

Еженедельный обзор

- Агрохолдинг Мрия огласил предварительные условия реструктуризации долга размером в 1.1млрд. \$
- В августе индекс потребительских цен снизился на 0.3% м/м, оказавшись на 8.4% выше прошлогоднего уровня

Агрохолдинг Мрия огласил предварительные условия реструктуризации долга размером в 1.1млрд. \$, достигнув соглашения, как с держателями облигаций, так и с банками. Согласно пресс-релизу компании, необеспеченные обязательства за вычетом части долга, конвертированного в Roll-up (облигации, выданные в качестве компенсации за кредитование рабочего капитала Мрии) и непокрытая составляющая залоговых кредитов, будут конвертированы в два разных заемных инструмента на общую сумму порядка 880 млн. \$. Первый - приоритетный долг на 93 млн. \$ со сроком погашения в июне 2023 года, условия которого предусматривают постепенное увеличение ставки до 10% к июлю 2018 и амортизацию начиная с января 2019. Второй, выпущенный на остальную сумму, является гибридной бумагой эквивалентной доле в акционерном капитале (выплаты будут происходить после погашения остальных долгов в основном за счет свободных денежных средств на балансе и потенциальных поступлений от IPO и продажи активов). Согласно опубликованному графику, юридическое оформление сделки произойдет в 1 кв. 2017 года. В качестве премии за согласие, компания предоставит кредиторам возможность конвертировать часть долга в приоритетный на общую сумму до 1.8 млн. \$. Руководство Мрии отметило, что по их оценкам, держатели необеспеченных обязательств смогут вернуть порядка 25-45% от изначальной суммы в течение 4-7 лет, без учета возможных доходов от потенциальных судебных исков к бывшим собственникам компании.

Наш взгляд: Мы рассматриваем предварительное соглашение между кредиторами как положительную новость для держателей облигаций Мрии, ввиду потенциальной возможности увеличить возмещение средств за счет операционной деятельности компании. В то же время, нам кажется, что даже с учетом реструктуризации, эмитент может оказаться перегруженным долговыми обязательствами и столкнется с высоким риском ликвидации по причине ограниченного доступа к капиталу. По нашим оценкам средний показатель EBITDA на гектар Мрии реалистично составит не более 200 \$ в год, что указывает на соотношение чистого долга к EBITDA на уровне 15, даже если предположить, что все 180 тыс. га будут обрабатываться (обязательства компании должны составить порядка 560 млн. \$, учитывая 230 млн. \$ гарантий, выданных предыдущими собственниками связанным лицам). В целом, мы ожидаем более подробную информацию о сделке и о состоянии остальных обязательств на балансе Мрии для окончательных выводов, поскольку именно эти факторы определяют возможность компании генерировать дополнительные денежные потоки для инвесторов в Еврооблигации.

Условия реструктуризации долгов Мрии



(1) Без учета рабочего капитала и обязательств по лизингу

(2) В зависимости от предоставления дополнительных 5 млн. \$ рабочего капитала

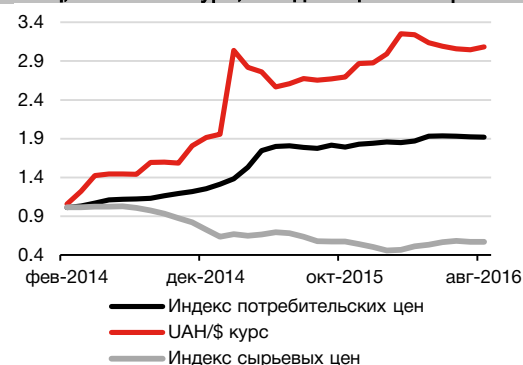
(3) Часть необеспеченного долга кредиторов, поучаствовавших в предоставлении дополнительного рабочего капитала компании, было конвертировано в облигации Roll-up в качестве компенсации

Источник: данные компании, Adamant Capital

В августе индекс потребительских цен снизился на 0.3% м/м, оказавшись на 8.4% выше прошлогоднего уровня, согласно официальным данным ГССУ. Продовольственная корзина (около 50% индекса) подешевела на 1.0% по сравнению с июлем главным образом по причине падения цен на овощи на 10.6%. Также снизились цены на одежду и обувь (-3.3% м/м), в то время как цены на алкогольные напитки и табачные изделия выросли на 2.4% (скорее всего вследствие повышения акцизных ставок в этом году).

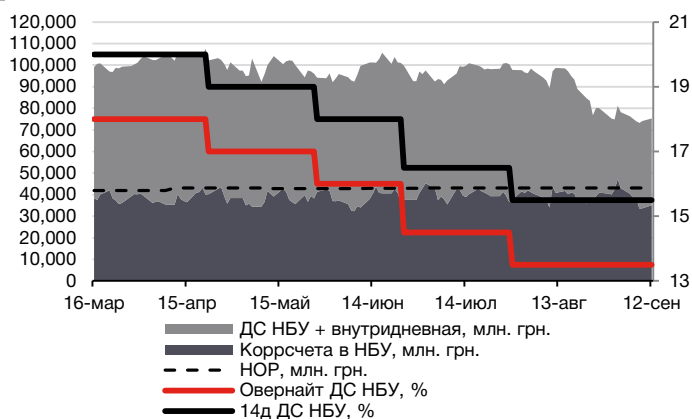
Наш взгляд: Официальный уровень инфляции оказался немного ниже наших прогнозов в силу перевеса факторов сезонности над эффектом девальвации гривны (на 1.2% м/м), влияние которого мы несколько переоценили. В следующем месяце мы прогнозируем значительный рост ИПЦ вследствие повышения тарифов на электричество, сезонного роста цен на фрукты, овощи, одежду и обувь, и дальнейшего ослабление курса (7% м/м на сегодня). Учитывая результаты индекса в августе, мы немного снижаем наш среднегодовой прогноз инфляции с 13.7% до 13.3%.

ИПЦ, обменный курс, и индекс цен на сырье

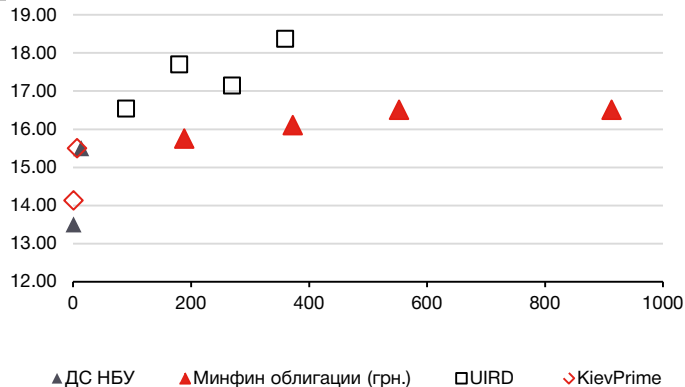


Источник: ГССУ, МВФ, Adamant Capital

Приложение

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


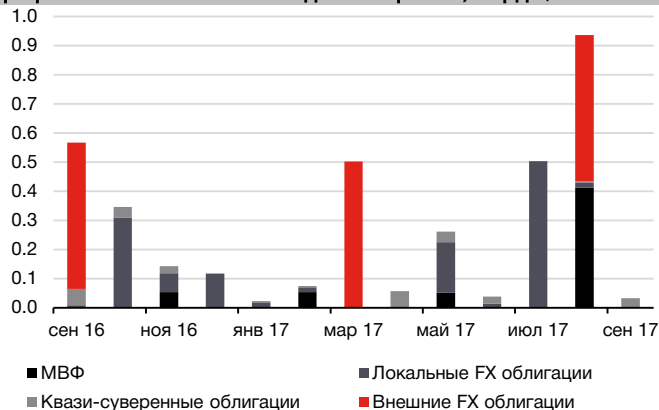
Источник: НБУ, Adamant Capital

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


Источник: НБУ, Bloomberg, Adamant Capital

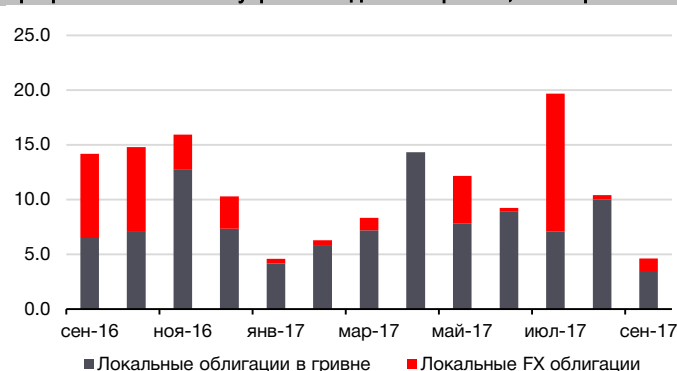
Ликвидность локального рынка (сумма коррсчетов в НБУ, депозитных сертификатов и других внутридневных изменений) снизилась на 1.0 млрд. грн. до 75.3 млрд. грн. за неделю. 13 сентября Министерство финансов провело аукцион по размещению ОВГЗ на общую сумму 30 млн. грн. со сроком погашения в 2021 году. Средняя доходность составила 16.00%.

Межбанковский курс грн./\$ на этой неделе немного укрепился, открывшись в начале недели на отметке 26.78 и закрывшись к концу на уровне 26.63. Ревальвация составила 0.6%

График погашения внешнего долга Украины, млрд. \$


Квази-суверенный долг включает тело и проценты облигации государственных банков, Укрзалізничці и муниципалитетов

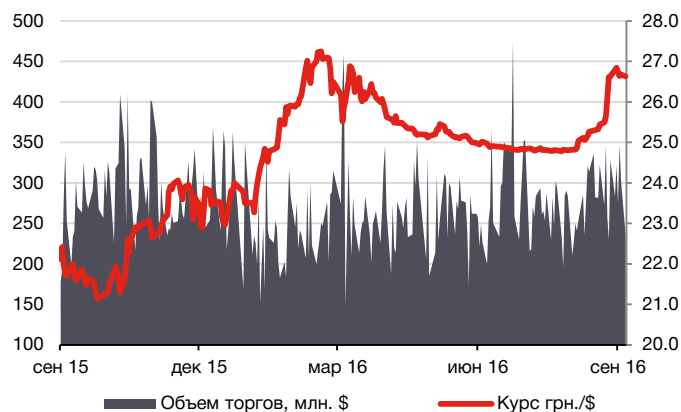
Источник: Bloomberg, Adamant Capital

График погашения внутреннего долга Украины, млн. грн.


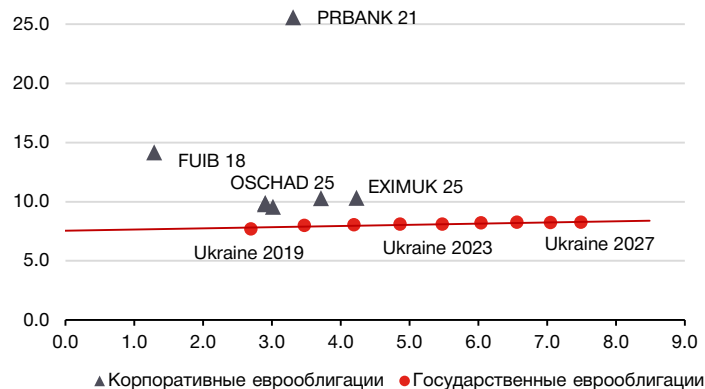
По курсу грн./\$ на уровне 25; EUR/\$ курс на уровне 1.15

Источник: Минфин

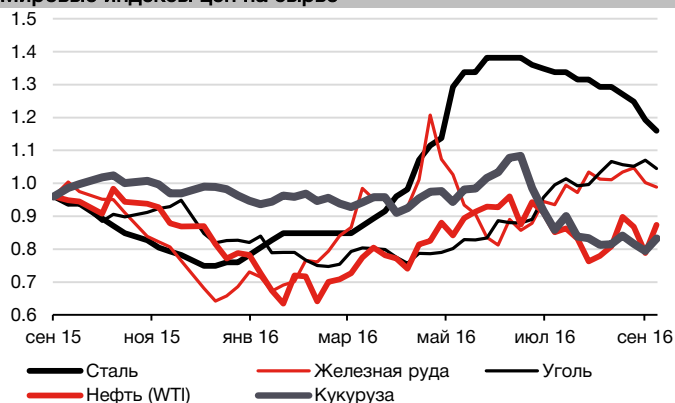
Курс валюты (пш) и объем межбанковских торгов (лш)



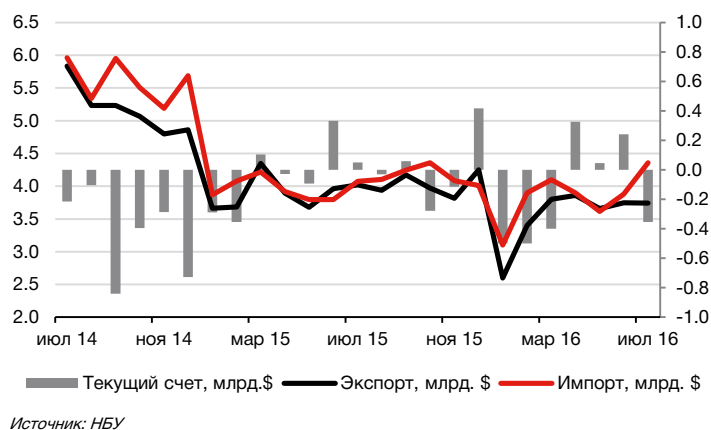
Еврооблигации: доходность (% лш) и дюрация (г, пш)



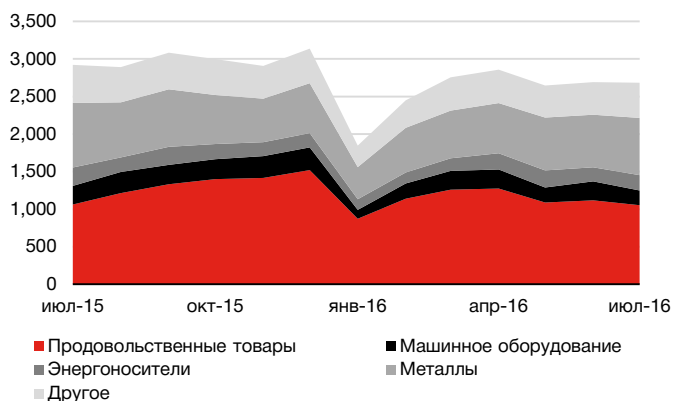
Мировые индексы цен на сырье



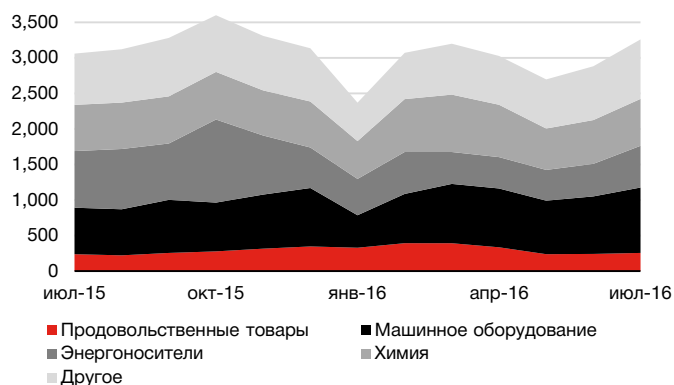
Внешняя торговля (лш) и баланс текущих операций (пш)



Распределение экспорта Украины за 12м, млн. \$



Распределение импорта Украины за 12м, млн. \$



Основные макроэкономические показатели								
	2014	2кв15	3кв15	4кв15	2015	1кв16	2кв16	2016П
Рост реального ВВП, г./г. %	-1.6%	-14.7%	-7.2%	-1.4%	-9.9%	0.1%	1.3%	1.0%
Номинальный ВВП, млрд. грн.	1,567	455	564	585	1,979	453	411	2,273
Номинальный ВВП, млрд. \$	132	21	25	25	90	18	16	89
Рост дефлятора ВВП, г./г. % ¹	14.8%	42.0%	40.0%	33.9%	40.2%	20.5%	8.1%	13.7%
ИПЦ (средний за период), г./г. %	12.1%	58.9%	53.3%	45.4%	48.5%	38.8%	8.1%	13.7%
ИПЦ (на конец периода), г./г. %	24.9%	57.5%	51.9%	43.3%	43.3%	32.7%	6.9%	8.9%
Дефицит бюджета, % ВВП ^{1,2}	-4.6%	-0.4%	3.6%	-10.8%	-1.6%	-0.1%	-3.3%	-2.9%
Широкий дефицит бюджета, % ВВП ³	-13.6%	-10.3%	1.7%	-10.8%	-5.8%	-0.1%	нд	-3.7%
Государственный долг, % ВВП	52%	84.2%	82.8%	79.4%	79.4%	76.4%	83%	78.0%
Внешний государственный долг, % ВВП ⁴	31%	42.2%	49.2%	47.8%	47.8%	50.0%	нд	52.3%
Общий внешний долг, млрд. \$	137.1	125.7	125.1	125.1	118.7	117.4	нд	130.0
Экспорт товаров и услуг, млрд. \$	68.5	11.6	12.3	12.2	47.8	9.9	11.3	48.0
Импорт товаров и услуг, млрд. \$	73.8	11.7	12.7	12.9	49.5	11.0	11.4	49.5
Сальдо торгового баланса, млрд. \$	-5.3	-0.1	-0.4	-0.7	-1.7	-1.1	-1.5	0.5
Текущий счет, млрд. \$	-5.3	0.3	0.2	-0.3	-0.2	-1.0	0.9	0.5
Капитальный и финансовый счет, млрд. \$	8.0	-0.2	-1.0	-1.1	-0.6	0.6	0.3	1.5
Резервы НБУ, млрд. \$	7.5	10.3	12.8	13.3	13.3	13.5	14.0	17.9
Средний курс на межбанке, грн./\$ ⁵	11.9	21.8	22.4	22.9	21.9	25.8	25.2	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	7.7	100.2	-0.5	2.7	1,743	USD	
Украина 2023	7.8	Сен-23	8.1	98.2	-0.8	5.5	1,355	USD	
Украина 2027	7.8	Сен-27	8.2	96.5	-1.0	7.5	1,307	USD	
МХП 2020	8.3	Апр-20	9.5	96.2	0.2	3.0	750	USD	
ДТЭК 2018 (7.875)	7.9	Апр-18	-	64.4	0.9	-	793	USD	
ДТЭК 2018 (10.375)	10.4	Мар-18	-	64.5	0.9	-	156	USD	
Феррэкспо 2019	10.4	Апр-19	12.4	95.7	0.1	1.8	160	USD	
Метинвест 2016	10.3	Май-16	-	75.3	0.3	-	89	USD	
Метинвест 2017	10.5	Ноя-18	-	74.9	0.5	-	304	USD	
Метинвест 2018	8.8	Фев-18	-	75.2	0.6	-	795	USD	
Укрлендфарминг 2018	10.9	Мар-18	117.1	30.0	0.0	1.4	521	USD	
Авангард 2018	10.0	Окт-18	142.8	14.8	-0.2	1.8	213	USD	
ПУМБ 2018	11.0	Дек-18	14.2	93.9	3.9	1.3	197	USD	
ПриватБанк 2018 (10.250)	10.3	Янв-18	24.5	84.4	0.9	0.8	200	USD	
ПриватБанк 2018 (10.875)	10.9	Фев-18	28.4	80.2	0.3	1.4	175	USD	
ПриватБанк 2021	11.0	Фев-21	25.6	62.8	0.3	3.3	220	USD	
Ощадбанк 2023	9.4	Мар-23	9.9	97.7	-0.2	2.8	700	USD	
Ощадбанк 2025	9.6	Мар-25	10.3	96.4	-0.1	3.7	500	USD	
Укрэксимбанк 2022	9.6	Апр-22	9.8	99.4	-0.1	2.9	750	USD	
Укрэксимбанк 2025	9.8	Янв-25	10.3	96.9	-0.3	4.3	600	USD	
Укрэализныця 2021	9.9	Сен-21	10.4	96.4	0.9	2.7	500	USD	

Данные на 13 сентября, 2016

Источник: Bloomberg

Календарь событий на 2 недели		
Событие	Тип даты	Дата
ГССУ – месячная статистика по сельхозпроизводству	Точная	15-Сен
ГССУ – статистика ВВП за квартал	Точная	19-Сен
ГССУ – месячная статистика по транспорту	Точная	20-Сен
ГССУ – месячная статистика по товарообороту	Точная	20-Сен
ГССУ – месячная статистика по промпроизводству	Точная	21-Сен
ДТЭК –операционные и финансовые результаты за 1п16	Точная	23-Сен
НБУ – месячная статистика по платежному балансу	Индикативная	27-Сен

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

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 копирована или воспроизведена без предварительного согласия Adamant Capital.