



Еженедельный обзор

- В декабре индустриальное производство, внутренняя торговля и продукция сельского хозяйства увеличились на 4.5%, 5.8% и 66.4% г/г, соответственно
- Компания Метинвест получила соглашение суда на запуск процесса реструктуризации еврооблигаций
- Компания Кернел выпустила 5-летние еврооблигации на сумму 500 млн \$ с доходностью 8.75%

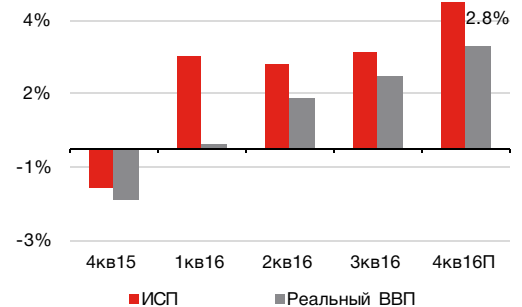
В декабре индустриальное производство, внутренняя торговля и продукция сельского хозяйства увеличились на 4.5%, 5.8% и 66.4% г/г, соответственно, согласно данным ГССУ и нашим подсчетам. Скорректированный на эффект календарных дней, рост индекса промышленности ускорился на 2.5 пп м/м до 4.8% г/г. Сектор переработки увеличил выход на 4.6% г/г с наибольшим вкладом от изготовления продуктов питания, в то время как добывающая отрасль прибавила всего 0.6%. Наибольший рост (10.4% г/г) продемонстрировал сектор распределения электроэнергии и газа, что, скорее всего, было вызвано необходимостью усилить отопление в домах в связи с более холодной погодой (например, средняя температура в Киеве в декабре была ниже на 3.2° чем в прошлом году). Розничная и оптовая торговля выросли на 6.7% и 4.9% г/г, соответственно. Месячный урожай зерновых (в частности, кукурузы) оказался примерно на 4 млн т выше чем в 2015.

Наш взгляд: В декабре выпуск продукции основных секторов (особенно АПК) оказался неожиданно высоким, что сместило рост рассчитываемого нами индекса совокупного производства (ИСП) за 4кв16 на 4 пп до 8.1% г/г. В связи с этим мы увеличиваем наш прогноз увеличения реального ВВП за 4кв16 и весь 2016 год на 1.1 пп и 0.3 пп до 2.8% и 1.7% г/г, соответственно (предполагая более умеренную динамику развития остальных сегментов экономики). В тоже время, мы отмечаем, что итоговые цифры могут существенно отклониться от ожиданий в связи с коррекцией, которую ГССУ применяет для приведения структуры экономики базового 2010 года к текущей. Учитывая итоги 4кв16, мы устанавливаем прогноз роста реального ВВП на 2017 в размере 3.5%.

Компания Метинвест получила соглашение суда на запуск процесса реструктуризации еврооблигаций. Согласно пресс-релизу, голосование пройдет 6 февраля, а необходимая поддержка кредиторов уже обеспечена посредством договора lock-up. Решение также должно быть одобрено судом на дополнительном слушании 8 февраля, а конвертация ожидается через три недели после этой даты.

Наш взгляд: Мы ожидаем, что Метинвест успешно завершит обмен до конца февраля. Текущая стоимость бумаг компании равна порядка 93-95% от номинала, что после обмена предполагает ставку доходности в размере 12.5%, согласно нашим расчетам. Учитывая недавнее возобновление роста цен на сталь и железную руду, спред в размере 310 бп к доходности Ferrexpo 2019, и отсутствие премии к ДТЭК 2024 (имеет более длинный срок погашения, отсутствует механизм cash sweep, а эмитент сильно подвержен регулятивным рискам), мы устанавливаем рекомендацию на бумаги эмитента на уровне “покупать”.

Рост ИСП и реального ВВП Украины, %

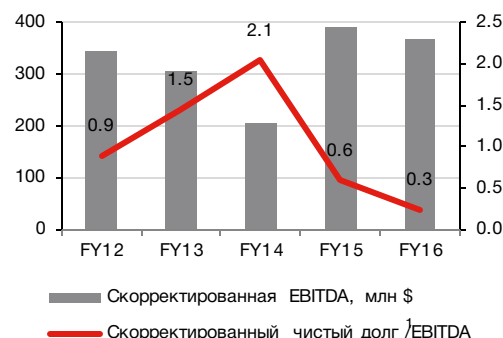


*Индекс совокупного производства - средневзвешенное значение промышленного производства, розничных и оптовых продаж, перевозок, строительства и выхода с/х продукции
Источник: ГССУ, Adamant Capital*

Компания Кернел выпустила 5-летние еврооблигации на сумму 500 млн \$ с доходностью 8.75%. Бумагам предварительно были присвоены рейтинги "B+" от Fitch и "B" от S&P (на два и один пункт выше оценки суверена, соответственно). Кредитный договор содержит встроенные опционы, которые предоставляют эмитенту возможность досрочного погашения с 2020 года, а держателям право требования выкупа в случае смены мажоритарного владельца, а также ряд ковенант, ограничивающий, в том числе, выплаты дивидендов на уровне 50% от чистой прибыли. Во время конференц-звонка 23 января менеджмент заявил о намерении компании полностью или частично рефинансировать кредитные линии открытые для пополнения рабочего капитала, ставка по которым на данный момент составляет порядка LIBOR+6.0%. На протяжении следующих трех лет Кернел также рассматривает возможность вложения в ряд проектов на общую сумму близко 500 млн \$, включая строительство перевалочного терминала в Украине объемом 4.0 млн т в год (120 млн \$), увеличение маслоэкстракционных мощностей на 1.5 млн т в год (200 млн \$), а также расширение земельного банка на 200 тыс га (150 млн \$). За последние 5 лет средний показатель чистого долга скорректированного на легко реализуемые товарно-материальные запасы (зерно) к 12-месячной EBITDA составил всего 1.1.

Наш взгляд: Хотя окончательная ставка оказалась даже ниже предварительно заявленного минимума (8.875%) в силу высокого спроса, мы все же оцениваем выпуск как очень привлекательный. Учитывая сильные финансовые показатели компании, высокий кредитный рейтинг, и доходность, превышающую уровень суверенных облигаций на 50 бп, мы считаем, стоимость бумаг на рынке в ближайшее время будет повышаться.

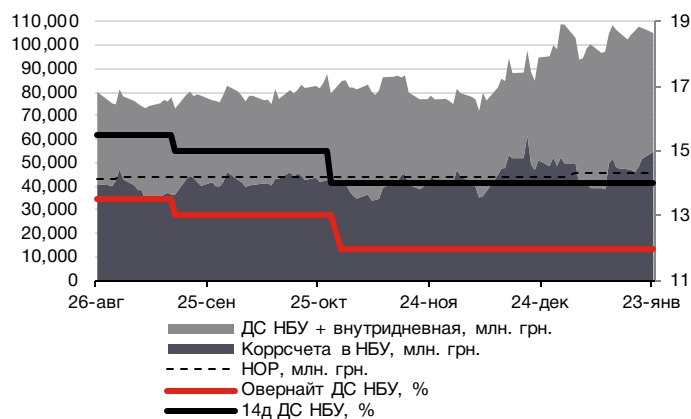
Отдельные показатели Кернел за 2012-16 гг



(1) Показатель чистого долга, скорректированный на легко реализуемые товарно-материальные запасы
Источник: данные компании, Adamant Capital

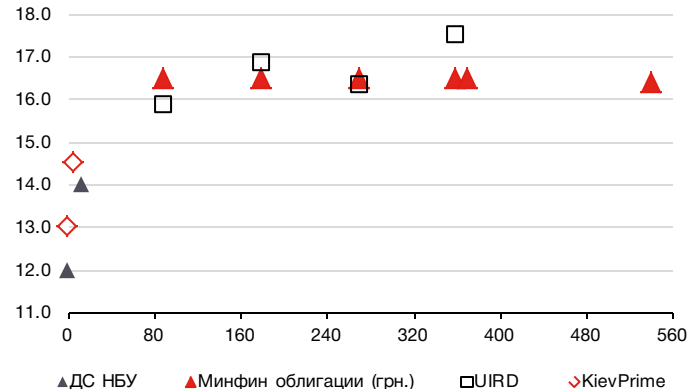
Приложение

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



Источник: НБУ, Adamant Capital

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

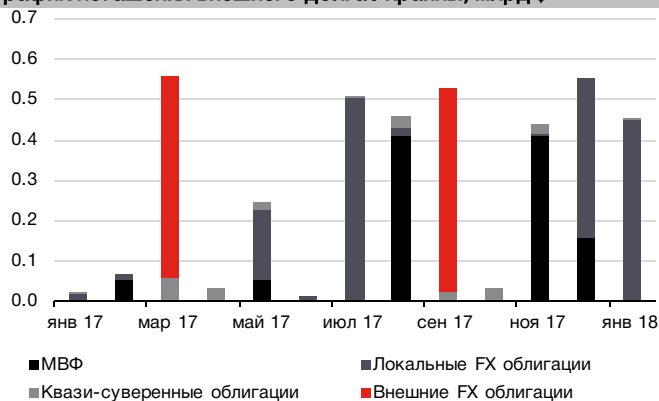


Источник: НБУ, Bloomberg, Adamant Capital

Ликвидность локального рынка (сумма коррсчетов в НБУ, депозитных сертификатов и других внутридневных изменений) увеличилась на 2.8 млрд грн до 105.2 млрд грн за неделю. 24 января Министерство финансов провело аукцион по размещению ОВГЗ на общую сумму 0.9 млрд грн и со сроком погашения в 2020 году. Средняя доходность составила 15.74%.

Межбанковский курс грн/\$ на этой неделе укрепился на 1.4%, открывшись в начале недели на отметке 27.72 и закрывшись к концу на уровне 27.33.

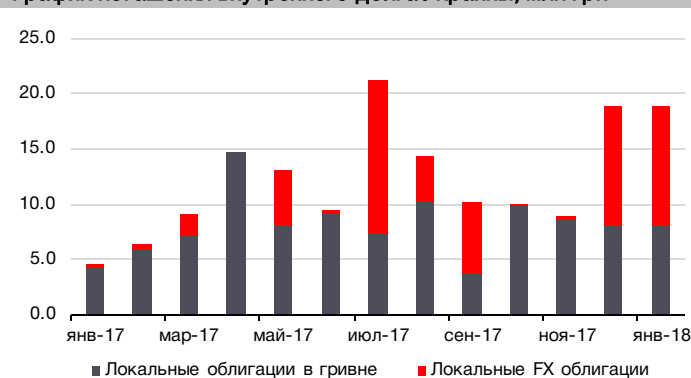
График погашения внешнего долга Украины, млрд \$



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

Источник: Bloomberg, Adamant Capital

График погашения внутреннего долга Украины, млн грн



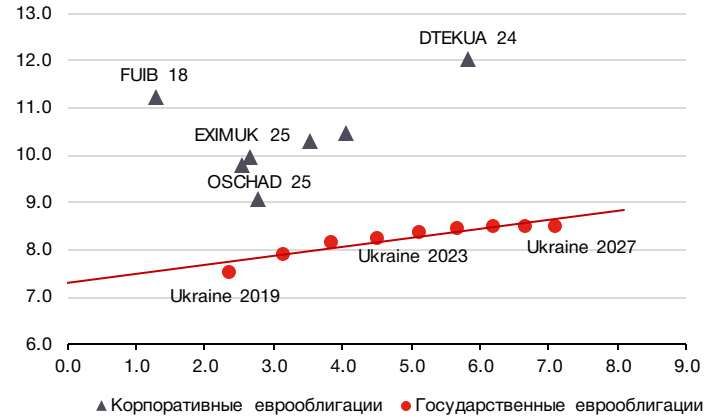
По курсу грн/\$ на уровне 27.5; EUR/\$ курс на уровне 1.07

Источник: Минфин

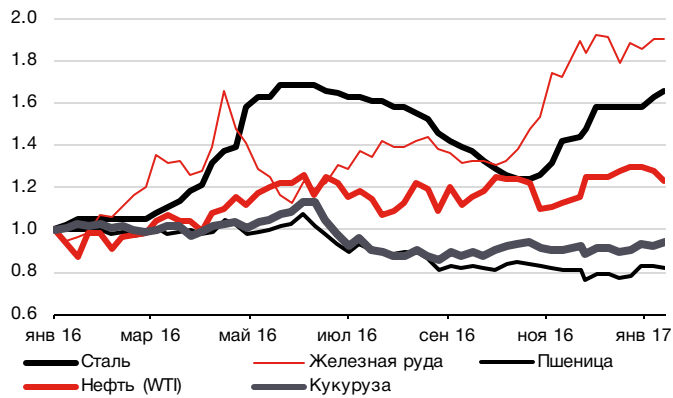
Курс валюты (пш) и объем межбанковских торгов (лш)



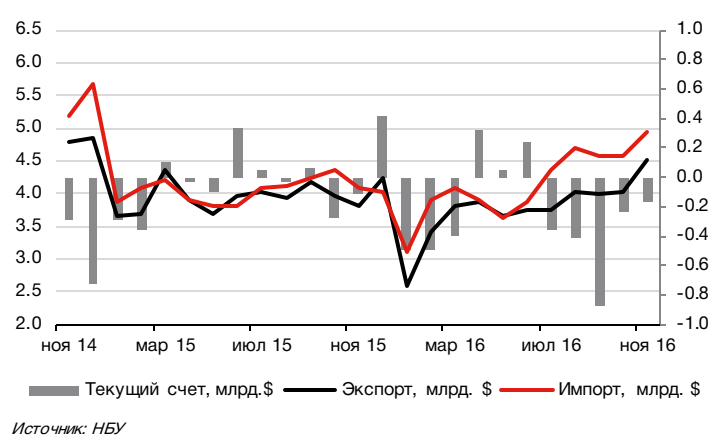
Еврооблигации: доходность (% лш) и дюрация (г, пш)



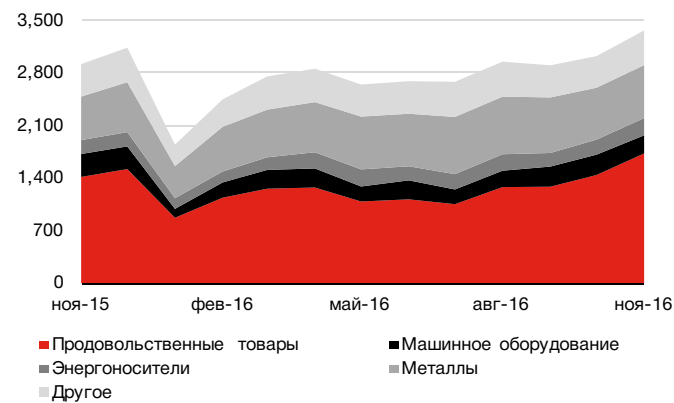
Мировые индексы цен на сырье



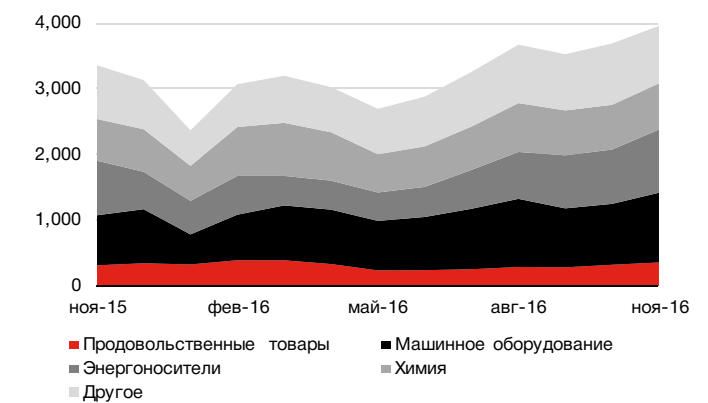
Внешняя торговля (лш) и баланс текущих операций (пш)



Распределение экспорта Украины за 12м, млн \$



Распределение импорта Украины за 12м, млн \$



Основные макроэкономические показатели								
	2014	4кв15	2015	1кв16	2кв16	3кв16	2016П	2017П
Рост реального ВВП, г/г %	-1.6%	-1.4%	-9.9%	0.1%	1.3%	2.0%	1.7%	3.5%
Номинальный ВВП, млрд грн	1,567	585	1,979	453	532	665	2,335	2,755
Номинальный ВВП, млрд \$	132	25	90	18	21	26	91	100
Рост дефлятора ВВП, г/г % ¹	14.8%	33.9%	40.2%	20.5%	15.2%	15.5%	16.0%	14.0%
ИПЦ (средний за период), г/г %	12.1%	45.4%	48.5%	38.8%	8.1%	8.1%	14.9%	11.2%
ИПЦ (на конец периода), г/г %	24.9%	43.3%	43.3%	32.7%	6.9%	7.9%	12.4%	7.9%
Дефицит бюджета, % ВВП ^{1,2}	-4.6%	-10.8%	-1.6%	-0.1%	-2.6%	-2.9%	-2.9%	-
Широкий дефицит бюджета, % ВВП ³	-13.6%	-10.8%	-5.8%	-0.1%	-2.6%	-2.9%	-3.7%	-
Государственный долг, % ВВП	52%	79.4%	79.4%	76.4%	78%	79.6%	76.0%	-
Внешний государственный долг, % ВВП ⁴	31%	47.8%	47.8%	50.0%	49.4%	51.4%	50.9%	-
Общий внешний долг, млрд \$	137.1	125.1	118.7	117.4	115.0	116.0	130.0	-
Экспорт товаров и услуг, млрд \$	68.5	12.2	47.8	9.9	11.3	11.7	46.3	47.9
Импорт товаров и услуг, млрд \$	73.8	12.9	49.5	11.0	11.4	13.6	50.8	51.0
Сальдо торгового баланса, млрд \$	-5.3	-0.7	-1.7	-1.1	-1.5	-1.9	-4.6	-3.1
Текущий счет, млрд \$	-5.3	-0.3	-0.2	-1.0	0.9	-1.7	-3.3	-
Финансовый счет, млрд \$	8.0	-1.1	-0.6	0.6	0.3	2.2	4.2	-
Резервы НБУ, млрд \$	7.5	13.3	13.3	13.5	14.0	15.6	16.9	-
Средний курс на межбанке, грн/\$ ⁵	11.9	22.9	21.9	25.8	25.2	25.4	25.6	27.5

(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, их доходность и рекомендации									
Название облигации	Рекомендация	Купон	Погашение	Доходность	Bid	Δ неделя	Дюрация, г.	Объем, млн \$	Валюта
Украина 2019	Держать	7.8	Сен-19	7.5	100.5	-0.3	2.3	1,743	USD
Украина 2023	Держать	7.8	Сен-23	8.4	96.9	-0.8	5.1	1,355	USD
Украина 2027	Держать	7.8	Сен-27	8.5	94.8	-0.6	7.1	1,307	USD
МХП 2020	Держать	8.3	Апр-20	9.1	97.7	1.1	2.8	750	USD
ДТЭК 2024	Покупать	10.8	Дек-24	12.0	93.2	0.0	5.8	1,275	USD
Феррэкспо 2019	Держать	10.4	Апр-19	8.3	104.2	1.6	1.6	160	USD
Метинвест 2016	Покупать	10.3	Май-16	-	96.6	3.7	-	89	USD
Метинвест 2017	Покупать	10.5	Ноя-18	-	96.6	3.2	-	304	USD
Метинвест 2018	Покупать	8.8	Фев-18	-	96.8	3.8	-	795	USD
Укрлендфарминг 2018	Продавать	10.9	Мар-18	190.3	25.1	0.2	1.0	521	USD
Авангард 2018	Продавать	10.0	Окт-18	104.5	29.0	0.5	1.6	213	USD
ПУМБ 2018	Держать	11.0	Дек-18	11.2	99.6	0.2	1.3	197	USD
ПриватБанк 2018 (10.250)	Продавать	10.3	Янв-18	275.5	20.6	2.9	0.8	160	USD
ПриватБанк 2018 (10.875)	Продавать	10.9	Фев-21	245.0	20.8	0.0	0.9	220	USD
Ощадбанк 2023	Покупать	9.4	Мар-23	9.8	98.2	0.1	2.6	700	USD
Ощадбанк 2025	Покупать	9.6	Мар-25	10.3	96.4	0.3	3.6	500	USD
Укрэксимбанк 2022	Покупать	9.6	Апр-22	9.9	98.7	0.0	2.7	750	USD
Укрэксимбанк 2025	Покупать	9.8	Янв-25	10.5	96.3	0.1	3.9	600	USD
Укрзапозначка 2021	Держать	9.9	Сен-21	10.6	97.4	1.6	2.5	500	USD
Мрия 2018	-	9.5	Апр-18	-	5.5	0.2	1.2	400	USD

Данные на 24 января 2017

Источник: Bloomberg

Календарь событий на 2 недели		
Событие	Тип даты	Дата
МХП - операционные результаты за 4кв16 и 2016	Точная	26-Янв
НБУ - статистика по платежному балансу	Индикативная	30-Янв
Метинвест - отчет за ноябрь	Индикативная	31-Янв
Метинвест - операционные результаты за 4кв16 и 2016	Индикативная	6-Фев
НБУ - статистика по международным резервам	Индикативная	7-Фев

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.