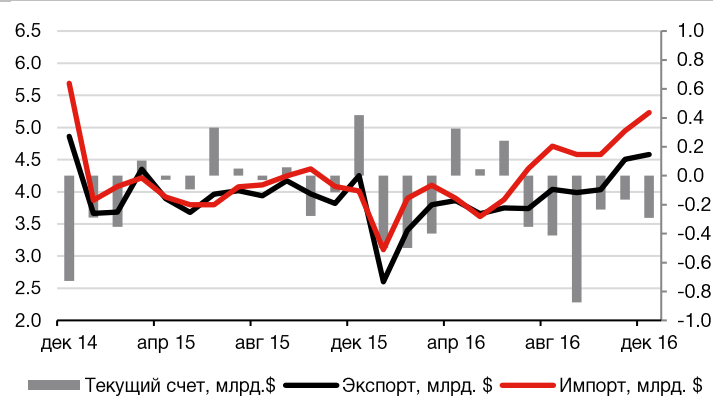


Источник: Bloomberg, Adamant Capital

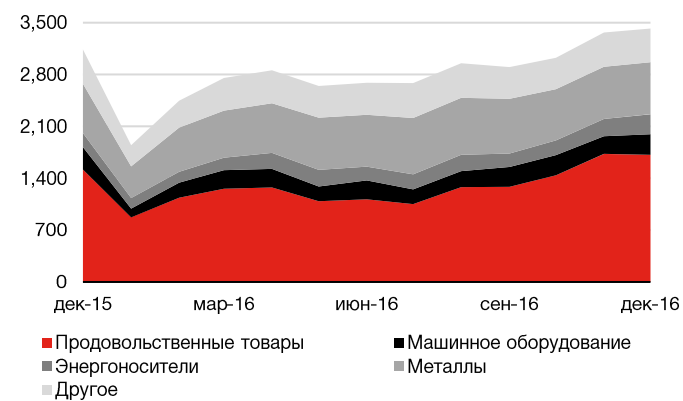
Мировые индексы цен на сырье



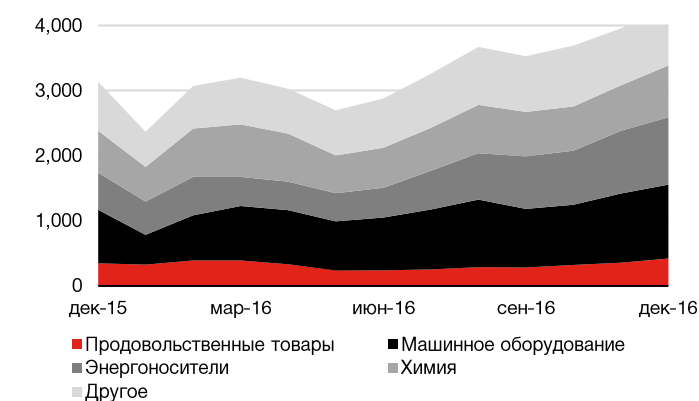
Внешняя торговля (лш) и баланс текущих операций (пш)



Распределение экспорта Украины за 12м, млн \$



Распределение импорта Украины за 12м, млн \$



Основные макроэкономические показатели								
	2014	2015	1кв16	2кв16	3кв16	4кв16	2016П	2017П
Рост реального ВВП, г/г %	-1.6%	-9.9%	0.1%	1.3%	2.0%	2.8%	1.7%	3.5%
Номинальный ВВП, млрд грн	1,567	1,979	453	532	665	685	2,335	2,755
Номинальный ВВП, млрд \$	132	90	18	21	26	26	91	100
Рост дефлятора ВВП, г/г % ¹	14.8%	40.2%	20.5%	15.2%	15.5%	12.3%	16.0%	14.0%
ИПЦ (средний за период), г/г %	12.1%	48.5%	38.8%	8.1%	8.1%	12.3%	14.9%	11.8%
ИПЦ (на конец периода), г/г %	24.9%	43.3%	32.7%	6.9%	7.9%	12.4%	12.4%	8.5%
Дефицит бюджета, % ВВП ^{1,2,6}	4.6%	2.5%	-0.7%	2.6%	2.9%	2.9%	2.2%	3.2%
Широкий дефицит бюджета, % ВВП ³	13.6%	6.4%	2.5%	2.6%	2.9%	22.1%	3.7%	3.4%
Государственный долг, % ВВП	52%	79.4%	76.4%	78%	79.6%	нд	76.1%	64.5%
Внешний государственный долг, % ВВП ⁴	31%	47.8%	50.0%	49.4%	51.4%	нд	50.8%	46.3%
Общий внешний долг, млрд \$	137.1	118.7	117.4	115.0	116.0	нд	130.0	133.0
Экспорт товаров и услуг, млрд \$	68.5	47.8	9.9	11.3	11.7	13.1	45.9	48.2
Импорт товаров и услуг, млрд \$	73.8	49.5	11.0	11.4	13.6	14.7	51.5	51.5
Сальдо торгового баланса, млрд \$	-5.3	-1.7	-1.1	-1.5	-1.9	-1.6	-5.6	-3.3
Текущий счет, млрд \$	-5.3	-0.2	-1.0	0.9	-1.7	-0.7	-3.4	0.1
Финансовый счет, млрд \$ ⁵	8.0	-0.6	0.6	0.3	2.2	-1.0	-4.6	-1.8
Резервы НБУ, млрд \$	7.5	13.3	13.5	14.0	15.6	15.5	15.5	19.7
Средний курс на межбанке, грн/\$ ⁷	11.9	21.9	25.8	25.2	25.4	25.9	25.6	27.5

(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	Купон	Погашение	Доходность	Bid	Δ неделя	Дюрация, г.	Объем, млн \$	Валюта	
Украина 2019	Держать	7.8	Сен-19	8.0	99.3	-0.8	2.3	1,743	USD	
Украина 2023	Держать	7.8	Сен-23	8.8	94.8	-1.8	5.1	1,355	USD	
Украина 2027	Держать	7.8	Сен-27	8.9	92.3	-2.0	7.1	1,307	USD	
МХП 2020	Держать	8.3	Апр-20	8.9	98.2	0.2	2.8	750	USD	
ДТЭК 2024	Покупать	10.8	Дек-24	12.0	93.2	0.4	5.8	1,275	USD	
Феррэкспо 2019	Держать	10.4	Апр-19	8.2	104.3	0.0	1.6	160	USD	
Метинвест 2016	Покупать	10.3	Май-16	-	96.9	0.4	-	89	USD	
Метинвест 2017	Покупать	10.5	Ноя-18	-	97.2	0.3	-	304	USD	
Метинвест 2018	Покупать	8.8	Фев-18	-	97.4	0.9	-	795	USD	
Укрлендфарминг 2018	Продавать	10.9	Мар-18	180.8	27.0	1.9	1.0	521	USD	
Авангард 2018	Продавать	10.0	Окт-18	98.8	31.2	2.2	1.6	213	USD	
ПУМБ 2018	Держать	11.0	Дек-18	11.1	99.9	0.0	1.3	197	USD	
ПриватБанк 2018 (10.250)	Продавать	10.3	Янв-18	208.5	28.3	6.0	0.8	160	USD	
ПриватБанк 2018 (10.875)	Продавать	10.9	Фев-21	208.1	25.5	4.7	0.9	220	USD	
Ощадбанк 2023	Покупать	9.4	Мар-23	9.9	97.7	-0.5	2.6	700	USD	
Ощадбанк 2025	Покупать	9.6	Мар-25	10.4	95.8	-0.6	3.6	500	USD	
Укрэксимбанк 2022	Покупать	9.6	Апр-22	10.0	98.4	-0.2	2.7	750	USD	
Укрэксимбанк 2025	Покупать	9.8	Янв-25	10.6	95.6	-0.8	3.9	600	USD	
Укрзализныця 2021	Держать	9.9	Сен-21	10.6	97.4	-0.1	2.5	500	USD	
Мрия 2018	-	9.5	Апр-18	-	5.6	0.0	1.2	400	USD	

Данные на 31 января 2017

Источник: Bloomberg

Календарь событий на 2 недели		
Событие	Тип даты	Дата
Метинвест - операционные результаты за 4кв16 и 2016	Индикативная	6-Фев
НБУ - статистика по международным резервам	Индикативная	7-Фев
ГССУ - статистика по инфляции	Точная	10-Фев

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

Константин Вьюшинский | vka@adamant-capital.com
Юрий Созинов | urs@adamant-capital.com

Аналитика

Константин Фастовец | fks@adamant-capital.com
Валерия Васильчук | vvv@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 скопирована или воспроизведена без предварительного согласия Adamant Capital.