

Еженедельный обзор

- В октябре промышленное производство, внутренняя торговля и выход аграрной продукции увеличились на 0.8%, 2.8%, и 12.4% г/г, соответственно
- Агентство Fitch подтвердило РДЭ для ПриватБанка на уровне “ССС”
- НБУ разрешил банкам проводить операции с валютными деривативами и инвестировать в иностранные суверенные и квази-суверенные облигации
- Скорректированная EBITDA компании Метинвест в 3кв16 удвоилась г/г до 408 млн \$

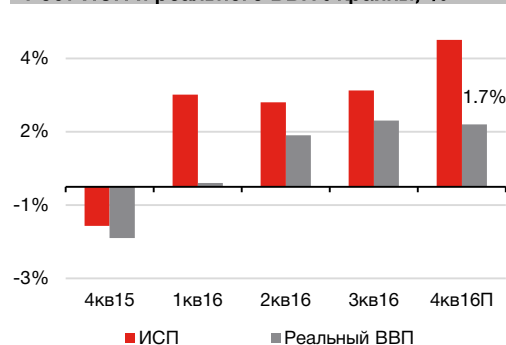
В октябре промышленное производство, внутренняя торговля и выход аграрной продукции увеличились на 0.8%, 2.8%, и 12.4% г/г соответственно, согласно данным ГССУ и нашим подсчетам. Скорректированный на эффект календарных дней, рост индекса промышленности замедлился до 1.6% г/г (- 0.6 пп). Сектор переработки увеличил выход на 1.3% г/г с наибольшим ростом в изготовлении пищевых продуктов, в то время как добывающая отрасль сократила выработку на 1.9% г/г, показав наихудший результат в сегменте сырой нефти и природного газа. Розничная и оптовая торговля выросли на 0.3% и 4.9% г/г, соответственно. Отличительной чертой сельскохозяйственной отрасли в октябре стало увеличение сбора урожая подсолнуха на 65% г/г.

Наш взгляд: Благодаря существенному вкладу сельскохозяйственного сектора, рост общего индекса совокупного производства (ИСП) составил неожиданные 4.1% г/г. Мы склонны трактовать высокую продуктивность АПК в октябре как единичный случай, особенно принимая во внимание, что урожай зерна в этом сезоне, скорее всего, останется на уровне прошлого года (источник основной волатильности в этом сегменте). Тем не менее, мы увеличиваем наш прогноз роста реального ВВП на 2016 год на 0.1 пп до 1.3%, поскольку считаем, что показатель за 4кв16 вряд ли составит меньше 1.5%.

Агентство Fitch подтвердило долгосрочный рейтинг дефолта эмитента (РДЭ) для ПриватБанка на уровне “ССС”. Согласно пресс-релизу, рейтинг отражает слабое качество активов, ограниченную способность абсорбировать дополнительные убытки и невысокую прибыльность от основной деятельности, что увеличивает уязвимость адекватности капитала к дальнейшему обесцениванию активов. Компания также демонстрирует низкое покрытие резервами обесцененных кредитов (37%), высокий уровень кредитования связанных сторон (19% согласно официальным данным), большую концентрацию портфеля на отдельных заемщиках и секторах, а также значительную долю валютного кредитования (49%).

Наш взгляд: Учитывая фундаментальные проблемы ПриватБанка, нас не удивило, что агентство оставило свою оценку РДЭ для компании без изменений, несмотря на повышения рейтинга суверена. Мы дополнительно отмечаем, что, по нашему мнению, наибольшие риски эмитента заключаются в потенциальном сокрытии реальных объемов проблемных кредитов и недостаточном размере капитала (дефицит может достигать нескольких миллиардов долларов). По нашим оценкам, вероятность национализации банка в течение нескольких месяцев достаточно высока (может привести к принудительному снижению стоимости еврооблигаций).

Рост ИСП и реального ВВП Украины, %



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

НБУ разрешил банкам проводить операции с валютными деривативами и инвестировать в иностранные суверенные и квази-суверенные облигации с рейтингом AA- и выше. Правила, ограничивающие ежедневное приобретение валюты на уровне 0.1% от регуляторного капитала остались в силе.

Наш взгляд: Нынешние изменения должны позволить банковской системе более эффективно хеджировать валютные риски, не создавая при этом дополнительный спрос на межбанковском рынке (ранее сокращение валютной позиции было возможно, в основном, через покупку ОВГЗ Минфина, номинированных в долларе и евро). Возможность инвестирования в еврооблигации за рубежом должна обеспечить для банков большую финансовую гибкость, но может одновременно повысить стоимость привлечения валютного ресурса для государства. В целом, обе меры уменьшают контроль движения капитала и играют важную роль в восстановлении финансового сектора.

Скорректированная EBITDA компании Метинвест в 3кв16 удвоилась г/г до 408 млн \$, сократившись в то же время на 11% кв/кв, согласно предварительным данным. Выручка продемонстрировала снижение на 3% г/г и рост на 6% кв/кв. EBITDA металлургического и горнодобывающего дивизионов компании сократилась на 27% и 8% кв/кв, соответственно. Соотношение чистого долга к 12 месячной EBITDA составило 3.9 (~35% кв/кв).

Наш взгляд: Квартальный показатель EBITDA превзошел наши ожидания на 17% в связи с отсутствием коррекции операционной прибыли на сумму нереализованных внутригрупповых продаж (составили около 60 млн \$ во 2кв16), и более высокими, чем ожидалось, продажами железной руды (уменьшение производства на 10% кв/кв, не сказалось на показателе и скорее всего, проявится в октябре). Наибольшее удивление вызывает сокращение EBITDA на тонну стали на 34% кв/кв, в то время как цена на нее выросла на 5%. Такая динамика предполагает увеличение производственных затрат на 18%, что, по нашему мнению, можно лишь частично объяснить повышением цен на коксующийся уголь, природный газ и электричество. Тем не менее, на сегодняшний день положение Метинвеста выглядит достаточно прочно: индексы на железную руду достигли своего пика на уровне 80 \$/т (на 36% выше среднего значения за 3кв16), что, вероятно поддержит и цены на сталь. В целом, мы повышаем наш годовой прогноз EBITDA компании на 8% до 1.3 млрд \$. Таким образом, соотношение чистого долга к 12 месячной EBITDA к концу декабря должно составить 2.1. Принимая также во внимание высокую вероятность успешной реструктуризации, мы изменяем нашу рекомендацию по облигациям эмитента на “купить” с предыдущей “держать”.

Результаты Метинвест за 3кв16 млн. \$

	3кв16	3кв15	г/г	2кв16	кв/кв
Выручка	1,688	1,747	-3%	1,594	6%
EBITDA ¹	408	193	111%	461	-11%
Рентабельность	24%	11%	13пп	29%	-5пп
EBITDA ¹ от стали	249	104	139%	339	-27%
EBITDA ¹ от добычи	184	116	59%	199	-8%
Продажи стали, млн \$	1,237	1,235	0%	1,142	8%
Продажи стали, тыс т	2,897	3,008	-4%	2,821	3%
Произ-во руды, тыс т	7,137	8,189	-13%	7,902	-10%
Цена на сталь ² , \$/т	427	411	4%	405	5%
Цена на руду, \$/т	59	57	4%	57	4%
EBITDA ³ стали, \$/т	67.0	22.9	192%	102.1	-34%
EBITDA ³ руды, \$/т	21.4	11.6	85%	22.0	-3%
Общий долг	2,907	2,966	-2%	2,981	-2%
Чистый долг	2,668	2,768	-4%	2,798	-5%
Чистый долг/EBITDA ⁴	3.9	2.1	84%	5.9	-35%

(1) Содержит доходы от совместных предприятий

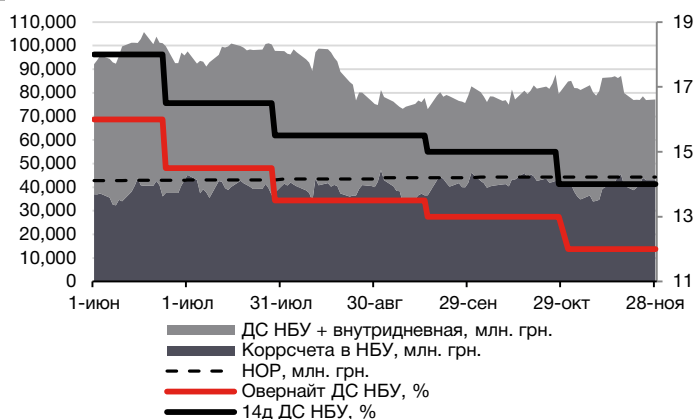
(2) Средняя цена реализации готовой продукции и полуфабрикатов из стали

(3) Исключает доходы от совместных предприятий

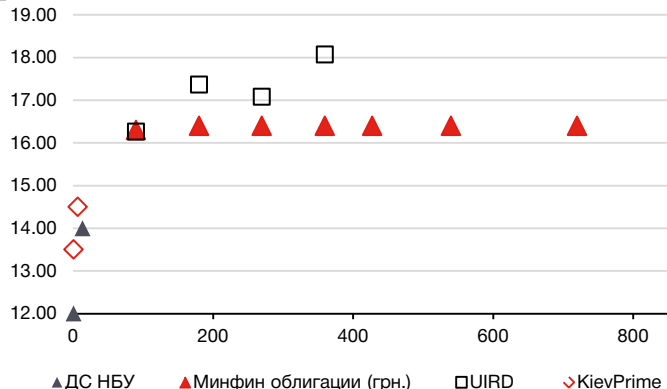
(4) EBITDA за последние 12 месяцев

Источник: данные компании, Adamant Capital

Приложение

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


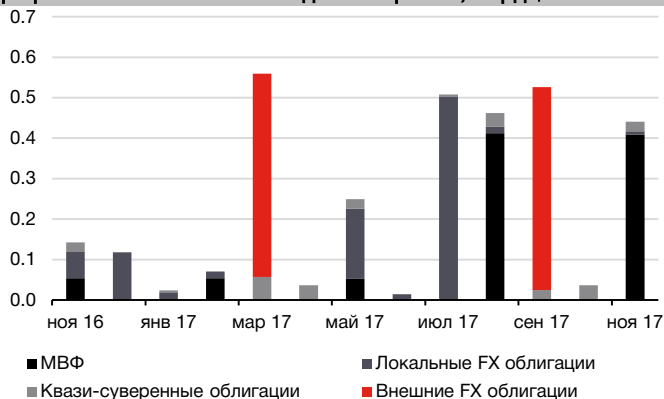
Источник: НБУ, Adamant Capital

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


Источник: НБУ, Bloomberg, Adamant Capital

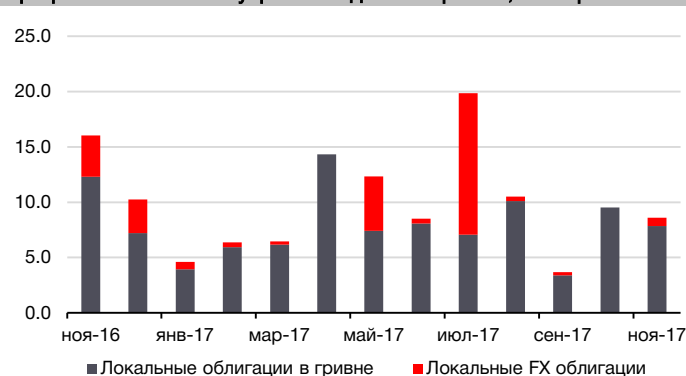
Ликвидность локального рынка (сумма коррсчетов в НБУ, депозитных сертификатов и других внутридневных изменений) увеличилась на 0.2 млрд грн до 77.1 млрд грн за неделю. 29 ноября Министерство финансов провело аукцион по размещению ОВГЗ со сроками погашения в 2017 и 2021 годах и средней доходностью 15.20–16.00%, соответственно. В результате ни одна заявка со стороны банков не была подана.

Межбанковский курс грн/\$ на этой неделе укрепился, открывшись в начале недели на отметке 25.78 и закрывшись к концу на уровне 25.65. Ревальвация составила 0.5%.

График погашения внешнего долга Украины, млрд \$


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

Источник: Bloomberg, Adamant Capital

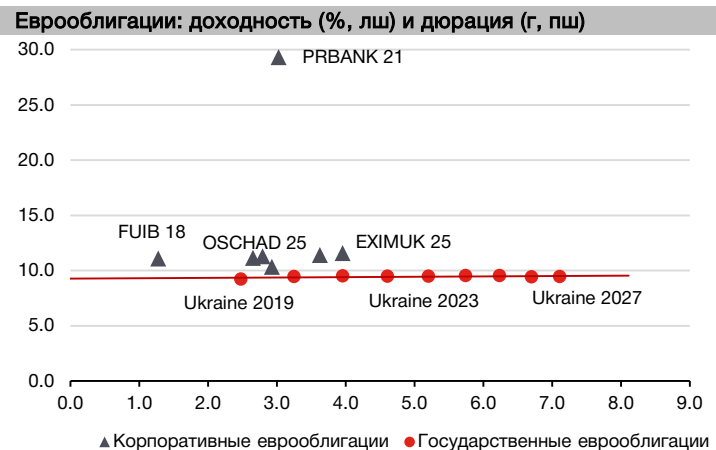
График погашения внутреннего долга Украины, млн грн


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

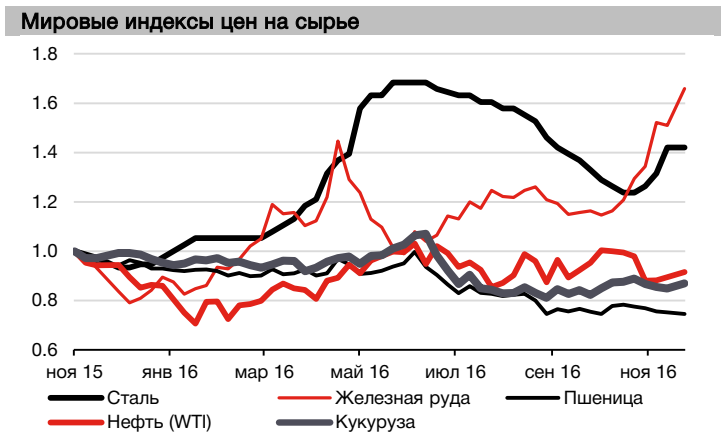
Источник: Минфин



На основе официальных данных межбанковского рынка
Источник: НБУ



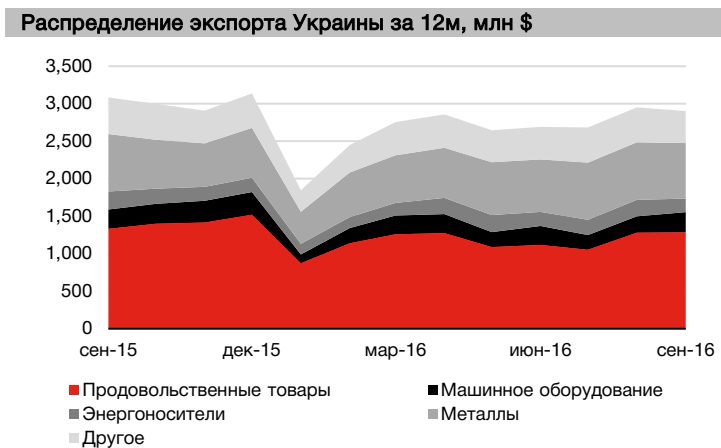
Источник: Bloomberg, Adamant Capital



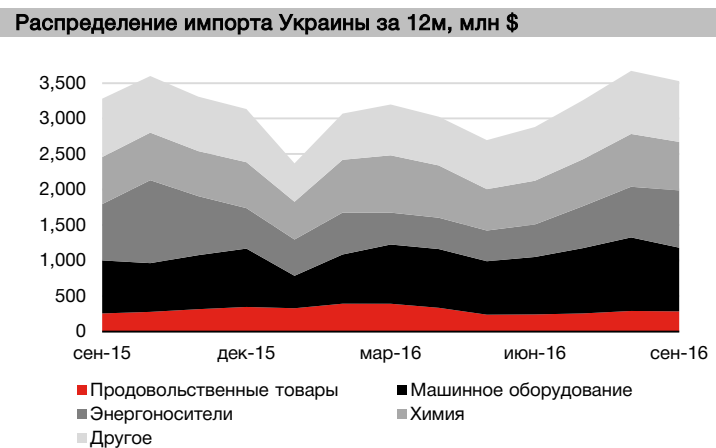
Источник: Bloomberg, Adamant Capital



Источник: НБУ



Источник: НБУ



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%	1.3%
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	9.2	96.5	-1.3	2.5	1,743	USD	
Украина 2023	Держать	7.8	Сен-23	9.5	91.5	-1.2	5.2	1,355	USD	
Украина 2027	Держать	7.8	Сен-27	9.4	88.8	-1.4	7.1	1,307	USD	
МХП 2020	Держать	8.3	Апр-20	10.3	94.3	1.0	2.9	750	USD	
ДТЭК 2018 (7.875)	Покупать	7.9	Апр-18	-	79.0	2.3	-	793	USD	
ДТЭК 2018 (10.375)	Покупать	10.4	Мар-18	-	79.1	0.5	-	156	USD	
Феррэкспо 2019	Держать	10.4	Апр-19	10.4	100.0	0.0	1.7	160	USD	
Метинвест 2016	Покупать	10.3	Май-16	-	86.7	1.2	-	89	USD	
Метинвест 2017	Покупать	10.5	Ноя-18	-	85.5	0.5	-	304	USD	
Метинвест 2018	Покупать	8.8	Фев-18	-	86.9	1.3	-	795	USD	
Укрлендфарминг 2018	Продавать	10.9	Мар-18	142.3	29.7	0.0	1.2	521	USD	
Авангард 2018	Продавать	10.0	Окт-18	104.9	26.0	1.0	1.7	213	USD	
ПУМБ 2018	Держать	11.0	Дек-18	11.1	99.9	0.0	1.3	197	USD	
ПриватБанк 2018 (10.250)	Держать	10.3	Янв-18	54.2	65.7	-2.3	0.6	160	USD	
ПриватБанк 2018 (10.875)	Держать	10.9	Фев-18	61.1	60.0	0.0	1.1	175	USD	
ПриватБанк 2021	Держать	11.0	Фев-21	29.3	57.3	0.0	3.0	220	USD	
Ощадбанк 2023	Покупать	9.4	Мар-23	11.1	92.3	0.0	2.7	700	USD	
Ощадбанк 2025	Покупать	9.6	Мар-25	11.4	90.6	-0.5	3.6	500	USD	
Укрэксимбанк 2022	Покупать	9.6	Апр-22	11.3	93.5	0.3	2.8	750	USD	
Укрэксимбанк 2025	Покупать	9.8	Янв-25	11.6	90.6	-0.2	4.0	600	USD	
Укрзализныця 2021	Держать	9.9	Сен-21	11.8	93.2	0.5	2.7	500	USD	
Мрия 2018	-	9.5	Апр-18	427.0	5.1	0.0	1.3	400	USD	

Данные на 29 ноября 2016

Источник: Bloomberg

Календарь событий на 2 недели		
Событие	Тип даты	Дата
НБУ – статистика по платежному балансу	Индикативная	27-Ноя
Авангард – финансовые результаты за 9мес16	Точная	30-Ноя
НБУ – статистика по международным резервам	Индикативна	7-Дек
ГССУ – статистика по инфляции	Точная	8-Дек
ГССУ – статистика по сельхозпроизводству	Точная	13-Дек

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.