

Еженедельный обзор

- Приток валюты по текущему счету платежного баланса в мае увеличился до 403 млн. \$
- НБУ снизил учетную ставку на 1.5 пп до 16.5%
- Промышленное производство в мае выросло на 0.2%
- Производство окатыша Ferrexpo во 2кв16 снизилось на 2% кв/кв и на 4% г/г до 2,825 т
- EBITDA компании Метинвест в апреле выросла на 53% м/м до 139 млн. \$; держатели еврооблигаций и Высокий суд Англии и Уэльса одобрили продление моратория
- Держатели облигаций ДТЭК одобрили сделку по продаже активов компании связанному лицу

Приток валюты по текущему счету платежного баланса в мае увеличился до 403 млн. \$, тогда как отток валюты по финансовому счету вырос до 41 млн. \$. В месячном сопоставлении совокупный объем экспорта товаров и услуг снизился на 5%, что примерно вдвое больше исторического среднего значения в 2010-2016 гг (примерный показатель сезонности). В разрезе секторов основное сокращение было вызвано падением экспорта товаров широкого потребления. Объем импорта также показал необычное снижение на 7% м/м (среднее значение за 2010-2016 года составляет 3%) в основном за счет уменьшения импорта химикатов, машинного оборудования и, потребительских товаров. Отток валюты по финансовому счету в мае был вызван сокращением чистых активов банковской системы в иностранной валюте (примерно на 100 млн. \$) и погашением корпоративных долгов (кредитов и торгового финансирования на более чем 500 млн. \$). Чистая продажа валютной выручки населением достигла 300 млн. \$, а отток капитала вырос до 770 млн. \$.

Наш взгляд: Показав рост притока валюты на 130 млн. \$ м/м текущий счет в мае достиг самого большого профицита с начала 2010 года. Учитывая объемы чистой покупки валюты НБУ в июне (430 млн. \$ по сравнению с 330 млн. \$ в мае) и рост цен на сталь в течение месяца, мы ожидаем, что этот показатель достигнет еще более высокой точки в следующем периоде. В то же время, мы отмечаем присутствие рисков разворота тренда, исходящих от недавней динамики цен на сырьевые товары (цена на кукурузу упала на 18% в течение последних 2-х недель, а цена на сталь в настоящее время выглядит завышенной), предстоящего роста объемов закупки природного газа (требуется заполнить резервы для начала отопительного сезона) и появления дополнительных ограничений при экспорте в Азию на фоне ухудшающихся торговых отношений с Россией. На данный момент мы сохраняем наш прогноз оттока валюты по текущему счету в 2016 году на уровне 1.5 млрд. \$., или 1.7% ВВП, несмотря на то, что дефицит с начала года пока составляет всего 0.4 млрд. \$.

Платежный баланс Украины, млрд. \$

		Май-16	Май-15	Май-14	Май-13	Май-12
Экспорт::	MoM	3,660	3,673	5,898	6,393	7,698
	YoY	-5%	-6%	-2%	-10%	6%
Импорт::	MoM	3,614	3,818	6,261	6,687	8,998
	YoY	-7%	-3%	3%	-21%	4%
Торговый баланс	MoM	46	-145	-363	-294	-1,300
	YoY	98	-99	-324	1,009	88
CA ¹ приток:	MoM	403	-54	-339	-426	-1,165
	YoY	129	-76	-370	648	-220
FA ² приток:	MoM	457	285	87	739	-191
	YoY	-41	373	1,352	937	1,647
BoP ³ приток:	MoM	-232	564	1,616	-1,063	194
	YoY	-414	-979	415	-710	649
Cap flow ⁴ :	MoM	374	320	1,013	514	483
	YoY	-94	488	1,245	-413	-25
		54	-693	499	31	465
		-772	665	-71	-290	2,244

(1) Счет текущих операций

(2) Счет финансовых операций

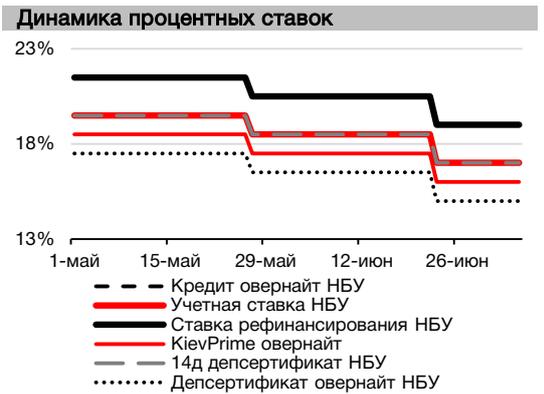
(3) Платежный баланс

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

Источник: НБУ, Bloomberg

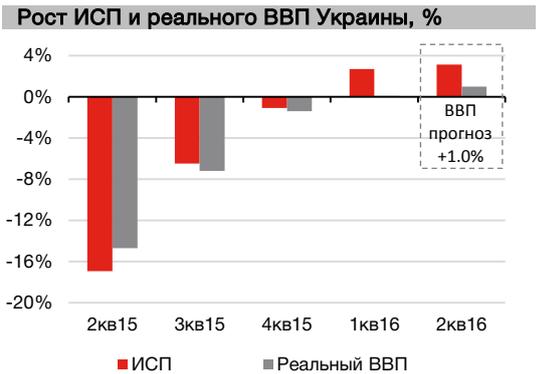
Национальный банк Украины (НБУ) снизил учетную ставку на 1.5 пп до 16.5%. Согласно пресс-релизу, такое решение последовало после уменьшения инфляционного давления и стабилизации валютного рынка. Следующее заседание правления регулятора, посвященное монетарной политике, назначено на 23 июля.

Наш взгляд: Хотя очередное снижение учетной ставки стало для нас несколько неожиданным (только в прошлом месяце НБУ понизил ее на 1 пп), мы расцениваем эту новость как положительную, поскольку высокие процентные ставки сдерживают кредитование и тем самым препятствуют экономическому росту. Ставки рефинансирования и депозитных сертификатов овернайт также были скорректированы на 1.5 пп до 14.5% и 18.5% (в соответствии с недавними изменениями денежно-кредитной политики регулятора).



Источник: НБУ, Bloomberg, Adamant Capital

Согласно данным ГССУ и нашим подсчетам, промышленное производство и внутренняя торговля в мае выросли на 0.2% и 6.7% г/г соответственно, в то время как выход с/х продукции снизился на 1.3%. Среднедневной показатель промпроизводства упал на 6.8% м/м, что значительно ниже динамики обусловленной сезонностью (среднее падение за 2010-16 гг составляет 4.8%). Статистика по секторам указывает на сокращение добычи угля (вероятно, из-за уменьшения объемов закупки ТЭС, которые, свою очередь, испытывают падение потребления электроэнергии после недавнего повышения тарифов), пищевой промышленности (в следствие импортных квот, введенных Молдовой), а также сокращение производства нефти и газа. Объем розничной торговли снизился на 1.0% г/г, что является худшим показателем за последние 3 месяца. В то же время оптовая торговля сохраняет устойчивую тенденцию к росту, продемонстрировав 12% г/г увеличение объемов в мае.



Индекс совокупного производства - среднее взвешенное значение промышленного производства, розничных продаж, оптовых продаж, перевозок и выхода с/х продукции.
Источник: ГССУ, Adamant Capital

Наш взгляд: Мы снижаем наш прогноз реального ВВП во 2 кв16 и в целом за 2016 год до 1.0%, поскольку экономика восстанавливается несколько медленнее, чем ожидалось ранее. Наш индекс совокупного производства за апрель-май составил 3.1%, что всего лишь на 0.4 пп выше, чем в 1 кв16. Поскольку вклад финансового сектора в общий показатель, скорее всего, останется на уровне предыдущего квартала, разница между нашим COI индикатором и ростом ВВП может вновь окажется существенной.

Производство окатыша Ferrexpo во 2 кв16 снизилось на 2% кв/кв и на 4% г/г до 2,825 т. Доля продукции низшего качества (62% Fe) выросла на 4 пп по сравнению с предыдущим кварталом до 8%. Согласно нашим подсчетам, средние цены на железную руду выросли на 16% кв/кв.

Производство окатышей Ferrexpo в 2 кв16, тыс.т					
	2 кв16	1 кв16	4 кв15	3 кв15	2 кв15
62% Fe:	240	124	158	381	323
кв/кв	94%	-21%	-59%	18%	-25%
г/г	-26%	-71%	-85%	-73%	-75%
65% Fe:	2,585	2,763	2,827	2,480	2,608
кв/кв	-6%	-2%	14%	-5%	6%
г/г	-1%	13%	64%	70%	105%
Всего произведено:	2,825	2,887	2,984	2,861	2,931
кв/кв	-2%	-3%	4%	-2%	2%
г/г	-4%	0%	8%	-1%	15%
Индекс цен¹, \$/т:	56	48	47	55	59
кв/кв	16%	-3%	-15%	-7%	-5%
г/г	-7%	-26%	-36%	-27%	-22%

(1) Индекс цен на железную руду (62% CFR China Iron Ore price index)
Источник: Данные компании, Bloomberg, Adamant Capital

Наш взгляд: Приняв во внимание финансовые результаты Ferrexpo во 2 кв15 и себестоимость тонны окатыша (C1) на уровне \$24/т в феврале, мы ожидаем, что в 1 кв16 Ferrexpo будет в состоянии сгенерировать около 170 млн. \$ EBITDA (а соответствующее соотношение чистого долга к EBITDA составит всего 2.2x). Что касается ликвидности, мы предполагаем, что компания уже погасила 105 млн. \$ по кредитам PXF в 1 кв16 и будет должна совершить дополнительные выплаты на 100 млн. \$ до конца года. Мы считаем, что у Ferrexpo не должно возникнуть трудностей с оставшимися платежами, при условии что цены на железную руду существенно не снизятся с текущего уровня.

Скорректированная EBITDA компании Метинвест в апреле выросла на 53% м/м до 139 млн. \$; держатели еврооблигаций и Высокий суд Англии и Уэльса одобрили продление моратория на выплату долга. Денежный поток от операционной деятельности снизился на 87 млн. \$ до -3 млн. \$ (в основном из-за роста оборотного капитала). Свободный денежный поток составил - 33 млн. \$. Пролонгация моратория на выплату долга компанией Метинвест была принята держателями облигаций 28 июня, а также 30 июня была одобрена Высоким судом Англии и Уэльса. Как упомянуто в официальном пояснении компании, соглашение обеспечит финансовую стабильность Метинвеста в период, когда все стороны смогут зафиксировать и воплотить в жизнь ранее анонсированное предложение по реструктуризации.

Наш взгляд: Учитывая динамику цен на сталь и железную руду в апреле-июне (+27% и -12% соответственно), мы ожидаем, что компания сгенерирует более 550 млн. \$ EBITDA во 2кв16 (4.5-кратный рост кв/кв). При этом, мы несколько озабочены повышенными операционными рисками вызванными разнонаправленностью роста этих двух сырьевых товаров в течение последних двух месяцев (на наш взгляд, очень неустойчивая тенденция). Касательно реструктуризации, мы ожидаем, что объявленные ранее условия формализуются в предложение, которое будет одобрено кредиторами к концу ноября и таким образом завершит действие моратория.

Держатели облигаций ДТЭК одобрили сделку по продаже активов компании связанному лицу. Согласно пресс-релизу, 74.3% кредиторов (по стоимости бумаг) проголосовали в пользу транзакции. Как следствие ДТЭК потеряет право собственности на две угольные шахты и горнообогатительный комплекс в Ростовской области (Россия) в обмен на снижение долга на 436 млн. \$.

Наш взгляд: Данная новость является положительной и соответствует ожиданиям, поскольку сделка выглядит чрезвычайно выгодно для компании (мультипликатор EV/EBITDA составляет более 13.6x, если только у угольных шахт нет значительных запасов денежных средств на балансе).

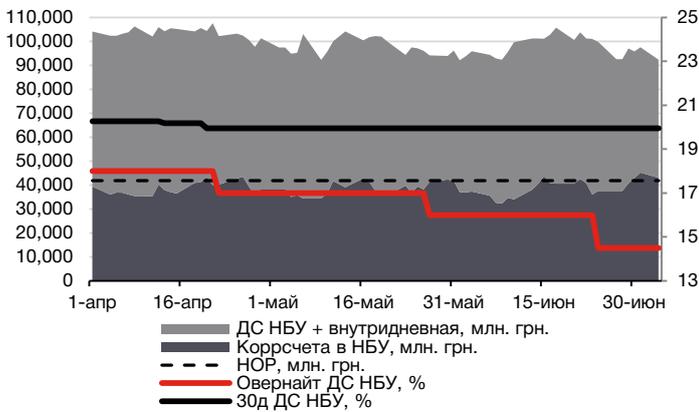
EBITDA Метинвеста и цены на товары



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

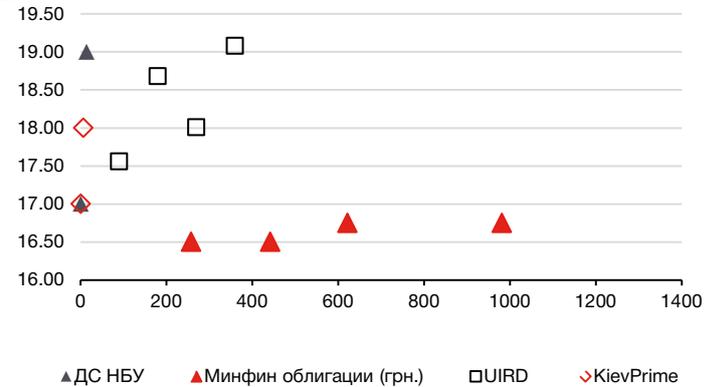
Приложение

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



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

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

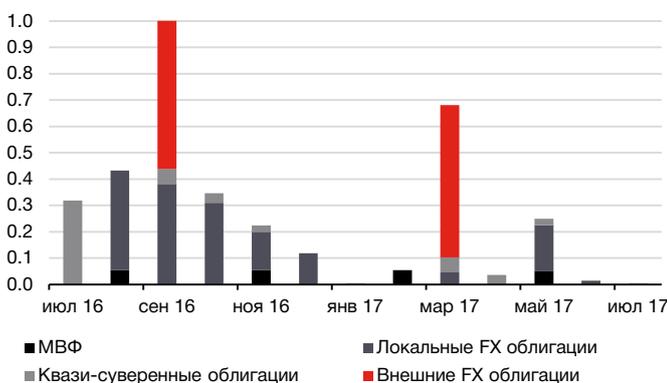


Источник: НБУ, Bloomberg, Adamant Capital

Ликвидность локального рынка (сумма коррсчетов в НБУ, депозитных сертификатов и других внутридневных изменений) снизилась на 4.6 млрд. грн. до 95.1 млрд. грн. за неделю. Сумма коррсчетов в НБУ выросла на 3.0 млрд. грн. до 41.9 млрд. грн., а суммарные инвестиции в депозитные сертификаты снизились на 7.6 млрд. грн. до 53.2 млрд. грн. Кривая доходности локального рынка остается инвертированной.

Межбанковский курс грн./\$ и курс на черном рынке на прошлой неделе несколько снизился до 24.8 и 24.7 соответственно.

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.



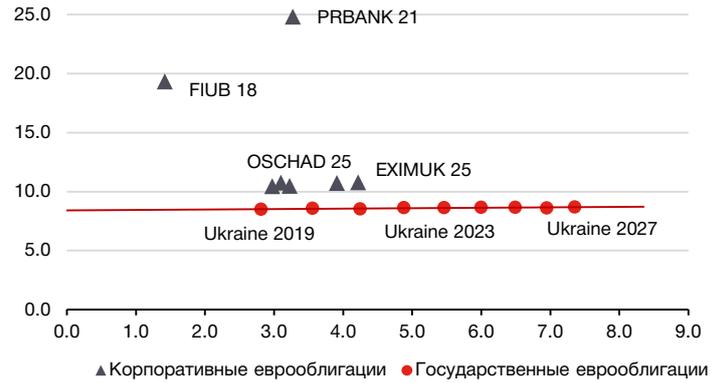
По курсу грн./\$ на уровне 25; EUR/\$ курс на уровне 1.15
 Источник: Минфин

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



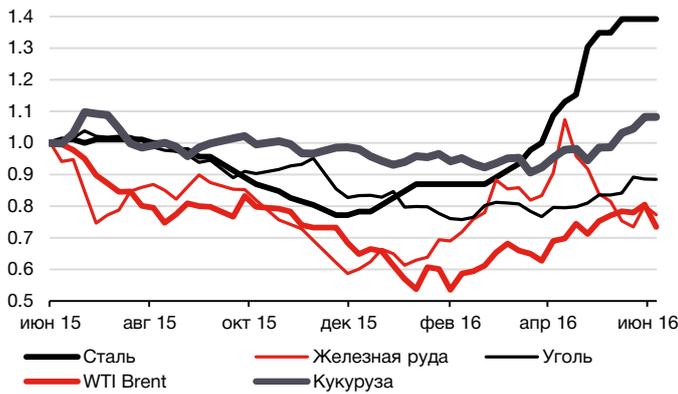
На основе официальных данных межбанковского рынка
Источник: НБУ

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



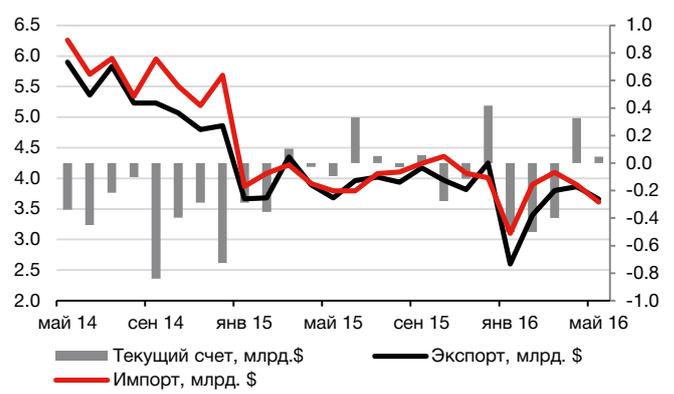
Источник: Bloomberg, Adamant Capital

Мировые индексы цен на сырье



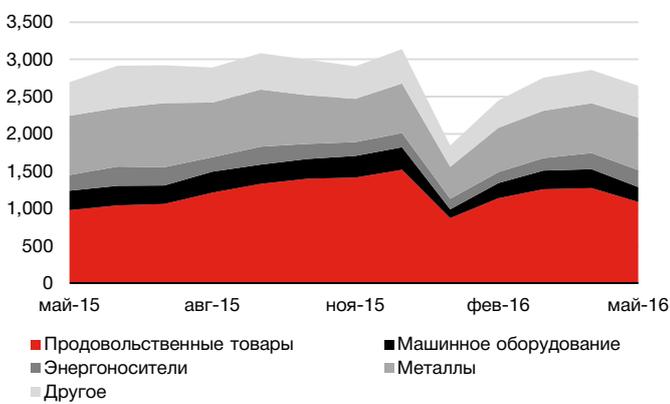
Источник: Bloomberg, Adamant Capital

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



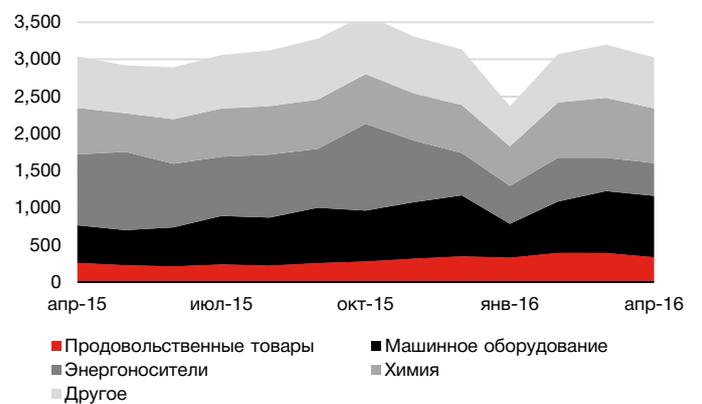
Источник: НБУ

Распределение экспорта Украины за 12м, млн. \$



Источник: НБУ

Распределение импорта Украины за 12м, млн. \$



Источник: НБУ

Основные макроэкономические показатели								
	2014	1кв15	2кв15	3кв15	4кв15	2015	1кв16	2016П
Рост реального ВВП, г./г. %	-1.6%	-17.0%	-14.7%	-7.2%	-1.4%	-9.9%	0.1%	1.0%
Номинальный ВВП, млрд. грн.	1,567	376	455	564	585	1,979	нд	2,284
Номинальный ВВП, млрд. \$	132	18	21	25	25	90	нд	89
Рост дефлятора ВВП, г./г. % ¹	14.8%	44.3%	42.0%	40.0%	33.9%	40.2%	нд	13.7%
ИПЦ (средний за период), г./г. %	12.1%	36.3%	58.9%	53.3%	45.4%	48.5%	38.8%	13.7%
ИПЦ (на конец периода), г./г. %	24.9%	45.8%	57.5%	51.9%	43.3%	43.3%	32.7%	8.9%
Дефицит бюджета, % ВВП ^{1,2}	-4.6%	3.7%	-0.4%	3.6%	-10.8%	-1.6%	нд	-2.9%
Широкий дефицит бюджета, % ВВП ³	-13.6%	-0.9%	-10.3%	1.7%	-10.8%	-5.8%	нд	-3.7%
Государственный долг, % ВВП	52%	94%	84.2%	82.8%	79.4%	79.4%	нд	77.7%
Внешний государственный долг, % ВВП ⁴	31%	37%	42.2%	49.2%	47.8%	47.8%	нд	52.0%
Общий внешний долг, млрд. \$	137.1	126.0	125.7	125.1	125.1	118.7	нд	130.0
Экспорт товаров и услуг, млрд. \$	68.5	11.8	11.6	12.3	12.2	47.8	9.9	48.0
Импорт товаров и услуг, млрд. \$	73.8	12.3	11.7	12.7	12.9	49.5	11.0	49.5
Сальдо торгового баланса, млрд. \$	-5.3	-0.6	-0.1	-0.4	-0.7	-1.7	-1.1	-1.5
Текущий счет, млрд. \$	-5.3	-0.4	0.3	0.2	-0.3	-0.2	-1.0	-1.5
Капитальный и финансовый счет, млрд. \$	8.0	1.8	-0.2	-1.0	-1.1	-0.6	0.6	1.5
Резервы НБУ, млрд. \$	7.5	9.6	10.3	12.8	13.3	13.3	13.5	17.9
Средний курс на межбанке, грн./\$ ⁵	11.9	21.3	21.8	22.4	22.9	21.9	25.8	25.6

(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) 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 2019	7.8	Сен-19	8%	98.0	-0.3	2.8	1,744	USD		
Украина 2023	7.8	Сен-23	9%	95.4	-0.3	5.5	1,355	USD		
Украина 2027	7.8	Сен-27	9%	93.4	-0.4	7.4	1,307	USD		
МХП 2020	8.3	Апр-20	10%	93.2	-0.5	3.2	750	USD		
ДТЭК 2018 (7.875)	7.9	Апр-18	48%	57.2	-1.7	1.6	750	USD		
ДТЭК 2018 (10.375)	10.4	Мар-18	52%	57.6	-1.2	1.5	160	USD		
Феррэкспо 2019	10.4	Апр-19	19%	82.3	0.6	2.0	161	USD		
Метинвест 2016	10.3	нс	нс	69.0	0.0	нс	88	USD		
Метинвест 2017	10.5	нс	нс	66.5	-2.1	нс	301	USD		
Метинвест 2018	8.8	нс	нс	63.0	-5.7	нс	787	USD		
Укрлендфарминг 2018	10.9	Мар-18	127%	24.5	-1.5	1.4	521	USD		
Авангард 2018	10.0	Окт-18	88%	25.0	-0.3	2.1	214	USD		
ПУМБ 2018	11.0	Дек-18	19%	83.8	3.3	1.4	198	USD		
ПриватБанк 2018 (10.250)	10.3	Янв-18	27%	79.3	0.0	0.8	200	USD		
ПриватБанк 2018 (10.875)	10.9	Фев-18	31%	75.0	0.2	1.5	175	USD		
ПриватБанк 2021	11.0	Фев-21	25%	63.2	-0.1	3.3	220	USD		
Ощадбанк 2023	9.4	Мар-23	10%	94.9	-0.4	3.0	700	USD		
Ощадбанк 2025	9.6	Мар-25	11%	93.9	-0.3	3.9	500	USD		
Укрэксимбанк 2022	9.6	Апр-22	11%	95.2	-0.9	3.1	750	USD		
Укрэксимбанк 2025	9.8	Янв-25	11%	94.4	0.1	4.2	600	USD		

Данные на июль 22, 2016

Источник: Bloomberg

Календарь событий на 2 недели		
Событие	Тип даты	Дата
НБУ – Статистика международных резервов	Точная	7-Июл
ГССУ – Статистика инфляции	Точная	8-Июл
МХП – Операционные результаты за 1п16	Точная	19-Июл

Источник: НБУ, ГССУ, Adamant Capital

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
Вадим Барановский | vsb@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 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.