

Еженедельный обзор

- В сентябре дефицит текущего счета платежного баланса составил 875 млн. \$, в то время как финансовый счет закрылся с профицитом в 1.3 млрд. \$
- НБУ снизил учетную ставку на 1.0 пп до 14%
- В августе скорректированная EBITDA Метинвеста сократилась на 10% м/м
- Компания ДТЭК объявила предварительные условия реструктуризации еврооблигаций
- За 9мес16 дефицит консолидированного бюджета составил 2.0% от ВВП, а широкий дефицит 3.2%

В сентябре дефицит текущего счета платежного баланса составил 875 млн. \$, в то время как финансовый счет закрылся с профицитом в 1.3 млрд. \$. Совокупный объем экспорта товаров и услуг сократился на 1% м/м и на 5% г/г, продемонстрировав наиболее значительное годовое падение в продукции пищевой, энергетической и химической промышленности (мировые цены на нефть и зерно снизились примерно на 11-22% за период). Импорт уменьшился на 3% м/м, но в то же время вырос на 7% г/г в основном в связи с динамикой поставок техники и продукции машиностроения (в сентябре сократились закупки сельскохозяйственного оборудования, но общая цифра по всем товарным группам за 12 месяцев выросла на 21% г/г). Кроме того, существенно повлияла на текущий счет полугодичная купонная выплата по суверенным Еврооблигациям. Профицит финансового счета был вызван притоком в сумме 1.0 млрд. \$ от размещения внешнего долга, гарантированного правительством США, а также продажей наличной валюты населением (около 470 млн. \$). Мы оцениваем общий отток внешнего финансирования частного сектора в размере 384 млн. \$ (включает торговые кредиты).

Наш взгляд: Скорректированный на стоимость купонной выплаты по Еврооблигациям (500 млн.\$) и импорта газа (300 млн.\$), дефицит текущего счета в сентябре составил всего 75 млн.\$.

Предполагая, что данная тенденция продолжится (по нашим расчетам импорт газа в 4кв16 составит 3 млрд. м³ по цене 200 \$/м³), мы повышаем наш прогноз дефицита счета текущих операций на конец 2016 года с 2.2 млрд. \$ до 2.4 млрд. \$ (с учетом обновленных данных за предыдущие периоды). Наша оценка по резервам НБУ в декабре остается на уровне 16.9 млрд. \$, благодаря коррекции ожиданий по объему продаж наличной валюты населением в сторону повышения.

НБУ снизил учетную ставку на 1.0 пп до 14%. Согласно пресс-релизу, изменение стало возможным благодаря сохранению ценовой стабильности в сентябре (рост ИСЦ за год составил 7.9%), что посодействовало регулятору в достижении целевого показателя инфляции к концу 2016 года равному 12±3%.

Наш взгляд: Снижение произошло в соответствии с нашими прогнозами, а главной причиной принятия решения, по нашему мнению, послужило укрепление гривны на межбанковском рынке в октябре, поскольку в условиях ограниченного кредитования, именно волатильность обменного курса является основным инфляционным риском. Несмотря на нормальную форму кривой доходности, мы ожидаем дальнейшего снижения ставки на 0.5-1.0 пп после следующего заседания Правления НБУ (запланировано на 8 декабря).

Показатели платежного баланса, млн. \$

	сен.16	сен.15	сен.14	сен.13	сен.12
Экспорт:	3,989	4,211	5,231	7,083	7,558
м/м	-1%	6%	0%	-4%	-3%
г/г	-5%	-19%	-26%	-6%	3%
Импорт:	4,579	4,281	5,953	9,397	8,335
м/м	-3%	3%	12%	7%	-6%
г/г	7%	-28%	-37%	13%	0%
ТБ ¹ :	-590	-70	-722	-2,314	-777
м/м	82	99	-615	-865	288
г/г	-520	652	1,592	-1,537	204
CA ² приток:	-875	145	-840	-2,498	-1,141
м/м	-461	106	-737	-691	333
г/г	-1,020	985	1,658	-1,357	-59
FA ³ приток:	1,343	198	476	2,394	36
м/м	926	-268	419	792	-2,050
г/г	1,145	-278	-1,918	2,358	1,000
BoP ⁴ приток:	474	347	-360	-105	-1,103
м/м	458	-166	-318	127	-1,719
г/г	127	707	-255	998	939
Инвестиции ⁵ :	-384	195	177	739	818

(1) Торговый баланс

(2) Счет текущих операций

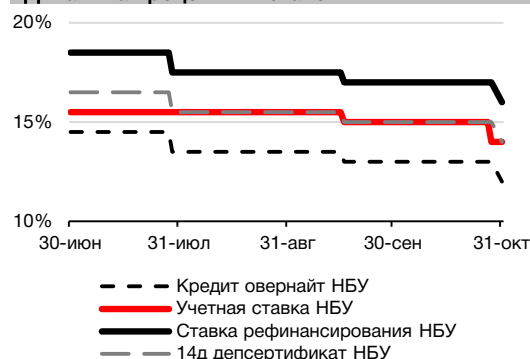
(3) Счет финансовых операций

(4) Платежный баланс

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

Источник: НБУ, Adamant Capital

Динамика процентных ставок

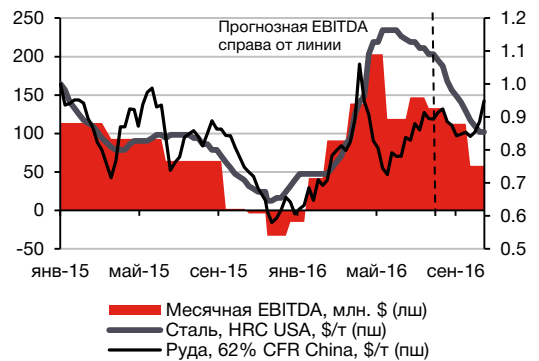


Источник: НБУ

В августе скорректированная EBITDA Метинвеста сократилась на 10% м/м. В абсолютном выражении индикатор снизился на 20 млн. \$ м/м, составив 113 млн. \$ (включительно с доходами от совместных предприятий). Операционный денежный поток увеличился на 130 млн. \$ до 175 млн. \$ прежде всего в силу уменьшения размера рабочего капитала на 64 млн. \$ (в июле вырос до 75 млн. \$). Чистый денежный поток увеличился на 131 млн. \$ до 153 млн. \$.

Наш взгляд: Нас несколько удивил масштаб снижения доходов в августе, поскольку EBITDA/т стали в этом месяце сократилась больше чем ее средняя цена реализации (-31 \$/т м/м против -16 \$/т). Учитывая продолжение негативной динамики мировых индексов на черные металлы, мы продолжаем ожидать уменьшения доходов компании в 4кв16. Тем не менее, общий показатель EBITDA за 2016 должен составить порядка 1.2 млрд. \$ (в 2.3 раза больше чем в 2015 году), что, в свою очередь, сократит индикатор долговой нагрузки до 2.0. В целом, мы сохраняем рекомендацию по бумагам эмитента на отметке “покупать”, ожидая позитивную реакцию рынка на успешную реструктуризацию, но отмечаем, что рост цены может быть ограничен ухудшением финансовых показателей в ближайших периодах.

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

Компания ДТЭК объявила предварительные условия реструктуризации еврооблигаций. Согласно опубликованной презентации, эмитент достиг соглашения с комитетом кредиторов по следующим пунктам: 1) слияние всех выпущенных облигаций в один выпуск, который будет погашен равными частями (по 50%) в декабре 2023 и 2024 годов; 2) новая ставка купона в размере 10.5% (выплачивается частично по схеме PIK), 3) плата за согласие равная 1% от номинала и 4) положения, ограничивающие расходы компании на капитальные затраты и выплату дивидендов. ДТЭК также опубликовала прогнозные значения EBITDA на 2016 и 2017 года в размере 553 млн. \$ и \$ 791 млн. \$, соответственно.

Наш взгляд: Мы оставляем нашу рекомендацию по облигациям ДТЭК на отметке “держат”. По нашим расчетам, при ставке дисконтирования равной 15% (5% спрэд к текущей доходности облигаций Ferrexpo и государственных банков, отражающий повышенные риски эмитента в связи с его зависимостью от административного ресурса), справедливая стоимость долговых бумаг с учетом условий реструктуризации составляет 78% от номинала, что указывает на ограниченный потенциал роста от нынешнего рыночного уровня. В то же время, мы отмечаем, что наша оценка очень чувствительна к изменению ставки дисконтирования (при 13% справедливая стоимость повышается до 87% от номинала), что указывает на потенциально резкие скачки в цене при условии изменения восприятия рисков эмитента кредиторами. Наконец, мы обращаем внимание на то, что наша оценка бумаг ДТЭК может улучшиться, если компании действительно удастся достичь опубликованных прогнозов менеджмента по EBITDA на 2016 год (наши нынешние ожидания примерно на 20% меньше).

За 9мес16 дефицит консолидированного бюджета составил 2.0% от ВВП, а широкий дефицит 3.2%. Доходы и расходы сводного бюджета увеличились на 12% г/г до 525 млрд. грн и на 29% г/г до 557 млрд. грн, превысив изначальный план на 8% и 12%, соответственно. Докапитализация государственных банков (через дополнительную эмиссию ОВГЗ) составила 14.3 млрд. грн, а выдача суверенных гарантий ограничилась 5.3 млрд. грн.

Наш взгляд: В целом по итогам 9 месяцев размер сводного дефицита (2.0%) находится на удовлетворительном уровне, не превысив целевые показатели на сентябрь, прописанные в новом меморандуме с МВФ. Также осталась почти не исчерпанной сумма, согласована на дофинансирование государственных банков и Фонда гарантирования вкладов (166 млрд. грн). В то же время, некоторую обеспокоенность вызывают прогнозы, составленные Казначейской службой на конец 2016 года, которые предусматривают консолидированный дефицит на уровне 95 млрд. грн против целевых 85 млрд. грн в меморандуме (могут быть пересмотрены в течение следующих нескольких месяцев).

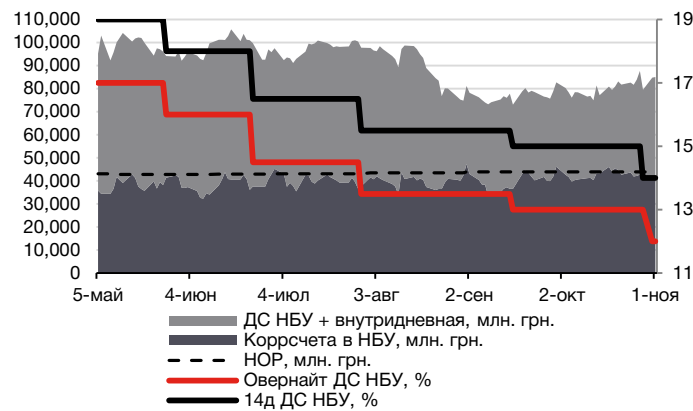
Сводный бюджет за 9мес16, млрд. грн

	9м16	План	Ф/П	9м15	г/г
Доходы	525	488	8%	468	12%
НДС	168	164	2%	130	29%
Налог на прибыль	40	35	13%	32	27%
Акцизы	65	58	12%	45	44%
НДФЛ	98	73	33%	70	40%
Рента	31	43	-28%	23	32%
Импортные пошлины	14	14	2%	27	-48%
Местные налоги	30	17	79%	19	55%
Неналоговые доходы	35	65	-46%	105	-67%
Расходы	557	499	12%	433	29%
Обслуживание долга	77	71	7%	61	25%
Государствен. функции	101	98	0%	82	23%
Оборона	40	43	-6%	33	23%
Безопасность и суды	45	42	8%	35	29%
Эконом. деятельность	36	36	0%	32	11%
Коммунальное хозяйство	9	6	66%	7	29%
Медицина	47	35	33%	45	3%
Образование	88	70	0%	76	15%
Социальное обеспечение	177	158	12%	110	61%
Другое	14	11	22%	13	7%
Дефицит бюджета	32			-35	
% ВВП	2.0%			2.5%	
ОВГЗ на Нефтегаз	0			30	
ОВГЗ на банки и ФГВ	14			29	
Гарантированный долг	5			0	
Широкий дефицит ¹	52			24	
% ВВП	3.2%			1.7%	

(1) Широкий дефицит включает в себя: сводный дефицит бюджета; дополнительную эмиссию ОВГЗ на докапитализацию государственных банков, финансирование Фонда гарантирования вкладов и Нефтегаза; гарантированный государством долг.
Источник: Государственная казначейская служба Украины, НБУ, Adamant Capital

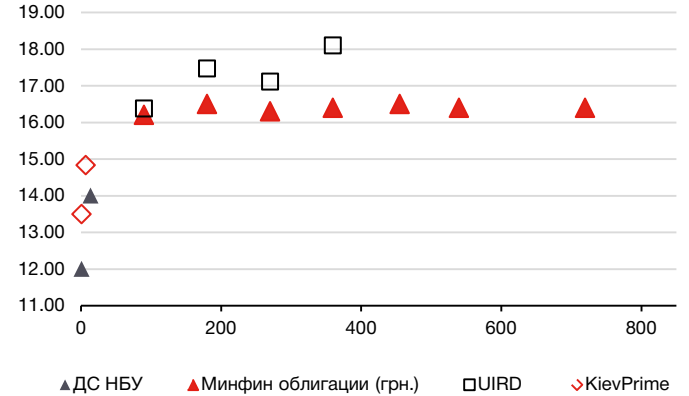
Приложение

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



Источник: НБУ, Adamant Capital

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

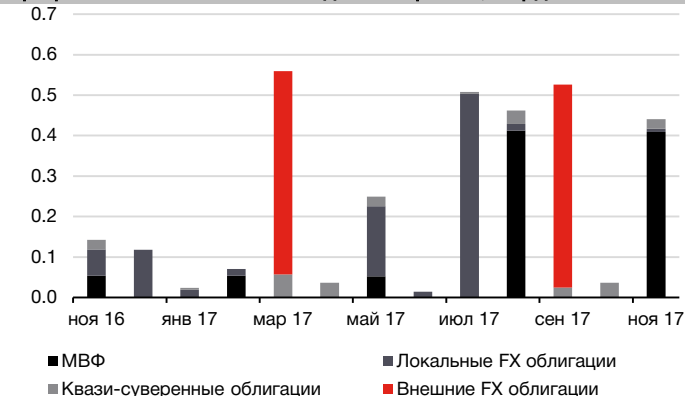


Источник: НБУ, Bloomberg, Adamant Capital

Ликвидность локального рынка (сумма коррсчетов в НБУ, депозитных сертификатов и других внутридневных изменений) увеличилась на 3.4 млрд. грн до 85.0 млрд. грн за неделю. 1 ноября Министерство финансов провело аукцион по размещению ОВГЗ со сроками погашения в 2017 и 2021 годах и средней доходностью 15.20-16.10%, соответственно. В результате единственная поданная со стороны банков заявка не была удовлетворена.

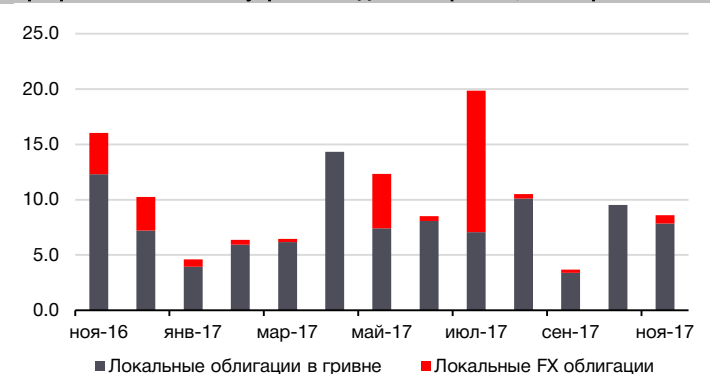
Межбанковский курс грн/\$ на этой неделе продолжил укрепляться, открывшись в начале недели на отметке 25.64 и закрывшись к концу на уровне 25.51. Ревальвация составила 0.5%.

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



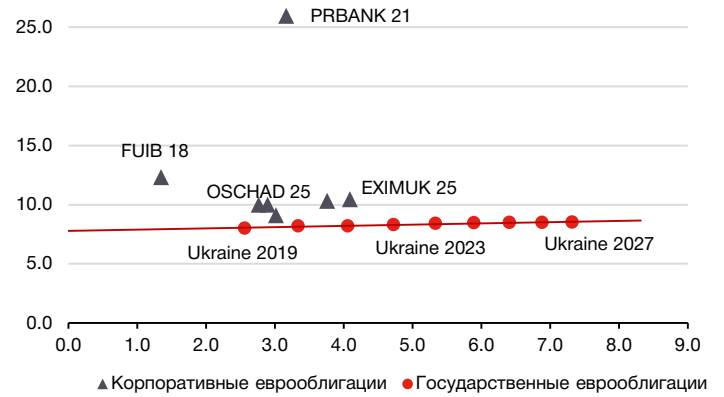
По курсу грн/\$ на уровне 25; EUR/\$ курс на уровне 1.15

Источник: Минфин

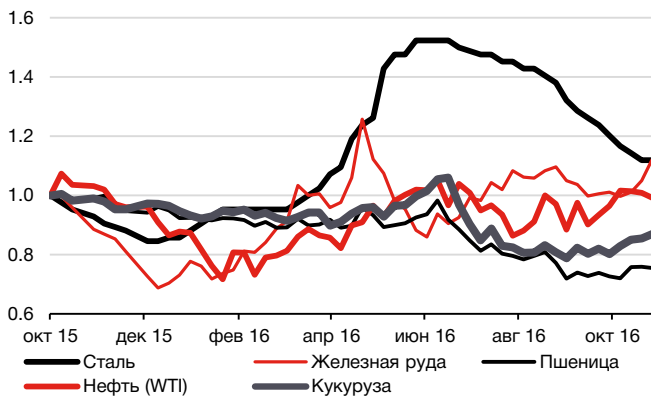
Курс валюты (пш) и объем межбанковских торгов (лш)



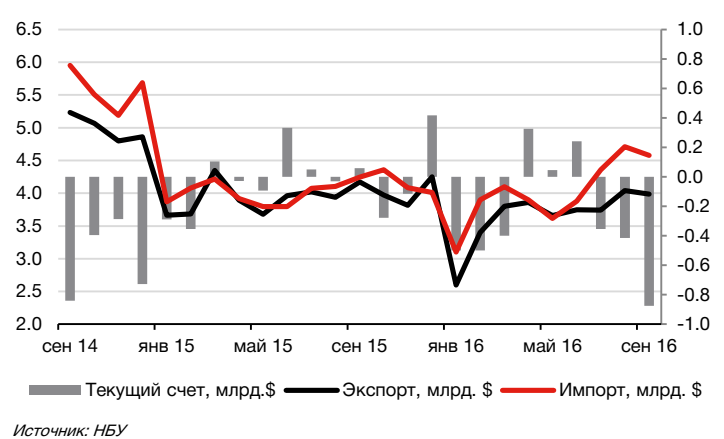
Еврооблигации: доходность (% лш) и дюрация (г, пш)



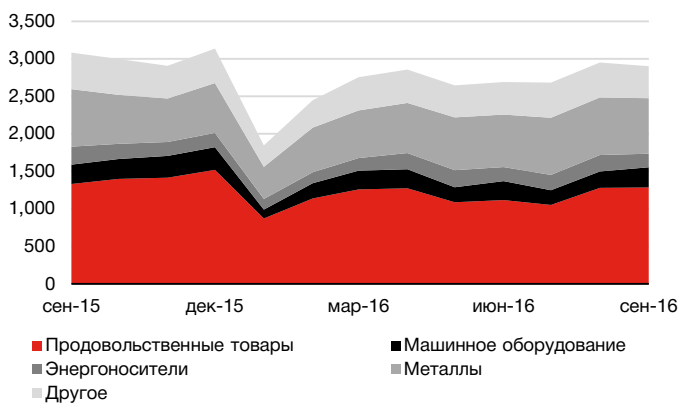
Мировые индексы цен на сырье



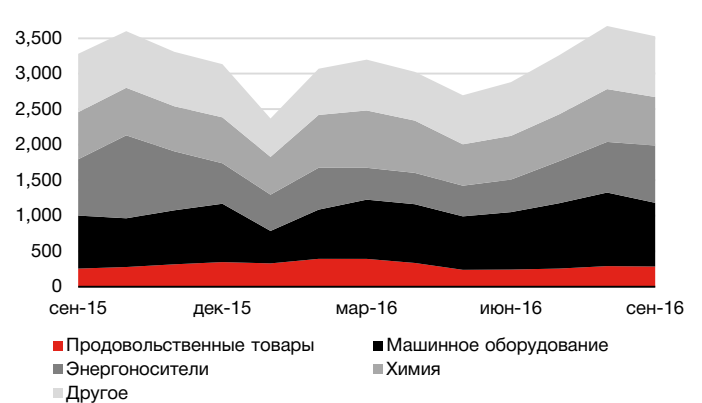
Внешняя торговля (лш) и баланс текущих операций (пш)



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%	1.2%
Номинальный ВВП, млрд. грн	1,567	455	564	585	1,979	453	532	2,273
Номинальный ВВП, млрд. \$	132	21	25	25	90	18	21	89
Рост дефлятора ВВП, г./г. % ¹	14.8%	42.0%	40.0%	33.9%	40.2%	20.5%	15.2%	13.3%
ИПЦ (средний за период), г./г. %	12.1%	58.9%	53.3%	45.4%	48.5%	38.8%	8.1%	13.3%
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%	-2.6%	-2.9%
Широкий дефицит бюджета, % ВВП ³	-13.6%	-10.3%	1.7%	-10.8%	-5.8%	-0.1%	-2.6%	-3.7%
Государственный долг, % ВВП	52%	84.2%	82.8%	79.4%	79.4%	76.4%	78%	78.0%
Внешний государственный долг, % ВВП ⁴	31%	42.2%	49.2%	47.8%	47.8%	50.0%	49.4%	52.3%
Общий внешний долг, млрд. \$	137.1	125.7	125.1	125.1	118.7	117.4	115.0	130.0
Экспорт товаров и услуг, млрд. \$	68.5	11.6	12.3	12.2	47.8	9.9	11.3	43.1
Импорт товаров и услуг, млрд. \$	73.8	11.7	12.7	12.9	49.5	11.0	11.4	46.4
Сальдо торгового баланса, млрд. \$	-5.3	-0.1	-0.4	-0.7	-1.7	-1.1	-1.5	-4.6
Текущий счет, млрд. \$	-5.3	0.3	0.2	-0.3	-0.2	-1.0	0.9	-2.4
Капитальный и финансовый счет, млрд. \$	8.0	-0.2	-1.0	-1.1	-0.6	0.6	0.3	2.2
Резервы НБУ, млрд. \$	7.5	10.3	12.8	13.3	13.3	13.5	14.0	16.9
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	Рекомендация	Купон	Погашение	Доходность	Bid	Δ неделя	Дюрация, г.	Объем, млн. \$	Валюта	
Украина 2019	Держать	7.8	Сен-19	8.0	99.4	-1.0	2.6	1,743	USD	
Украина 2023	Держать	7.8	Сен-23	8.4	96.7	-1.5	5.3	1,355	USD	
Украина 2027	Держать	7.8	Сен-27	8.5	94.6	-1.6	7.3	1,307	USD	
МХП 2020	Покупать	8.3	Апр-20	9.1	97.6	-0.2	3.0	750	USD	
ДТЭК 2018 (7.875)	Держать	7.9	Апр-18	-	79.2	5.2	-	793	USD	
ДТЭК 2018 (10.375)	Держать	10.4	Мар-18	-	78.2	3.3	-	156	USD	
Феррэкспо 2019	Продавать	10.4	Апр-19	10.2	100.4	0.0	1.8	160	USD	
Метинвест 2016	Покупать	10.3	Май-16	-	86.1	1.4	-	89	USD	
Метинвест 2017	Покупать	10.5	Ноя-18	-	85.5	2.0	-	304	USD	
Метинвест 2018	Покупать	8.8	Фев-18	-	84.8	1.3	-	795	USD	
Укрлендфарминг 2018	Продавать	10.9	Мар-18	125.0	32.0	0.0	1.3	521	USD	
Авангард 2018	Продавать	10.0	Окт-18	109.7	23.3	0.0	1.8	213	USD	
ПУМБ 2018	Держать	11.0	Дек-18	12.3	97.6	0.0	1.3	197	USD	
ПриватБанк 2018 (10.250)	Держать	10.3	Янв-18	27.2	83.4	-2.2	0.7	160	USD	
ПриватБанк 2018 (10.875)	Держать	10.9	Фев-18	26.9	83.0	-1.7	1.2	175	USD	
ПриватБанк 2021	Держать	11.0	Фев-21	25.9	62.7	-0.4	3.2	220	USD	
Ощадбанк 2023	Покупать	9.4	Мар-23	10.0	97.2	-0.3	2.8	700	USD	
Ощадбанк 2025	Покупать	9.6	Мар-25	10.3	96.3	-0.3	3.8	500	USD	
Укрэксимбанк 2022	Держать	9.6	Апр-22	10.0	98.5	-0.3	2.9	750	USD	
Укрэксимбанк 2025	Держать	9.8	Янв-25	10.4	96.2	-0.4	4.1	600	USD	
Укрзализныця 2021	Держать	9.9	Сен-21	10.9	96.1	-0.5	2.8	500	USD	
Мрия 2018	-	9.5	Апр-18	-	6.8	-0.1	-	400	USD	

Данные на 1 ноября 2016

Источник: Bloomberg

Календарь событий на 2 недели		
Событие	Тип даты	Дата
НБУ – статистика по международным резервам	Индикативная	7-Ноя
ГССУ – месячная статистика по инфляции	Точная	8-Ноя
ГССУ – предварительная оценка реал. ВВП за 3кв16	Точная	14-Ноя
ГССУ – месячная статистика по сельхозпроизводству	Точная	15-Ноя
МХП – финансовые результаты за 3кв и 9мес 2016	Точная	16-Ноя

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 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.