

## Еженедельный обзор

- Дефицит текущего счета в феврале увеличился до 399 млн \$, в то время как приток по финансовому счету составил 368 млн \$
- Украина получила 1.0 млрд \$ от МВФ, но проиграла первую стадию судебного разбирательства с Россией на 3.0 млрд \$
- EBITDA Метинвеста в январе выросла на 17% м/м до 155 млн \$
- Компания Авангард опубликовала результаты за 4кв16: EBITDA упала на 42% г/г до 10 млн \$

**Дефицит текущего счета в феврале увеличился до 399 млн \$, в то время как приток по финансовому счету составил 368 млн \$.** Совокупный объем экспорта товаров и услуг вырос на 17% г/г благодаря более высоким продажам сельскохозяйственной продукции (в основном растительного масла после рекордного урожая подсолнечника), стали (вызванные 60%-ным увеличением цены) и железной руды (цены подскочили на 87% г/г). Совокупный объем импорта также увеличился на 17% г/г в основном благодаря росту закупок энергоносителей (природного газа и нефти) и продукции машиностроения (тенденция, продолжающаяся в течение последних 12 месяцев). Общий торговый баланс снизился на 103 млн \$ г/г и 379 млн \$ м/м. Главными факторами, повлиявшими на финансовый счет, стали рост на 366 млн \$ чистых банковских активов (в основном благодаря увеличившемуся объему денежных средств и выплате долгов) и сокращение чистых активов других секторов на 750 млн \$ (продажа наличной валюты на 292 млн \$ вместе с ростом торгового финансирования и прямых иностранных инвестиций). По нашим подсчетам, общий приток капитала за месяц составил около 0.45 млрд \$.

**Наш взгляд:** Поскольку блокада на востоке Украины, по всей видимости, не повлияла на торговый баланс в феврале (скорее всего, благодаря задержке между остановкой производства и падением продаж), мы ожидаем, что этот эффект по-настоящему проявится в марте. Более того, в следующем месяце Украина также должна выплатить полугодовой купон в размере 0.5 млрд \$, что, вероятно, приведет к общему дефициту текущего счета порядка 700 млн \$ и оттоку 500 млн \$ из резервов. Отдельно стоит отметить продолжающуюся тенденцию импорта продукции машиностроения и оборудования, которая, по нашему мнению, указывает на рост инвестиций, и, таким образом, должна поспособствовать росту реального ВВП в будущих периодах. В целом, мы подтверждаем наш прогноз на 2017 год: дефицит текущего счета должен составить 6.6 млрд \$, а резервы на конец периода 16.4 млрд \$ (с учетом получения второго транша МВФ в размере 1.9 млрд \$, гарантий США на 1.0 млрд \$ и 0.6 млрд евро от ЕС).

### Показатели платежного баланса, млн \$

	окт-16	ноя-16	дек-16	январь-17	фев-17
Экспорт:	4,092	4,459	4,593	3,791	3,949
м/м	2%	9%	3%	-17%	4%
г/г	1%	15%	8%	41%	17%
Импорт:	4,571	4,932	5,369	4,056	4,593
м/м	-1%	8%	9%	-24%	13%
г/г	0%	17%	31%	27%	14%
ТБ <sup>1</sup> :	-479	-473	-776	-265	-644
м/м	152	6	-303	511	-379
г/г	18	-155	-922	242	21
CA <sup>2</sup> :	-183	-139	-631	-142	-399
м/м	764	44	-492	489	-257
г/г	233	95	-998	217	103
FA <sup>3</sup> :	-260	-58	-992	61	-368
м/м	1,124	202	-934	1,053	-429
г/г	-383	-511	1,076	-541	-35
BoP <sup>4</sup> :	91	-80	359	-202	-27
м/м	-352	-171	439	-561	175
г/г	-138	-419	76	-322	47
Инвестиции <sup>5</sup> :	341	-182	186	-312	454

(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

### Украина получила 1.0 млрд \$ от МВФ, но проиграла первую стадию судебного разбирательства с Россией на 3.0 млрд \$.

Согласно пресс-релизу фонда, украинская экономика показывает долгожданные сигналы восстановления, хотя для достижения более быстрого и устойчивого роста требуется ускоренное проведение структурных реформ, которые улучшат бизнес-среду и помогут привлечь инвестиции. Страна также больше не может себе позволить откладывать всестороннюю пенсионную реформу, которая, в том числе, обязана привести к повышению среднего пенсионного возраста. Дело РФ против Украины касательно спорного кредита в размере 3.0 млрд \$, полученного в конце 2013, получило оценку Высокого суда Лондона 29 марта, который заявил о необоснованности защиты украинской стороны. В то же время, по словам Министра финансов Александра Данилюка, суд дал согласие на апелляцию и приостановил исполнение своего решения, по крайней мере, до конца апреля.

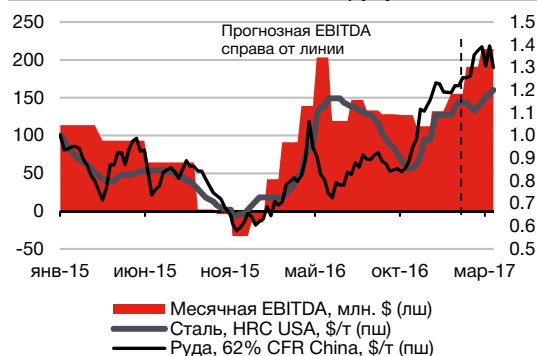
**Наш взгляд:** Решение совета директоров МВФ не стало для нас неожиданностью, поскольку предварительное соглашение было достигнуто уже в начале марта. Хотя обновленный меморандум еще не был опубликован, мы ожидаем, что ключевыми условиями для прохождения следующего этапа сотрудничества станут ранее озвученные земельная и пенсионная реформы. Принимая во внимание 4.5-месячную задержку с получением текущего транша, мы продолжаем ожидать, что к концу года МВФ успеет подвести только один промежуточный итог реформ, выделив Украине дополнительно лишь 2.0 млрд \$. Хотя проигрыш первого этапа суда против РФ может, в конечном итоге, повлечь за собой принудительное взыскание 3.0 млрд \$, разрешение подать апелляцию, по всей видимости, продлит рассмотрения дела как минимум на год. По нашему мнению, Украина за это время имеет шансы выиграть встречные иски к РФ (например, Стокгольмский арбитраж Нафтогаза против российского Газпрома), и таким образом, перекрыть потенциальные потери.

### ЕБИТДА Метинвеста в январе выросла на 17% м/м до 155 млн \$.

За вычетом доходов совместных предприятий показатель увеличился на 8% до 120 млн \$. По нашим подсчетам, цена реализации стали компанией выросла на 5%, в то время как цена на железную руду не изменилась. Операционный денежный поток остался на уровне предыдущего месяца, в то время как свободный – увеличился на 49 млн \$ по причине более низких капитальных инвестиций. Остатки денежных средств на конец месяца выросли на 10% до 248 млн \$.

**Наш взгляд:** Рост ЕБИТДА в январе объясняется как повышением цен на сталь и увеличением объемов продаж железной руды, так и растущей прибылью от совместных предприятий. По нашим подсчетам, у компании также резко подскочили внутренние поставки руды и коксующегося угля, которые, по всей видимости, привели к корректировкам на 36 млн \$. В течение следующих месяцев, мы ожидаем, что объемы реализации стали сократятся примерно на 20-25% по сравнению с текущим уровнем по причине, изначально, логистических сложностей, вызванных блокадой, а после, утраты контроля над Енакиевским метзаводом. При этом наши подсчеты показывают, что ЕБИТДА по итогам 2017 может легко превысить 1.5 млрд \$ (а соответствующее соотношение к чистому долгу опуститься ниже 2.0), при условии, что средние цены на сталь и железную руду останутся выше 550 \$ и 60 \$ за тонну соответственно. Принимая во внимание текущий спред доходности еврооблигаций Метинвест 2021 к суверенной кривой в размере 390 бп, мы повышаем нашу рекомендацию до отметки “покупать”.

ЕБИТДА Метинвеста и цены на руду и сталь



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

Компания Авангард опубликовала результаты за 4кв16: EBITDA упала на 42% г/г до 10 млн \$. Выручка компании выросла на 50% до 80 млн \$ преимущественно благодаря неосновным торговым операциям с зерном на 35 млн \$, которые генерировали нулевую маржу. Операционный и свободный денежный поток показали небольшой плюс, увеличившись на 7 млн \$ и 10 млн \$ г/г соответственно. Соотношение чистого долга к EBITDA выросло на 35% до 16.5. Во время конференц-звонка менеджмент подтвердил, что в данный момент ведет переговоры с держателями еврооблигаций о возможной реструктуризации, и планирует в ближайшем времени согласовать отсрочку по выплатам обязательств на 31 млн \$, которые нужно погасить в 2017 г.

**Наш взгляд:** По непонятным для нас причинам Авангард продолжает значительно сокращать производственные мощности и в 4кв16 уменьшил выход яиц на 7% кв/кв. Несмотря на то, что объем внутреннего рынка действительно демонстрирует отрицательную динамику (согласно презентации компании, потребление яиц на душу населения уменьшилось на 8% по сравнению с 2015), совершенно неожиданным является тот факт, что в прошлом отраслевой гигант сокращает свою деятельность значительно быстрее, чем конкуренты. В сущности, по нашим подсчетам, уменьшение производства яиц Авангардом в 2016 объясняет 75% совокупного снижения выхода всей индустрии в Украине. Более того, ближайший публичный конкурент компании - Овостар (в прошлом в десять раз меньший, но сейчас сравнимый по масштабам) увеличил производство в 2016 на 15%, несмотря на идентичные рыночные условия. Операционная деятельность компании также вызывает опасения с точки зрения сформированной проблемной дебиторской задолженности, которая хоть и немного уменьшилась в 4кв16, но все равно привела к 18 млн \$ убытков в течение 2016 года. Причины ее формирования, согласно менеджменту, связаны с неплатежеспособностью супермаркетов, которая, по неизвестным для нас причинам, не отражается ни на одном другом публичном производителе еды в Украине. Помимо весьма запутанной бизнес-истории, Авангард продолжает испытывать проблемы с высокой долговой нагрузкой. Хотя переговоры по реструктуризации еврооблигаций компании, по всей видимости, будут результативными (инвесторы вряд ли предпочтут банкротство), мы считаем, что с текущими финансовыми результатами вероятность выплат даже с большой отсрочкой является низкой. В целом, мы подтверждаем рекомендацию "продавать" ценные бумаги эмитента.

## Результаты Авангарда за 4кв16, млн \$

	4кв16	4кв15	г/г	3кв16	кв/кв
Выручка	80	53	50%	46	73%
Торговля зерном	35	0	нс	16	124%
НДС субсидия	0	12	-97%	1	-60%
ЕБИТДА <sup>1</sup>	10	16	-42%	2	390%
ЕБИТДА маржа	12%	31%	-19пп	4%	8пп
Прибыль	-18	-8	нс	-6	нс
Прибыль маржа	-22%	-15%	нс	-13%	нс
ОСФ <sup>2</sup>	3	-4	нс	-4	нс
ФСФ <sup>3</sup>	1	-9	нс	-4	нс
Общий долг	344	336	2%	345	0%
Чистый долг	332	305	9%	331	0%
Чистый долг/ЕБИТДА	16.5	7.9	110%	12.3	35%
Производ. яиц, млн шт	601	689	-13%	646	-7%
Продажа яиц, млн шт	422	490	-14%	341	24%
Продажа яйцепрод., т	2,859	2,750	4%	2,251	27%
Цена на яйцо, грн/шт	1.55	1.62	-4%	1.11	40%
Цена на яйцо, \$/шт	5.99	6.26	-4%	4.37	37%
Цена яйцепрод., \$/кг	5.36	5.93	-10%	5.69	-6%
Общ средняя цена <sup>4</sup> , \$	6.24	6.62	-6%	5.32	17%
ЕБИТДА/яйцо <sup>5</sup> , \$/шт	1.47	2.32	-37%	0.37	293%

(1) Исключая обесценение активов

(2) Операционный денежный поток

(3) Свободный денежный поток

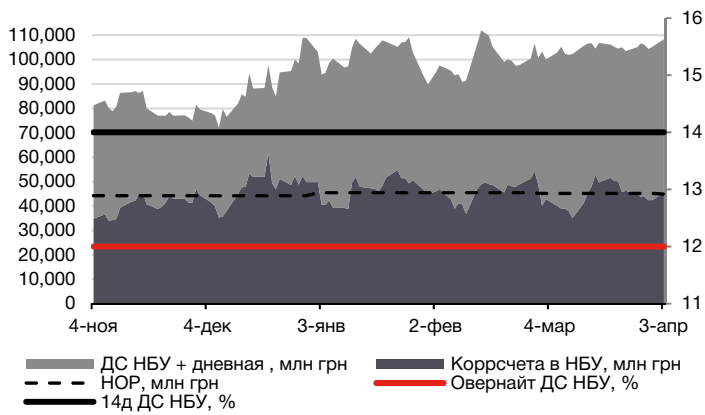
(4) ЕБИТДА на одно яйцо, включая яичные продукты в эквиваленте

(5) Средневзвешенная цена реализации яиц в скорлупе и яйцепродуктов (в пересчете на яйцо)

Источник: данные компании, Adamant Capital

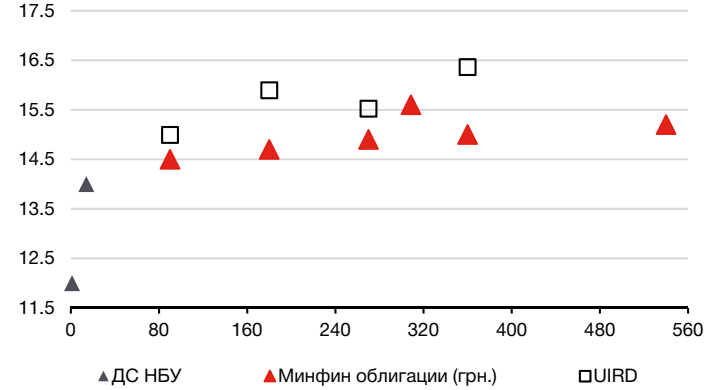
## Приложение

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



Источник: НБУ, Adamant Capital

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

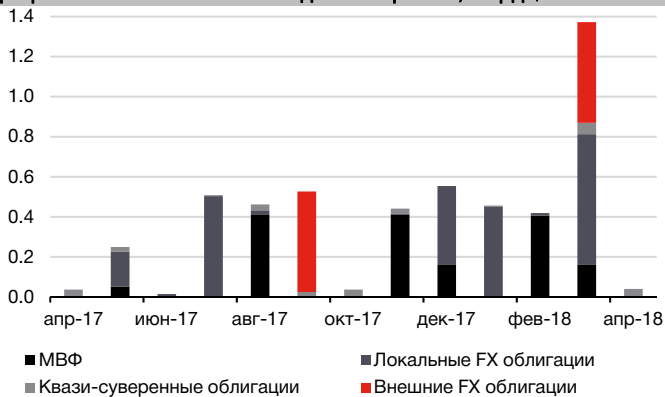


Источник: НБУ, Bloomberg, Adamant Capital

**Ликвидность локального рынка** (сумма коррсчетов в НБУ, депозитных сертификатов и других внутридневных изменений) увеличилась на 3.3 млрд грн до 108.3 млрд грн за неделю. Министерство финансов 4 апреля провело аукцион по размещению ОВГЗ на общую сумму 605 млн грн и со сроками погашения в 2018 и 2019 годах. Средние доходности составили 14.90 и 15.08%, соответственно.

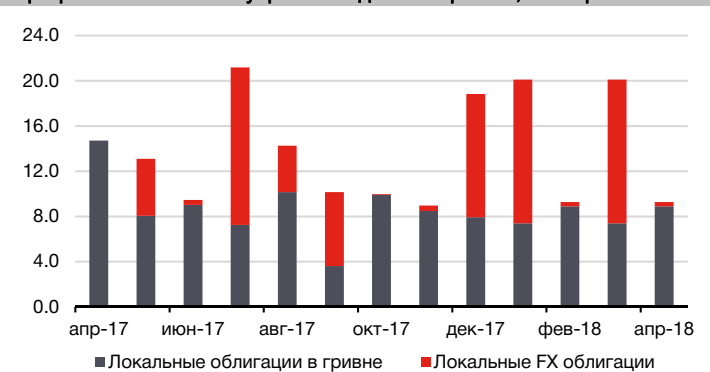
**Межбанковский курс грн/\$** на этой неделе укрепился на 0.5%, открывшись в начале недели на отметке 27.15 и закрывшись к концу на уровне 27.02.

График погашения внешнего долга Украины, млрд \$



Квази-суверенный долг включает тело и проценты облигации государственных банков, Укрзалізничці и муниципалитетов  
 Источник: Bloomberg, Adamant Capital

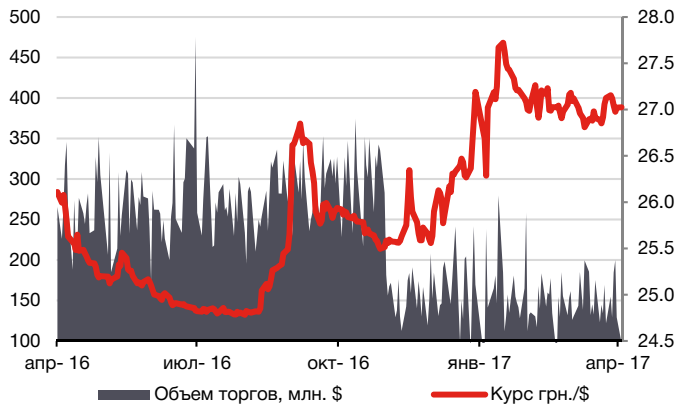
График погашения внутреннего долга Украины, млн грн



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

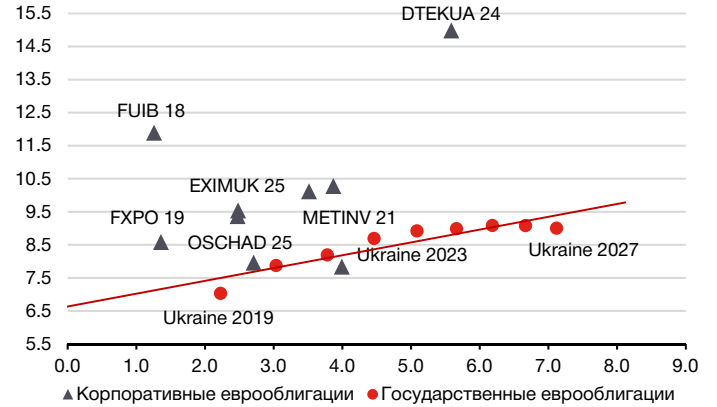
Источник: Минфин

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



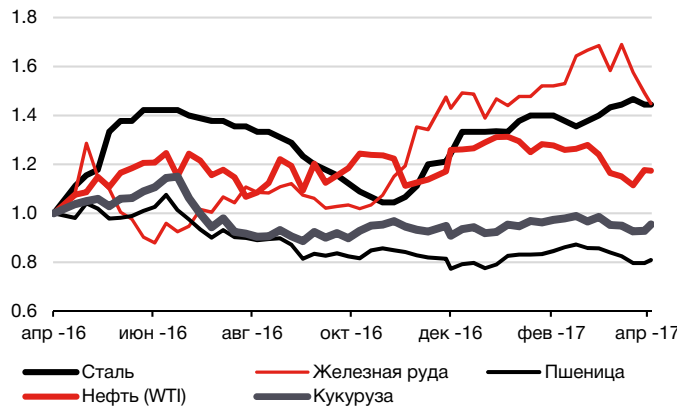
На основе официальных данных межбанковского рынка  
Источник: НБУ

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



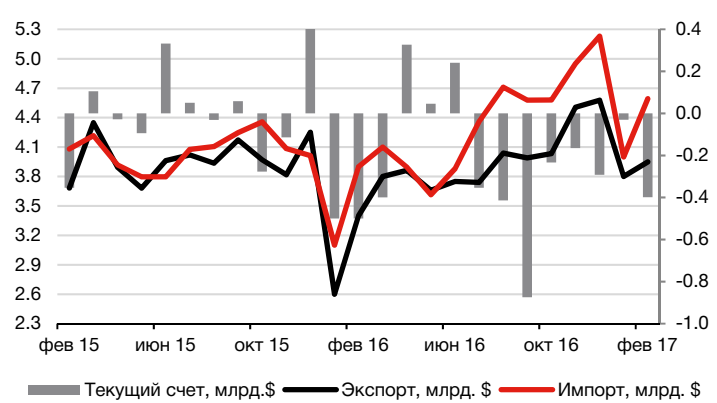
Источник: Bloomberg, Adamant Capital

Мировые индексы цен на сырье



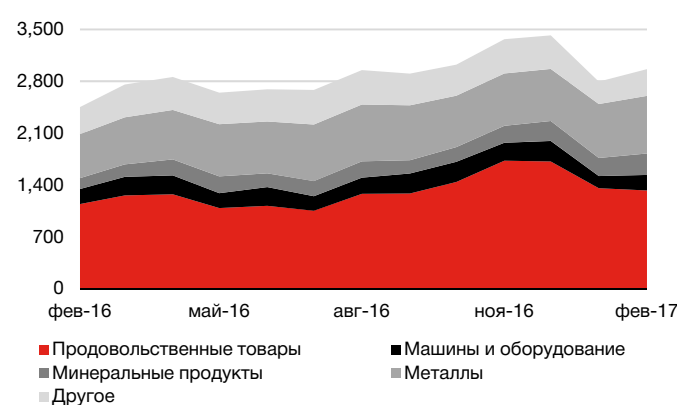
Источник: Bloomberg, Adamant Capital

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



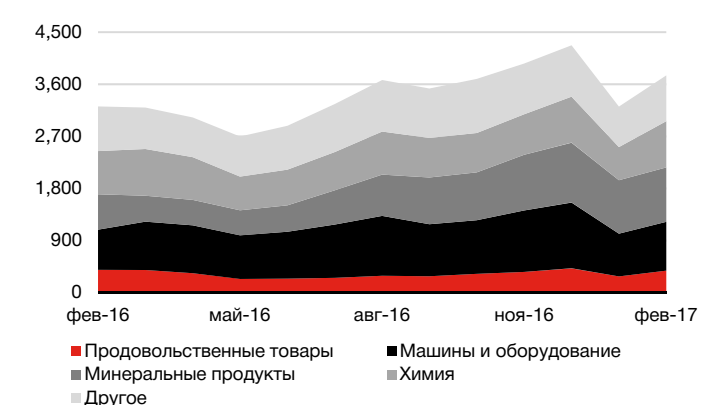
Источник: НБУ

Распределение экспорта Украины за 12м, млн \$



Источник: НБУ

Распределение импорта Украины за 12м, млн \$



Источник: НБУ

Основные макроэкономические показатели								
	2014	2015	1кв16	2кв16	3кв16	4кв16	2016	2017П
Рост реального ВВП, г/г %	-1.6%	-9.9%	0.1%	1.3%	2.0%	4.8%	2.3%	2.5%
Номинальный ВВП, млрд грн	1,567	1,979	453	532	665	723	2,383	2,785
Номинальный ВВП, млрд \$	132	90	18	21	26	28	93	101
Рост дефлятора ВВП, г/г % <sup>1</sup>	14.8%	40.2%	20.5%	15.2%	15.5%	19.2%	17.1%	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 <sup>1,2,6</sup>	4.6%	2.5%	-0.7%	2.6%	2.9%	2.9%	2.2%	3.2%
Широкий дефицит бюджета, % ВВП <sup>3</sup>	13.6%	6.4%	2.5%	2.6%	2.9%	22.1%	8.7%	3.4%
Государственный долг, % ВВП	52%	79.4%	76.4%	78%	79.6%	80.8%	80.8%	69.2%
Внешний государственный долг, % ВВП <sup>4</sup>	31%	47.8%	50.0%	49.4%	51.4%	49.0%	49.0%	45.0%
Общий внешний долг, млрд \$	137.1	118.7	117.4	115.0	116.0	113.5	113.5	116.5
Экспорт товаров и услуг, млрд \$	68.5	47.8	9.9	11.3	11.7	13.1	45.9	46.8
Импорт товаров и услуг, млрд \$	73.8	49.5	11.0	11.4	13.6	14.7	51.5	55.5
Сальдо торгового баланса, млрд \$	-5.3	-1.7	-1.1	-1.5	-1.9	-1.6	-5.6	-8.7
Текущий счет, млрд \$	-5.3	-0.2	-1.0	0.9	-1.7	-0.7	-3.4	-6.6
Финансовый счет, млрд \$ <sup>5</sup>	8.0	-0.6	0.6	0.3	2.2	-1.0	-4.6	-5.2
Резервы НБУ, млрд \$	7.5	13.3	13.5	14.0	15.6	15.5	15.5	16.4
Средний курс на межбанке, грн/\$ <sup>7</sup>	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	Дата рек	Купо	Погашение	Доходность	Bid	Δ неделя	Дюрация, г.	Объем, млн \$
Украина 2019	Держать	1-Дек-16	7.8	Сен-19	7.0	101.6	0.0	2.3	1,743
Украина 2023	Держать	1-Дек-16	7.8	Сен-23	8.9	94.4	0.0	5.1	1,355
Украина 2027	Держать	1-Дек-16	7.8	Сен-27	9.0	91.6	0.1	7.1	1,307
МХП 2020	Держать	21-Мар-17	8.3	Апр-20	8.0	100.8	0.3	2.8	750
ДТЭК 2024	Держать	21-Мар-17	10.8	Дек-24	15.0	80.3	0.5	5.8	1,275
Феррэкспо 2019	Держать	7-Мар-17	10.4	Апр-19	8.6	103.2	0.6	1.6	160
Метинвест 2021	Покупать	4-Апр-17	9.4	Дек-21	12.2	92.8	0.6	4.1	1,197
Укрлендфарминг 2018	Продавать	28-Фев-17	10.9	Мар-18	200.0	29.9	0.6	1.0	521
Авангард 2018	Продавать	4-Апр-17	10.0	Окт-18	125.1	27.5	-0.9	1.6	213
ПУМБ 2018	Продавать	17-Май-16	11.0	Дек-18	11.9	98.6	0.4	1.3	197
ПриватБанк 2018 (10.250)	Продавать	6-Дек-16	10.3	Янв-18	323.0	22.3	-0.5	0.8	160
ПриватБанк 2018 (10.875)	Держать	14-Фев-17	10.9	Фев-21	276.2	22.3	0.0	0.9	220
Ощадбанк 2023	Продавать	21-Фев-17	9.4	Мар-23	9.4	100.0	0.4	2.6	700
Ощадбанк 2025	Продавать	21-Фев-17	9.6	Мар-25	10.1	97.3	0.4	3.6	500
Укрэксимбанк 2022	Покупать	14-Мар-17	9.6	Апр-22	9.5	100.3	0.2	2.7	750
Укрэксимбанк 2025	Покупать	14-Мар-17	9.8	Янв-25	10.3	97.2	0.2	3.9	600
Укрзализница 2021	Покупать	14-Мар-17	9.9	Сен-21	10.7	97.2	0.2	2.5	500
Мрия 2018	Покупать	14-Мар-17	9.5	Апр-18	714.9	5.4	0.2	1.2	400
Кернел 2020	Держать	13-Дек-16	8.8	Янв-22	7.8	103.6	0.3	4.1	500

Данные на 4 апреля 2017

Источник: Bloomberg

Календарь событий на 2 недели		
Событие	Тип даты	Дата
Ferrexpo - операционные результаты за 1кв17	Точная	6-Апр
ГССУ - статистика по инфляции	Точная	7-Апр
ДТЭК - финансовые результаты за 2016	Точная	14-Апр
Ощадбанк - финансовые результаты за 2016 МСФО	Индикативная	15-Апр
Укрэксимбанк - финансовые результаты за 2016 МСФО	Индикативная	15-Апр
ПУМБ - финансовые результаты за 2016 МСФО	Индикативная	15-Апр
Приватбанк - финансовые результаты за 2016 МСФО	Индикативная	15-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

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.