

Еженедельный обзор

- Резервы НБУ в июле достигли 10.4 млрд. \$
- Дефляция в июле составила 1.0% м./м.
- ПриватБанк выпустил уведомление о новых условиях реструктуризации еврооблигаций 2015 года
- Отчет о финансовых результатах МСФО Ferrexpo за 2 кв. 2015

На конец июля международные резервы НБУ выросли на 0.1 млрд. \$ до 10.4 млрд. \$. Согласно опубликованному пресс-релизу, отток денежных средств, вызванный расходами на погашение и обслуживание государственного долга, составил 755 млн. \$ (включая выплату МВФ в размере 219 млн. \$). В тоже время приток денежных средств обеспечили валютные интервенции НБУ на сумму 89 млн. \$, размещение Минфином локальных облигаций в иностранной валюте на сумму 205 млн. \$, получение международных кредитов от Всемирного банка и ЕС на сумму 673 млн. \$.

Наш взгляд: Увеличение расходов на обслуживание и погашение государственного и гарантированного государством долга на 261 млн. \$ м./м. (не считая платежей перед МВФ) негативно повлияло на динамику текущего счета в июле (данные будут опубликованы в конце текущего месяца). Как отмечалось ранее, в условиях значительного административного контроля со стороны НБУ, объем международных резервов практически не оказывает влияния на валютный рынок. Мы ожидаем увеличения резервов на 1.5 млрд. \$ в следующем месяце, благодаря получению второго транша кредита в рамках программы EFF.

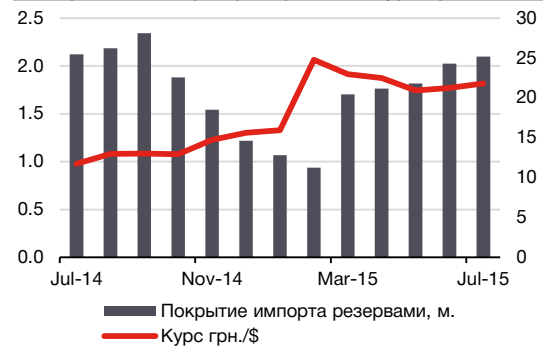
Индекс потребительских цен в июле снизился на 1.0% м./м., однако, остался на 55.3% выше прошлогоднего уровня. Продовольственная корзина (около 50% от ИПЦ) стала дешевле на 2.0% по сравнению с июнем в основном за счет снижения цен на фрукты и овощи. Наибольший рост цен наблюдался на алкогольные напитки и табачные изделия, достигнув 1.7% м./м.

Наш взгляд: В то время как у большинства категорий товаров и услуг прослеживаются инфляционные процессы, индекс потребительских цен снижают сезонные факторы (низкие цены на фрукты и овощи). Мы ожидаем, что ИПЦ продолжит рост в октябрь-ноябре, поскольку спред между текущим курсом грн./\$ и уровнем цен в национальной валюте все еще очень значителен.

ПриватБанк выпустил уведомление о новых условиях реструктуризации еврооблигаций 2015 года, которые будут предложены кредиторам до 1 декабря в случае получения согласия на ранее оговоренную отсрочку в 2.5 месяца. Условия предполагают пролонгацию погашения до 23 января 2018, выплату 30% тела 23 сентября 2017 года и погашение остальной части равными платежами по 17.5% ежемесячно начиная с 23 октября 2017. Размер купонного платежа будет увеличен с 9.375% до 10.25%. Компенсация за принятие новых условий составит 2% от номинала.

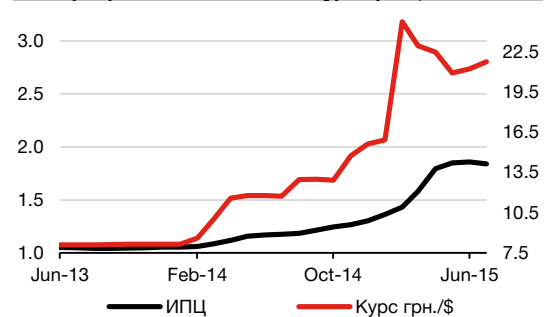
Наш взгляд: Новое предложение озвученное в уведомлении эмитента почти эквивалентно старому, за которое кредиторы голосовали еще в июле (по нашим расчетам разница в справедливой стоимости составляет всего 1 п.п. при использовании 15% и 20% дисконтной ставки). Таким образом, ПриватБанк не предлагает держателям облигаций практически никакой компенсации за согласие на продление срока погашения на 2.5 месяца. Несмотря на это, мы ожидаем, что кредиторы согласятся со всеми условиями, учитывая, что справедливая стоимость общего предложения все равно довольно высока.

Покрытие импорта резервами и курс грн./\$



Источник: НБУ

ИПЦ Украины и обменный курс грн./\$



Источники: НБУ, ГССУ

Отчет о финансовых результатах МСФО Ferrexpo за 2 кв. 2015: EBITDA снизилась на 45% до 61 млн. \$. Выручка и чистая прибыль остались практически неизменными относительно предыдущего квартала на уровне 250 млн. \$ и 60 млн. \$ соответственно. Маржа по показателю EBITDA снизилась на 19 п.п. кв./кв. до 24%. Свободный денежный поток Ferrexpo увеличился на 94% до 93 млн. \$, чистый долг снизился на 6%, а значение показателя чистый долг к EBITDA увеличилось на 12% до 1.9х.

Наш взгляд: Квартальное падение EBITDA Ferrexpo связано с операционной курсовой разницей (8 млн. \$ убыток в 2 кв. 2015 против 23 млн. \$ прибыли в предыдущем квартале) и 12% падением цены на железную руду. Предполагая отсутствие дальнейшего снижения цен на руду и незначительное увеличение себестоимости из-за инфляции, EBITDA за год должна составить порядка 300 млн. \$, что на 18% больше текущего консенсус-прогноза Bloomberg. Таким образом, мы ожидаем, что показатель чистый долг к EBITDA на 2015 год составит порядка 2.2х, что свидетельствует об относительно комфортном уровне долговой нагрузки. Помимо дальнейшего снижения цен на железную руду (и/или премии за окатыш), наличие 165 млн. \$ на текущем счете в аффилированном банке "Финансы и Кредит" является ключевым риском для Ferrexpo, учитывая относительно низкий показатель адекватности капитала банка (11.7%) и проблемы ликвидности банковской системы Украины в целом.

Результаты Ferrexpo за 2 кв.15, млн. \$ (МСФО)

	2кв.15	2кв.14	г./г.	1кв.15	кв./кв.
Выручка	254	346	-26%	258	-1%
Валютная разница	-8	11	-173%	23	-135%
EBITDA	61	130	-53%	111	-45%
EBITDA маржа	24%	38%	-14pps	43%	-19pps
Продажа активов ⁽¹⁾	42	0	-	0	-
Чистая прибыль	58	85	-32%	58	-1%
Чистая маржа	23%	25%	-2pps	23%	0pps
OCF ⁽²⁾	63	154	-59%	59	6%
FCF ⁽³⁾	93	104	-11%	48	94%
Чистый долг	653	694	-6%	695	-6%
Чистый долг/EBITDA	1.9	1.2	58%	1.7	12%
Окатыш, тыс. т	3,067	2,654	16%	2,793	10%
Железная руда, тыс. т	2,331	2,499	-7%	2,723	-14%
Расходы C1, \$/т	34	45	-25%	33	1%
Platts индекс, \$/т ⁽⁴⁾	53	110	-52%	60	-12%
Фхро цена, \$/т ⁽⁵⁾	83	130	-36%	92	-10%
EBITDA/т окатыша, \$	20	49	-59%	40	-50%

(1) Продажа 15.5% доли в Ferrous Resources Limited 9 июля 2015

(2) Операционный денежный поток

(3) Свободный денежный поток

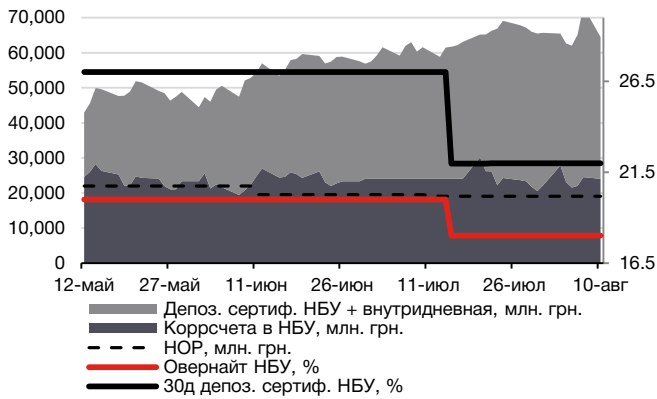
(4) Индекс цен на железную руду (62% Fe Platts)

(5) Эффективная цена за тонну окатыша для Ferrexpo. расходы на фрахт не включаются

Источник: данные компании, Adamant Capital

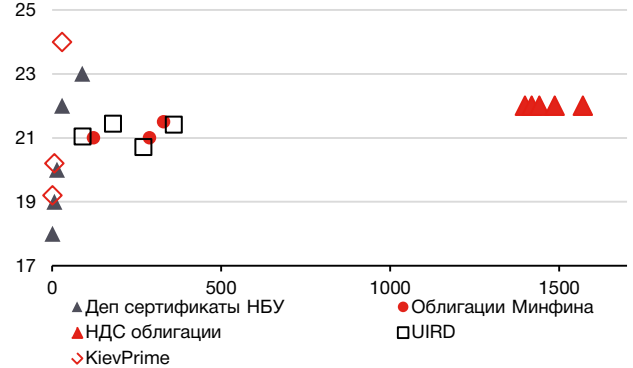
Приложение

Ликвидность банковской системы (лш) и KievPrime (пш)



По состоянию на 3 марта 2015 100% денежных средств может быть засчитаны как резервы
 Источник: НБУ, Adamant Capital

Локальный рынок: доход-сть (% , лш) и срок погашения (д)

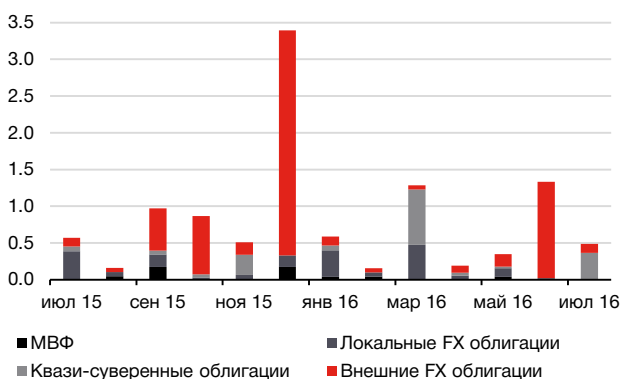


Источник: НБУ, Bloomberg, Adamant Capital

Ликвидность локального рынка (сумма коррсчетов в НБУ, депозитных сертификатов и других внутридневных изменений) выросла на 1.9 млрд. грн. до 64.5 млрд. грн. за неделю. Сумма коррсчетов в НБУ увеличилась на 1.0 млрд. грн. до 24.0 млрд. грн., депозитные сертификаты возросли на 0.9 млрд. грн. до 40.5 млрд. грн., в то время как доходность местных НДС облигаций и ставки на депозитные сертификаты оставались неизменными.

Межбанковский курс грн./\$ на этой неделе был относительно стабильным на отметке 21.4, тогда как ставка на черном рынке незначительно снизилась до 23.0.

График погашения внешнего долга Украины, млн. \$



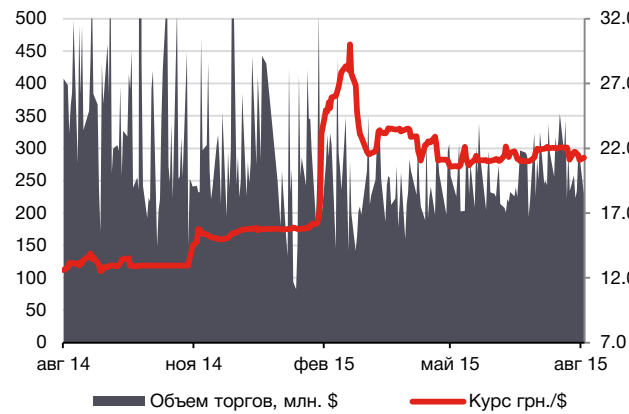
Квази-суверенный долг включает тело и проценты облигации государственных банков, Укрзалізничці и муниципалитетов
 Источник: Bloomberg, Adamant Capital

График погашения внутреннего долга Украины, млн. грн.



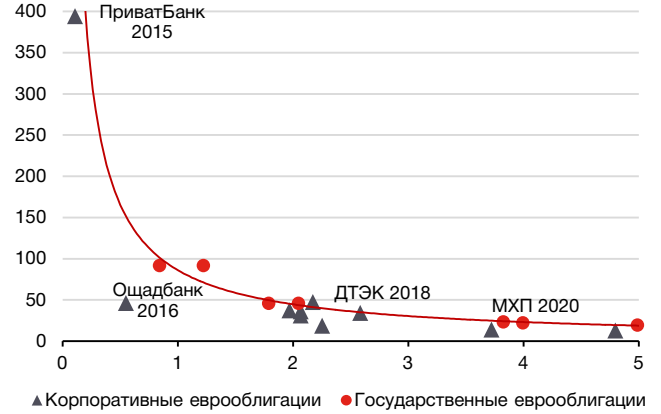
По курсу грн./\$ на уровне 21; EUR/\$ курс на уровне 1.12
 Источник: Минфин

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



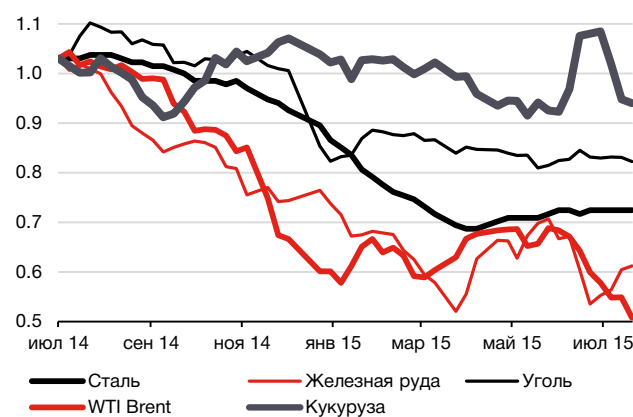
На основе официальных данных межбанковского рынка
Источник: НБУ

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



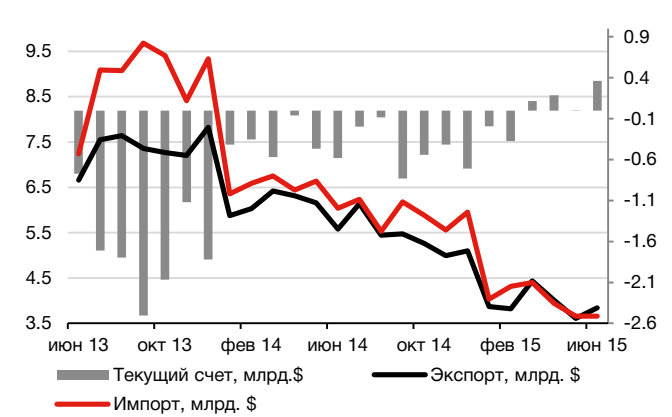
Источник: Bloomberg, Adamant Capital

Мировые индексы цен на сырье



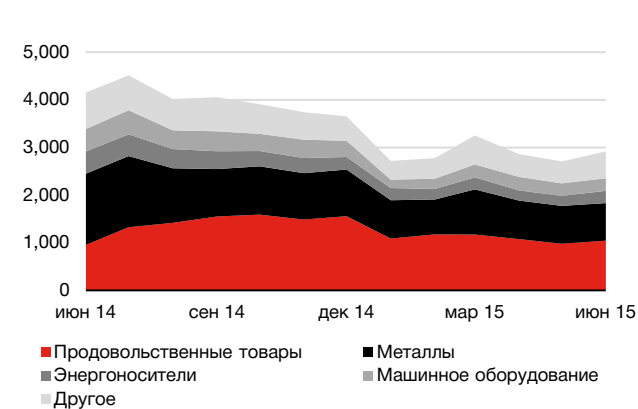
Источник: Bloomberg Adamant Capital

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



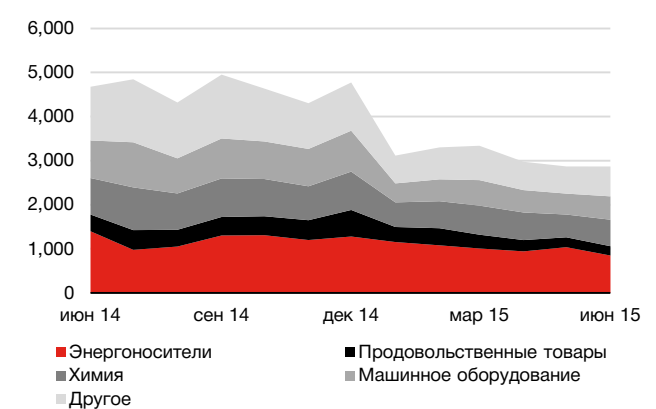
Источник: НБУ

Распределение экспорта Украины за 12м, млн. \$



Источник: НБУ

Распределение импорта Украины за 12м, млн. \$



Источник: НБУ

Основные макроэкономические показатели									
	2011	2012	2013	1кв.14	2кв.14	3кв.14	4кв.14	2014	2015г
Рост реального ВВП, г./г. %	5.5%	0.2%	0.2%	-1.2%	-4.5%	-5.4%	-14.8%	-7.0%	-9.0%
Номинальный ВВП, млрд. грн.	1 300	1 405	1 449	314	376	434	443	1 567	2 153
Номинальный ВВП, млрд. \$	163	174	178	35	32	35	31	132	98
Рост дефлятора ВВП, г./г. % ⁽¹⁾	14.2%	7.8%	4.3%	4.5%	11.0%	15.4%	27.2%	14.8%	51.0%
ИПЦ (средний за период), г./г. %	8.0%	0.3%	-0.3%	1.7%	9.9%	14.8%	22.2%	12.1%	49.4%
ИПЦ (на конец периода), г./г. %	4.6%	-0.2%	0.5%	3.4%	12.0%	17.5%	24.8%	24.9%	46.4%
Дефицит бюджета, % ВВП ⁽¹⁾⁽²⁾	-1.8%	-3.6%	-4.4%	0.2%	-5.7%	-2.8%	-8.8%	-4.6%	-0.6%
Широкий дефицит бюджета, % ВВП ⁽³⁾	-4.4%	-9.5%	-6.8%	нд	нд	нд	нд	-13.6%	-6.5%
Государственный долг, % ВВП	36%	37%	40%	49%	55%	53%	70%	70%	-
Внешний государственный долг, % ВВП ⁽⁴⁾	23%	22%	21%	21%	25%	28%	29%	29%	-
Общий внешний долг, млрд. \$	123.2	134.6	142.1	137.4	137.1	135.9	126.3	126.3	-
Экспорт товаров и услуг, млрд. \$	88.8	90.0	85.5	18.3	18.1	17.1	15.3	68.8	46.1
Импорт товаров и услуг, млрд. \$	-99.0	-104.4	-101.1	-19.7	-19.1	-17.9	-17.4	-74.1	-47.1
Сальдо торгового баланса, млрд. \$	-10.2	-14.3	-15.6	-1.4	-1.1	-0.9	-2.0	-5.4	-1.0
Текущий счет, млрд. \$	-10.2	-14.3	-16.5	-1.3	-1.1	-1.1	-1.7	-5.2	-2.6
Счет операций с капиталом, млрд. \$	7.8	10.1	18.5	-2.9	1.1	0.4	-6.7	-8.1	-
Резервы НБУ, млрд. \$	31.8	24.5	20.4	15.1	17.1	16.4	7.5	7.5	-
Средний курс на межбанке, грн./\$ ⁽⁵⁾	8.0	8.1	8.1	8.9	11.7	12.6	14.4	11.9	22.0

(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) На основе официальных данных НБУ без взвешивания на объемы торговли

Источник: НБУ, ГССУ, Минфин, МВФ, Adamant Capital

Индикативные цены еврооблигаций и их доходность								
Название облигации	Купон	Погашение	Доходность	Bid	Δ неделя	Дюрация, г.	Объем, млн. \$	Валюта
Украина 2015	6.9	Сен-15	593%	59.7	-1.5	0.1	500	USD
Украина 2017	9.3	Июль-17	46%	56.1	-1.5	1.8	2 600	USD
Украина 2022	7.8	Ноя-22	19%	56.3	-1.5	4.9	2 250	USD
МХП 2020	8.3	Апр-20	14%	82.0	-0.1	3.7	750	USD
ДТЭК 2015	7.9	Апр-18	47%	43.8	0.0	2.2	750	USD
ДТЭК 2018	10.4	Мар-18	46%	48.4	0.9	2.1	160	USD
Ferrexpo 2019 – реструкт.	10.4	Апр-19	16%	83.8	-0.2	3.0	161	USD
Метинвест 2016 – реструкт.	10.3	Янв-16	108%	70.0	0.3	0.5	85	USD
Метинвест 2017	10.5	Ноя-17	37%	61.1	0.0	2.0	290	USD
Метинвест 2018	8.8	Фев-18	36%	57.5	0.0	2.1	750	USD
Авангард 2015	10.0	Окт-15	565%	45.0	0.0	0.2	200	USD
Укрлендфарминг 2018	10.9	Мар-18	52%	44.0	-0.5	2.0	500	USD
ПУМБ 2018	11.0	Дек-18	34%	55.0	0.0	2.6	208	USD
Ощадбанк 2016	8.3	Мар-16	46%	82.5	-0.8	0.6	700	USD
Ощадбанк 2018	8.9	Мар-18	19%	80.7	-0.1	2.3	500	USD
ПриватБанк 2015	9.4	Сен-15	394%	69.2	5.2	0.1	200	USD
ПриватБанк 2016	5.8	Фев-16	167%	56.6	0.0	0.5	150	USD
ПриватБанк 2018	10.9	Фев-18	31%	66.4	0.0	2.1	175	USD
Укрэксимбанк 2022 – реструкт.	9.6	Апр-22	13%	86.4	-0.1	4.8	750	USD
Укрэксимбанк 2018	9.8	Янв-18	13%	82.4	-0.5	6.0	600	USD

Данные на август 13, 2015

Источники: Bloomberg

Календарь событий на 2 недели		
Событие	Тип даты	Дата
Метинвест 2018 – выплата купона	Точная	14-Aug
ГССУ – 2 кв. 2015 предварительные данные ВВП	Точная	14-Aug
ГССУ – статистика розничной торговли	Точная	17-Aug
ГССУ – статистика строительных работ	Точная	18-Aug
ГССУ – статистика промышленного производства	Точная	18-Aug

Источники: НБУ, ГССУ, Adamant Capital

Контакты

Adamant Capital

56-А Богдана Хмельницкого, 3-й этаж
03150 Киев, Украина
+380 44 206 04 60

Работа с клиентами

Ирина Ткаченко | iat@adamant-capital.com

Управление портфелем

Константин Вьюшинский | vka@adamant-capital.com

Юрий Созинов | urs@adamant-capital.com

Аналитика

Константин Фастовец | fks@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 отчет 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.