

Еженедельный обзор

- Итоги визита миссии МВФ: Украине нужно больше времени для реализации реформ
- Агентство Fitch повысило РДЭ для МХП, Ощадбанка и Укрэксимбанка с “ССС” до “В-”
- Финансовые результаты МХП в 3кв16: EBITDA скорректированная на переоценку биологических активов выросла на 6% г/г до 119 млн \$
- Компания ДТЭК несколько улучшила условия реструктуризации еврооблигаций и опубликовала операционные результаты за 3кв16

Итоги визита миссии МВФ: Украине нужно больше времени для реализации реформ. Согласно пресс релизу, фонд рекомендует властям продолжать концентрировать усилия на реорганизации сектора государственных предприятий, улучшении бизнес-среды, борьбе с коррупцией, обеспечении экономических оснований для повышения заработных плат, поддержании умеренного уровня дефицита бюджета и роста инфляции, восстановлении финансовой системы, и оживлении банковского кредитования. Отдельно, министр финансов Данилюк заявил, что парламент должен проголосовать за четыре законопроекта для выполнения структурных ориентиров, прописанных в меморандуме с МВФ. Они включают в себя реформы пенсионной системы, рынка земли, государственных банков, а также подготовку плана приватизации государственных предприятий.

Наш взгляд: Итоги визита миссии делают практически невозможным получение следующего транша от МВФ до конца года и повышают вероятность последующих отсрочек, учитывая, что для выполнения структурных ориентиров на декабрь властям нужно затронуть острые социальные вопросы (например, увеличение пенсионного возраста). Мы понижаем наш прогноз международных резервов на конец 2016 года на 1.3 млрд \$ до 15.6 млрд \$.

Агентство Fitch повысило долгосрочные рейтинги дефолта эмитента (РДЭ) для МХП, Ощадбанка и Укрэксимбанка с “ССС” до “В-”, в связи с соответствующим повышением странового потолка. Согласно пресс-релизам, прогнозы по долгосрочным РДЭ были установлены как “стабильный” для банков и “негативный” для МХП. По мнению Fitch финансовое состояние МХП демонстрирует слабую позицию ликвидности, высокий валютный риск и риск рефинансирования, а также приближение уровня долговой нагрузки к условному максимуму прописанному в проспекте эмиссии.

Наш взгляд: Мы считаем, что данная новость не повлияет на котировки облигаций вышеуказанных эмитентов, поскольку была вполне ожидаемой после повышения рейтинга Украины на прошлой неделе. Негативный прогноз по МХП вызывает у нас некоторое удивление, поскольку, по нашим расчетам, долговая нагрузка компании все еще далека от ковенанты указанной в меморандуме (чистый долг к 12 месячной EBITDA может дойти до 3.5, с учетом дополнительно разрешенных 180млн \$), а устойчивость доходов к девальвации национальной валюты была продемонстрирована результатами последних двух лет.

Финансовые результаты МХП в 3кв16: EBITDA скорректированная на переоценку биологических активов выросла на 6% г/г до 119 млн \$, в то время как маржинальность этого показателя осталась на уровне аналогичного периода 2015 года (32%). Переоценка биологических активов (МСФО 41) в составе опубликованной EBITDA уменьшилась на 18 млн \$, сократив значение последнего до 105 млн \$ (- 9% г/г). Чистая прибыль уменьшилась на 32 млн \$ до -8 млн \$, преимущественно в силу увеличения неоперационных потерь от курсовых разниц (девальвация составила 4%, против 1% ранее). Денежный поток от операционной деятельности увеличился на 44% г/г до 164 млн \$, отразив сокращение инвестиций в рабочий капитал, которое стало возможным благодаря меньшему количеству закупок кормовых культур у третьих лиц. Соотношение чистого долга к скорректированной и опубликованной 12 месячной EBITDA увеличилось на 34% г/г до 3.2 и на 24% г/г до 2.8, соответственно (значение последнего осталось в рамках ограничений прописанных в меморандуме). Во время конференц-звонка менеджмент объявил, что к концу года ожидает, что вклад от сегмента зерна в консолидированную EBITDA составит 130 млн \$ (\$360 /га), расходы на основные фонды вырастут до 100 млн \$, а и сокращение инвестиций в рабочий выйдут на уровень 60 млн \$.

Наш взгляд: В 3кв16 скорректированная EBITDA оказалась на 8.5% ниже нашей прогнозной цифры в основном в силу неожиданно низкого вклада в общий показатель сегмента растениеводства, который в годовом измерении продемонстрировал спад как в маржинальности, так и в объемах продаж третьим лицам. Несмотря на то, что по прогнозам менеджмента данный дивизион должен сгенерировать порядка 130 млн \$ EBITDA к концу года (что возможно, учитывая средний рост урожайности на 20% г/г), мы останавливаемся на более консервативном сценарии и снижаем нашу оценку EBITDA за 2016 год до 395 млн \$ (133 млн \$ за 4кв16). Принимая во внимание, существующий на сегодняшний день, спред между доходностями бумаг эмитента и государственных банков в 100 бп, а также неоднозначность динамики доходов компании в 2017 году (сокращение субсидий по НДС может вполне перекрыть дополнительную прибыль от продаж зерна), мы изменяем нашу рекомендацию по облигациям МХП с “покупать” на “держать”.

Результаты МХП за 3кв16, млн \$ (МСФО)

	3кв16	3кв15	г/г	2кв16	кв/кв
Выручка	369	347	6%	285	30%
EBITDA	105	116	-9%	145	-28%
Переоценка БА ¹	-14	4	нс	70	нс
EBITDA скорр. ²	119	113	6%	75	58%
Птица	83	79	5%	65	28%
Зерно	35	31	13%	8	364%
EBITDA скорр. маржа	32%	32%	0пп	26%	6пп
Курсовые разницы	-51	-35	нс	70	нс
Чистая прибыль	-8	24	нс	165	нс
Маржа по прибыли	-2%	7%	-9пп	58%	-60пп
Чистый долг	1,160	1,106	5%	1,239	-6%
Долг/EBITDA ³	2.8	2.3	24%	2.9	-4%
Долг/скорр. EBITDA ⁴	3.2	2.4	34%	3.5	-8%
OCF ⁵	164	114	44%	64	157%
Сарех ⁶	30	47	-36%	22	36%
FCF ⁷	134	67	100%	42	221%
Выпуск птицы, тыс т	150	142	5%	150	0%
Продажи птицы, тыс т	167	150	11%	149	12%
Цена птицы, грн/кг	30.2	27.6	9%	29.2	3%
Цена птицы, \$/кг	1.20	1.27	-6%	1.16	3%
Земельный банк, тыс га	355	340	4%	355	0%
EBITDA от птицы/кг, \$	0.50	0.53	-5%	0.44	15%

(1) Биологические активы

(2) EBITDA исключая переоценку биологических активов

(3) Соотношение чистого долга к 12 месячному показателю EBITDA

(4) Соотношение чистого долга к скорректированному показателю EBITDA

(5) Денежный поток от операционной деятельности

(6) Капитальные инвестиции

(7) Свободный денежный поток

Источник: данные компании, Adamant Capital

Компания ДТЭК несколько улучшила условия реструктуризации еврооблигаций и опубликовала операционные результаты за 3кв16. Ключевые отличия от октябрьских условий включают: 1) увеличение ставки купона (с 10.50% до 10.75%) и частоты выплат (теперь ежеквартально, а не раз в полгода), 2) замена возможности раннего одобрения на соглашение lock up (держатели не могут продавать бумаги и обязаны утвердительно голосовать на собрании) с соответствующей заменой компенсации с 25 бп до 50бп и сокращением выплаты за согласие со 100 бп до 75 бп, и 3) назначение дополнительного гаранта по кредиту, выданного связанному лицу – DTEK Oil & Gas B.V. (две кредитные линии на общую сумму 500 млн \$ с выплатой в 2023 и 2024 годах). Судебные слушания по данному предложению пройдут 2 декабря, а голосование кредиторов назначено на 19 декабря. Согласно опубликованным операционным показателям, в 3кв16 добыча угля и производство электроэнергии компании увеличились на 13 % и 20% г/г, соответственно. Средний тариф на электроэнергию для ТЭЦ уменьшился в долларовом эквиваленте на 2% г/г, но вырос на 8% кв/кв.

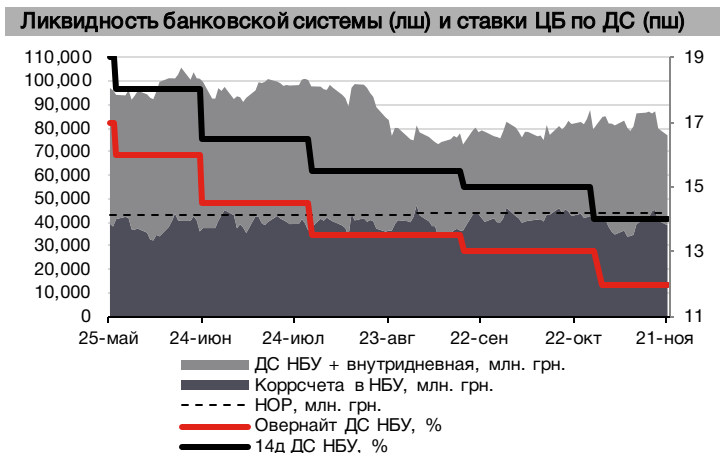
Операционные результаты ДТЭК за 3кв16

	3кв16	3кв15	г/г	2кв16	кв/кв
Добыча угля, млн т	8.4	7.4	13%	6.7	26%
Производство э/э, ТВт	10.7	9.2	16%	8.1	33%
Передача э/э, ТВт	10.7	10.5	2%	10.7	0%
Цена на э/э, грн/мВт-ч ¹	1,143	956	20%	1,015	13%
Цена на э/э, \$/мВт-ч	44.1	44.9	-2%	40.9	8%

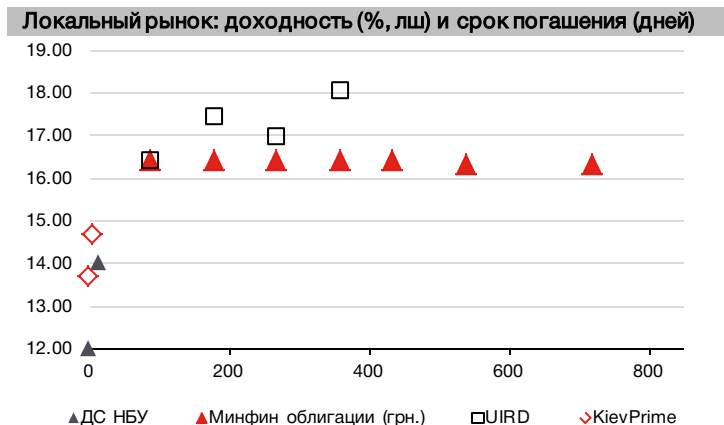
(1) Средняя цена продажи электроэнергии украинских ТЭЦ в оптовый рынок

Наш взгляд: По нашим расчетам, предполагая ставки дисконтирования равными 15% и 13% справедливая стоимость долговых бумаг с учетом вышеуказанных условий обмена составляет 79% и 87%, соответственно. Учитывая, что основные параметры сделки были заранее согласованы с комитетом кредиторов, группы недовольных держателей пока не известны, а 33% от общей суммы уже участвует в lock-up соглашении, мы считаем, что процесс реструктуризации будет успешно завершен. Принимая во внимание увеличение генерации электроэнергии компанией и недавний скачок тарифов для ТЭЦ (средний показатель за октябрь и ноябрь вырос на 50% по сравнению с 3кв16), мы повышаем наш прогноз EBITDA за 2п16 на 20% до \$ 350 млн \$ и меняем рекомендацию на “покупать” с предыдущей “держать”.

Приложение



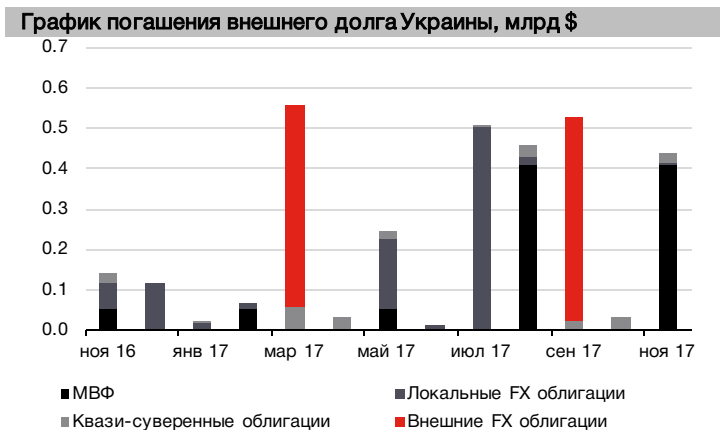
Источник: НБУ, Adamant Capital



Источник: НБУ, Bloomberg, Adamant Capital

Ликвидность локального рынка (сумма коррсчетов в НБУ, депозитных сертификатов и других внутридневных изменений) снизилась на 9.6 млрд грн до 76.9 млрд грн за неделю. 22 ноября Министерство финансов провело аукцион по размещению ОВГЗ на общую сумму 48.8 млн грн со сроком погашения в 2017 году. Средняя доходностью составила 15.20 %.

Межбанковский курс грн/\$ на этой неделе ослаб, открывшись в начале недели на отметке 25.75 и закрывшись к концу на уровне 25.78. Девальвация составила 0.1%.



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

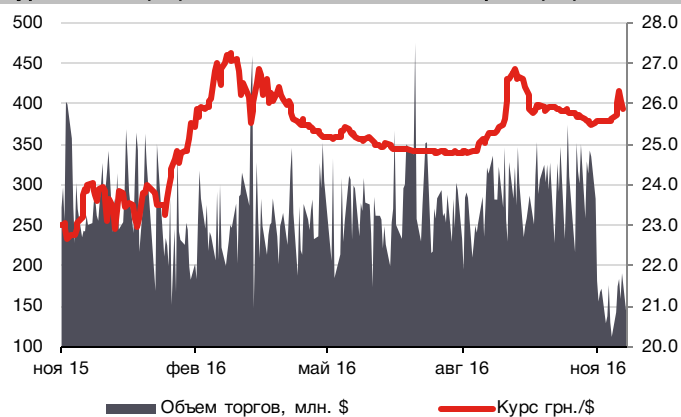
Источник: Bloomberg, Adamant Capital



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

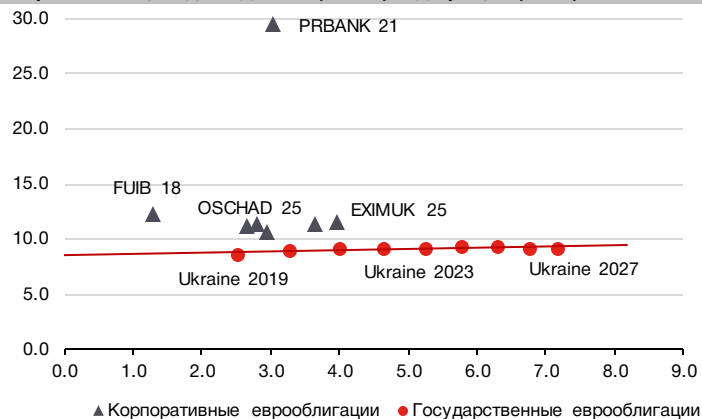
Источник: Минфин

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



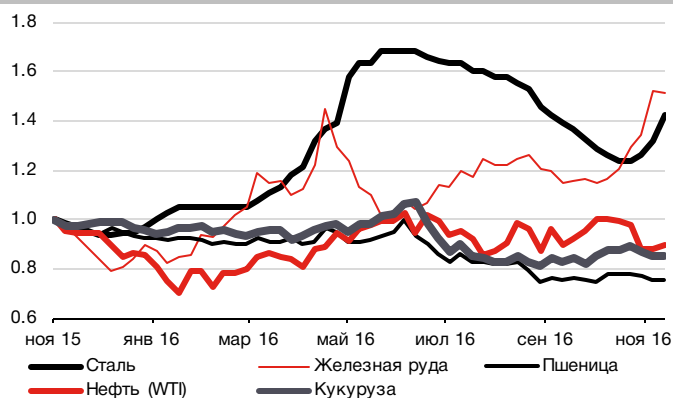
На основе официальных данных межбанковского рынка
Источник: НБУ

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



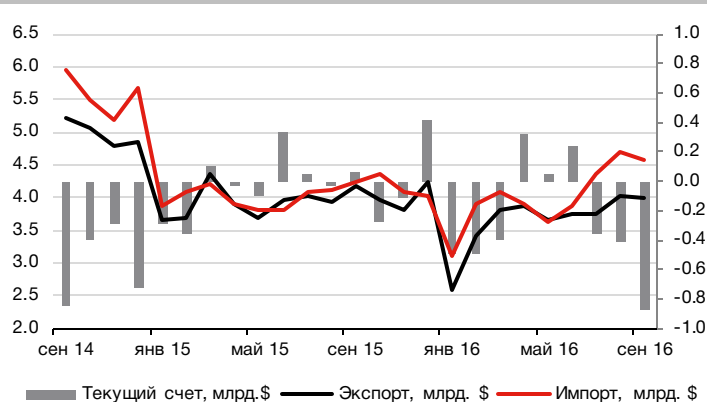
Источник: Bloomberg, Adamant Capital

Мировые индексы цен на сырье



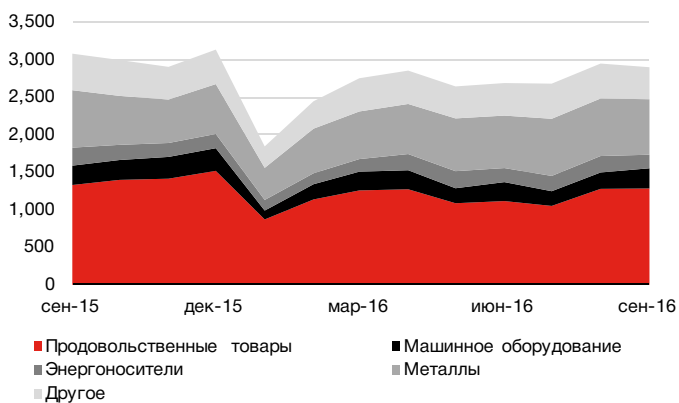
Источник: Bloomberg, Adamant Capital

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



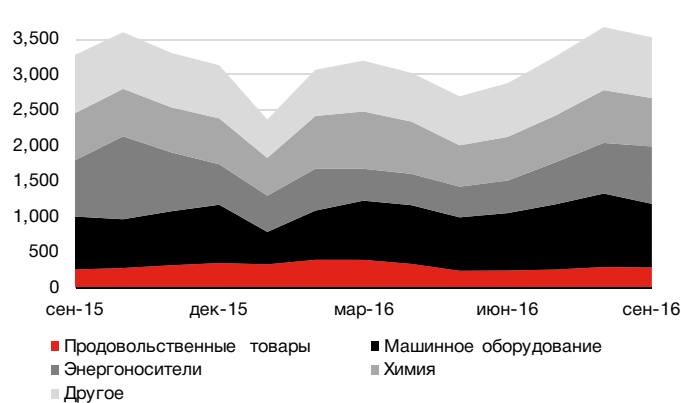
Источник: НБУ

Распределение экспорта Украины за 12м, млн \$



Источник: НБУ

Распределение импорта Украины за 12м, млн \$



Источник: НБУ

Основные макроэкономические показатели								
	2014	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%	13.8%
ИПЦ (на конец периода), г/г %	24.9%	57.5%	51.9%	43.3%	43.3%	32.7%	6.9%	11.5%
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	15.6
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	8.6	98.0	0.9	2.5	1,743	USD	
Украина 2023	Держать	7.8	Сен-23	9.2	92.9	1.4	5.2	1,355	USD	
Украина 2027	Держать	7.8	Сен-27	9.2	90.4	1.2	7.2	1,307	USD	
МХП 2020	Держать	8.3	Апр-20	10.6	93.4	-0.3	2.9	750	USD	
ДТЭК 2018 (7.875)	Покупать	7.9	Апр-18	-	78.3	2.0	-	793	USD	
ДТЭК 2018 (10.375)	Покупать	10.4	Мар-18	-	78.6	1.4	-	156	USD	
Феррэкспо 2019	Продавать	10.4	Апр-19	10.4	100.0	0.2	1.7	160	USD	
Метинвест 2016	Покупать	10.3	Май-16	-	85.3	0.0	-	89	USD	
Метинвест 2017	Покупать	10.5	Ноя-18	-	85.3	0.3	-	304	USD	
Метинвест 2018	Покупать	8.8	Фев-18	-	85.3	0.1	-	795	USD	
Укрлендфарминг 2018	Продавать	10.9	Мар-18	140.5	29.7	0.0	1.2	521	USD	
Авангард 2018	Продавать	10.0	Окт-18	100.8	27.0	0.0	1.8	213	USD	
ПУМБ 2018	Держать	11.0	Дек-18	12.2	97.7	0.2	1.3	197	USD	
ПриватБанк 2018 (10.250)	Держать	10.3	Янв-18	46.5	70.0	-8.5	0.6	160	USD	
ПриватБанк 2018 (10.875)	Держать	10.9	Фев-18	44.3	70.0	-8.0	1.2	175	USD	
ПриватБанк 2021	Держать	11.0	Фев-21	29.3	57.2	-1.3	3.0	220	USD	
Ощадбанк 2023	Покупать	9.4	Мар-23	11.1	92.2	1.1	2.7	700	USD	
Ощадбанк 2025	Покупать	9.6	Мар-25	11.3	91.0	0.9	3.6	500	USD	
Укрэксимбанк 2022	Покупать	9.6	Апр-22	11.3	93.4	0.2	2.8	750	USD	
Укрэксимбанк 2025	Покупать	9.8	Янв-25	11.5	90.8	0.5	4.0	600	USD	
Укрэализныця 2021	Держать	9.9	Сен-21	11.8	92.9	0.5	2.7	500	USD	
Мрия 2018	-	9.5	Апр-18	-	6.7	-0.2	-	400	USD	

Данные на 22 ноября 2016

Источник: Bloomberg

Календарь событий на 2 недели		
Событие	Тип даты	Дата
НБУ – статистика по платежному балансу	Индикативная	27-Ноя
Метинвест – отчет за сентябрь	Индикативная	30-Ноя
Авангард – финансовые результаты за 9мес16	Индикативная	30-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
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.