



Еженедельный обзор

- В январе международные резервы НБУ сократились на 0.6% м/м до 15.4 млрд \$
- Государство докапитализировало Ощадбанк и Укрэксимбанк на сумму 130 \$ и 110 млн \$, соответственно
- S&P повысило долгосрочный рейтинг дефолта эмитента (РДЭ) Ferrexpo с “CCC” до “B-”
- Компания Мрия опубликовала отчет перед кредиторами за 4кв16: операционный денежный поток за июль-декабрь снизился на 22% до 7.3 млн \$
- Кредиторы компании Метинвест проголосовали за проведение реструктуризации еврооблигаций и предэкспортного финансирования; боевые действия в Авдеевке завершились

В январе международные резервы НБУ сократились на 0.6% м/м до 15.4 млрд \$, согласно предварительным данным. Отток денежных средств был вызван расходами на обслуживание и амортизацию государственного и гарантированного государством долга на сумму 138 млн \$, а также чистыми интервенциями НБУ на межбанковском валютном рынке в размере 78 млн \$.

Наш взгляд: Учитывая, что на протяжении месяца Минфин не проводил размещений валютных ОВГЗ, а продажа валюты населением наверняка находилась в пределе 100 млн \$ (показатель за декабрь составил всего 80 млн \$), мы ожидаем, что дефицит текущего счета платежного баланса в январе составит порядка 250-300 млн \$. Из ближайших событий, которые повлияют на размер резервов, мы выделяем следующий транш от МВФ в размере 1.3 млрд \$, который, по нашим оценкам, Украина должна получить уже к концу февраля. Наш текущий прогноз уровня международных резервов на 31 декабрь 2017 составляет 19.7 млрд \$.

Государство докапитализировало Ощадбанк и Укрэксимбанк на сумму 130 \$ и 110 млн \$, соответственно. По словам Министра финансов Александра Данилюка, необходимость была согласована с НБУ по результатам стресс-тестирования в конце 2015 года.

Наш взгляд: Хотя показатели достаточности капитала (CAR) по стандартам Базель 1 для обоих банков наверняка снизились с конца 3кв16 (составляли более 11% на 31 сентября), в том числе вследствие применения новой методики оценки кредитных рисков, мы сомневаемся, что они сократились до нормативного 5% минимума, установленного НБУ. Таким образом, докапитализация, проведенная, по нашему мнению, без очевидной надобности, демонстрирует легкость доступа Ощадбанка и Укрэксимбанка к бюджетным деньгам (подчеркивая квазисуверенный статус этих двух эмитентов). Учитывая неоправданно высокий спред в размере 130-150 бп к суверенной кривой, мы оставляем наши рекомендации на бумаги Ощадбанк 2023-2025 и Укрэксимбанк 2022-2025 на отметке “покупать”.

Покрытие импорта резервами и курс грн/\$



Источник: НБУ, Adamant Capital

S&P повысило долгосрочный рейтинг дефолта эмитента (РДЭ) Ferrexpo с “CCC” до “B-” со стабильным прогнозом. Согласно пресс-релизу, повышение связано с недавним ростом цен на железную руду, который, по мнению агентства, должен позволить компании сгенерировать достаточно свободного денежного потока для выполнения своих обязательств в течение следующих 12 месяцев. В своем базовом сценарии S&P прогнозирует EBITDA на уровне 470-500 млн \$ в 2017 и 150-200 млн \$ в 2018 годах (соответствующие цены на железную руду составляют 55 \$/т и 50 \$/т против текущих 80 \$/т).

Наш взгляд: Нас не удивило решение агентства поднять рейтинг компании, учитывая кардинальное улучшение ее финансового состояния. Мы также согласны, что у Ferrexpo не должно возникнуть трудностей с погашением обязательств в течение 2017 года (порядка 200 млн \$) и прогнозируем сопоставимый с S&P уровень EBITDA на этот период (480 млн \$). В то же время, наши ожидания относительно доходов компании в 2018 году сильно разнятся с оценками агентства: наш базовый сценарий по EBITDA практически в два раза превышает аналогичный показатель S&P (360 млн \$ против 150-200 млн \$). Мы оставляем нашу рекомендацию по бумагам эмитента на отметке “держать”, учитывая узкий спред с доходностью суверенной кривой (всего 60 бп).

Компания Мрия опубликовала отчет перед кредиторами за 4кв16: операционный денежный поток за июль-декабрь снизился на 22% до 7.3 млн \$, согласно неаудированным данным. Фактическая урожайность зерна и картофеля оказалась ниже прогнозов менеджмента на 8% и 16%, соответственно. Основными причинами послужили недостаток рабочего капитала и неблагоприятные погодные условия (засуха в июле-августе, а затем чрезмерные дожди в октябре). Посевная озимых была закончена с отклонением от плана по пшенице на 43% вследствие задержек со сбором урожая.

Наш взгляд: Результаты Мрии наглядно демонстрируют реализацию операционных рисков компании: нынешние прогнозы менеджмента по EBITDA на 2016/17 и 2017/18 год сокращены на 75% и 42%, соответственно, относительно ранее заявленных цифр. Положение компании также усугублено проблемами с финансированием рабочего капитала, которые, скорее всего, снова возникнут в предстоящем сезоне. В целом, учитывая, что еврооблигации Мрии могут быть конвертированы в непубличный долг (детали реструктуризации до конца еще не известны), мы не рекомендуем покупать бумаги эмитента, даже при их нынешней рыночной стоимости на уровне 5-7% от номинала.

Операционные результаты Мрии в 4кв16

	Уборочная площадь ¹	Урожайность, т/га		Ф/П
		Факт	План	
Ряпс	9	1.0	1.5	-33%
Ячмень	11	4.8	3.8	26%
Подсолнух	40	2.0	2.1	-5%
Кукуруза	7	5.1	7.0	-27%
Соя	6	1.0	2.1	-52%
Картофель	2	14.5	30.0	-52%

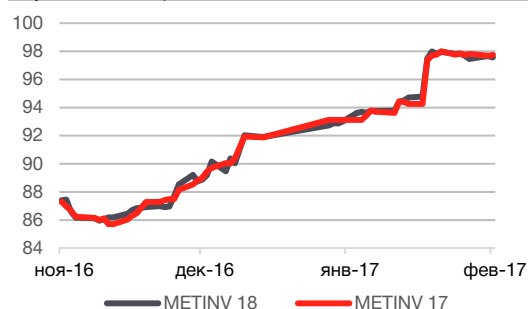
(1) Тыс га

Источник: данные компании, Adamant Capital

Кредиторы компании Метинвест проголосовали за проведение реструктуризации еврооблигаций и предэкспортного финансирования; боевые действия в Авдеевке завершились. Согласно пресс-релизу, держатели, владеющие 99.42% от выпуска и все кредиторы предэкспортного финансирования выступили за предложенные изменения. Для завершения формальных процедур Метинвест осталось получить одобрение сделки на дополнительном слушании Лондонского суда (назначено на 8 февраля). Военные действия в Авдеевке (место расположения большого коксохимического завода компании, который поставляет сырье на ММК им. Ильича), начавшиеся в первых числах февраля, наконец прекратились. На заводе в скором времени планируется возвращение к обычному режиму работы.

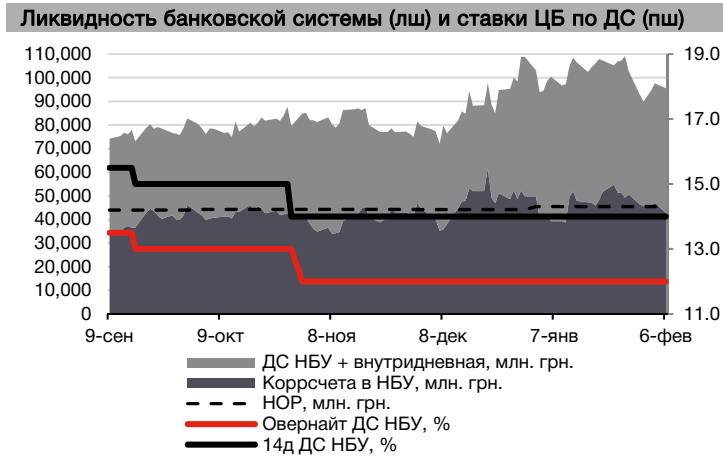
Наш взгляд: Учитывая, что исход голосования был ожидаемым (необходимое количество было обеспечено посредством lock-up), а суд наверняка даст согласие на запуск процесса, мы ожидаем успешное завершение обмена выпусков до конца февраля. Обстрелы Авдеевки на протяжении недели, по всей видимости, не принесли существенный ущерб активам компании, и таким образом, вряд ли значимо повлияют на размер годового операционного денежного потока и EBITDA. Мы оставляем нашу рекомендацию по бумагам эмитента на отметке “покупать”.

Цена облигаций Метинвеста, % от номинала

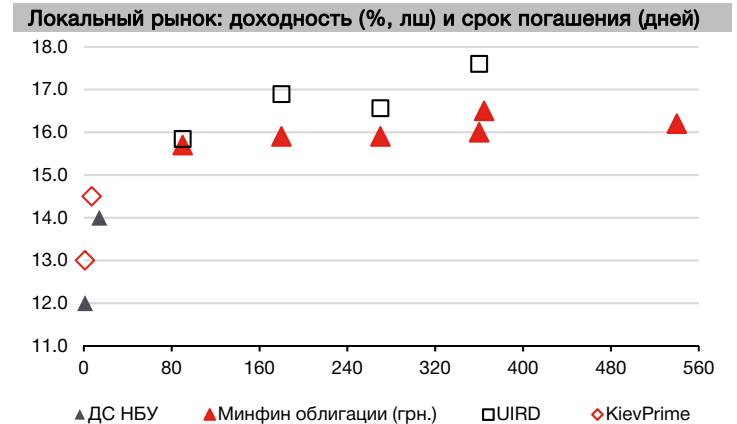


Источник: Bloomberg

Приложение



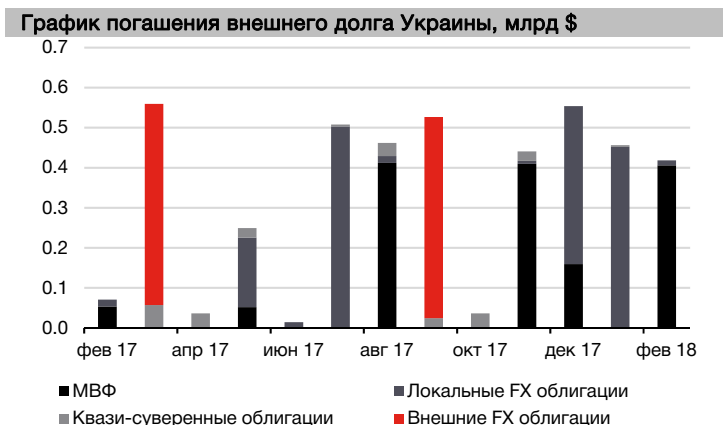
Источник: НБУ, Adamant Capital



Источник: НБУ, Bloomberg, Adamant Capital

Ликвидность локального рынка (сумма коррсчетов в НБУ, депозитных сертификатов и других внутридневных изменений) увеличился на 2.7 млрд грн до 95.5 млрд грн за неделю. 7 февраля Министерство финансов провело аукцион по размещению ОВГЗ на общую сумму 450 млн грн и со сроком погашения в 2017 году. Средняя доходность составила 15.20%.

Межбанковский курс грн/\$ на этой неделе девальвировал на 0.5%, открывшись в начале недели на отметке 27.11 и закрывшись к концу на уровне 27.26.



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

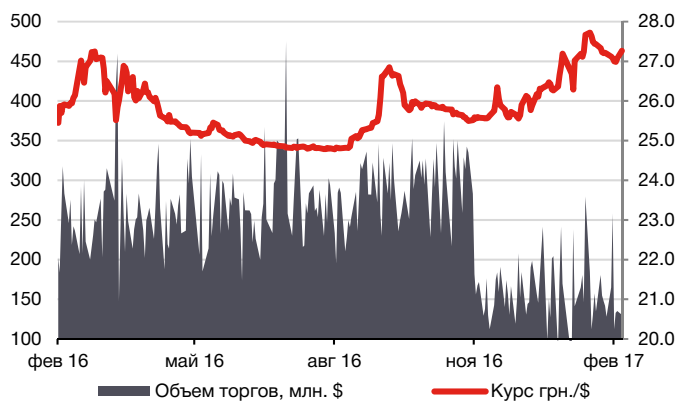
Источник: Bloomberg, Adamant Capital



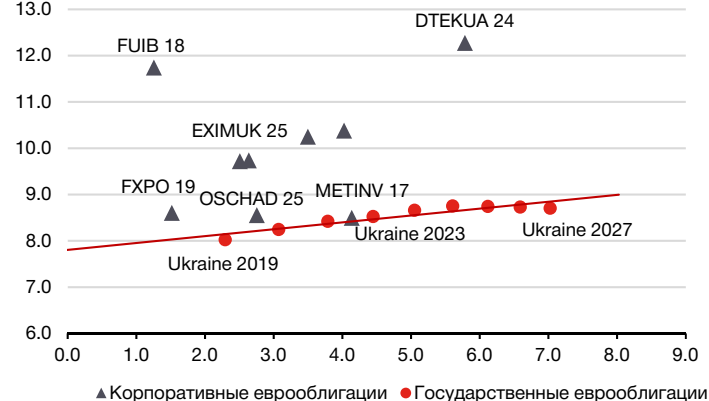
По курсу грн/\$ на уровне 27.5; EUR/\$ курс на уровне 1.07

Источник: Минфин

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

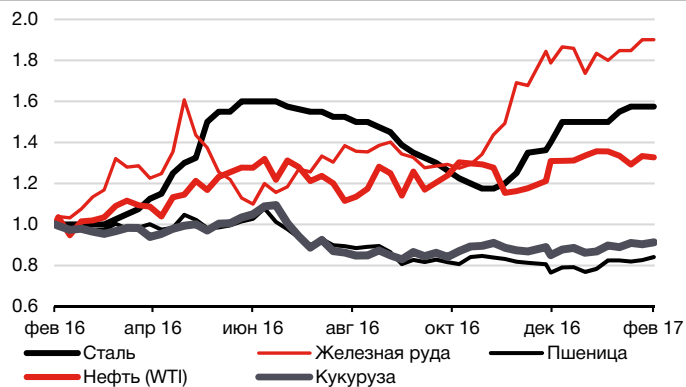


Еврооблигации: доходность (% лш) и дюрация (г, пш)



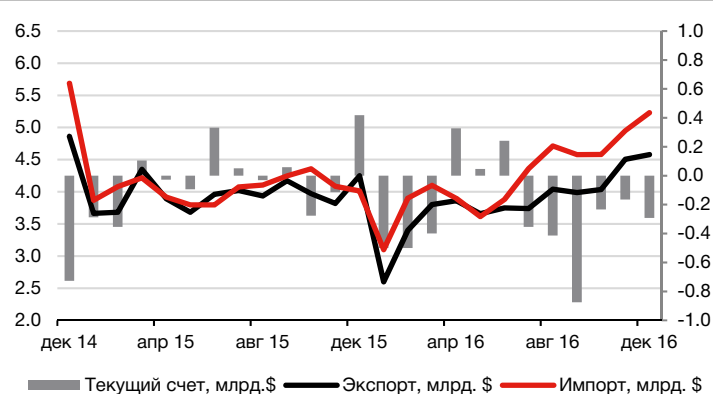
Источник: Bloomberg, Adamant Capital

Мировые индексы цен на сырье



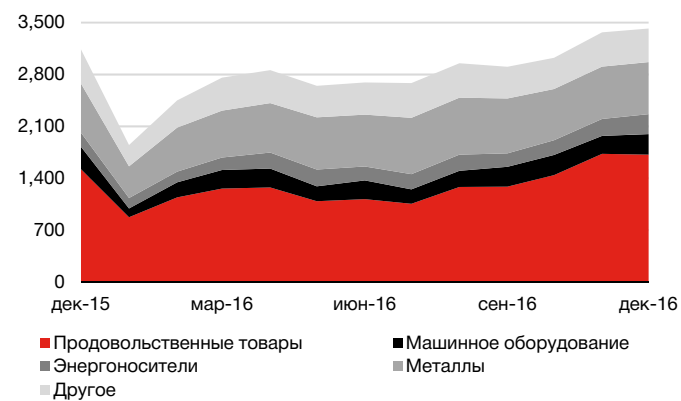
Источник: Bloomberg, Adamant Capital

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



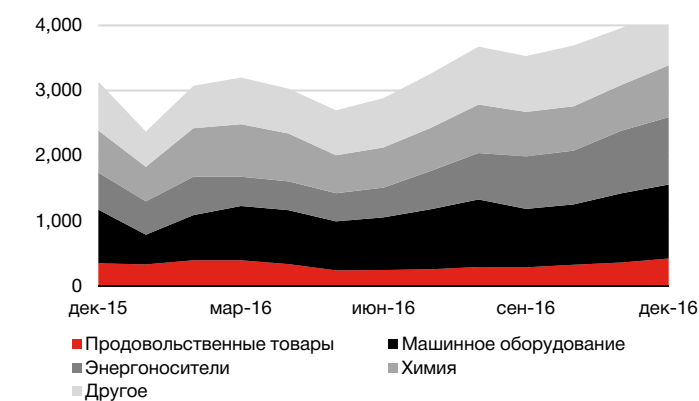
Источник: НБУ

Распределение экспорта Украины за 12м, млн \$



Источник: НБУ

Распределение импорта Украины за 12м, млн \$



Источник: НБУ

Основные макроэкономические показатели								
	2014	2015	1кв16	2кв16	3кв16	4кв16	2016П	2017П
Рост реального ВВП, г/г %	-1.6%	-9.9%	0.1%	1.3%	2.0%	2.8%	1.7%	3.5%
Номинальный ВВП, млрд грн	1,567	1,979	453	532	665	685	2,335	2,755
Номинальный ВВП, млрд \$	132	90	18	21	26	26	91	100
Рост дефлятора ВВП, г/г % ¹	14.8%	40.2%	20.5%	15.2%	15.5%	12.3%	16.0%	14.0%
ИПЦ (средний за период), г/г %	12.1%	48.5%	38.8%	8.1%	8.1%	12.3%	14.9%	11.8%
ИПЦ (на конец периода), г/г %	24.9%	43.3%	32.7%	6.9%	7.9%	12.4%	12.4%	8.5%
Дефицит бюджета, % ВВП ^{1,2,6}	4.6%	2.5%	-0.7%	2.6%	2.9%	2.9%	2.2%	3.2%
Широкий дефицит бюджета, % ВВП ³	13.6%	6.4%	2.5%	2.6%	2.9%	22.1%	3.7%	3.4%
Государственный долг, % ВВП	52%	79.4%	76.4%	78%	79.6%	82.5%	76.1%	64.5%
Внешний государственный долг, % ВВП ⁴	31%	47.8%	50.0%	49.4%	51.4%	50.0%	50.8%	46.3%
Общий внешний долг, млрд \$	137.1	118.7	117.4	115.0	116.0	нд	130.0	133.0
Экспорт товаров и услуг, млрд \$	68.5	47.8	9.9	11.3	11.7	13.1	45.9	48.2
Импорт товаров и услуг, млрд \$	73.8	49.5	11.0	11.4	13.6	14.7	51.5	51.5
Сальдо торгового баланса, млрд \$	-5.3	-1.7	-1.1	-1.5	-1.9	-1.6	-5.6	-3.3
Текущий счет, млрд \$	-5.3	-0.2	-1.0	0.9	-1.7	-0.7	-3.4	0.1
Финансовый счет, млрд \$ ⁵	8.0	-0.6	0.6	0.3	2.2	-1.0	-4.6	-1.8
Резервы НБУ, млрд \$	7.5	13.3	13.5	14.0	15.6	15.5	15.5	19.7
Средний курс на межбанке, грн/\$ ⁷	11.9	21.9	25.8	25.2	25.4	25.9	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) Согласно РПБ6 МВФ

(6) В доходы сводного бюджета за 2015 год не включены поступления от внедрения технологии 3G (9 млрд грн), согласно стандартам МВФ

(7) 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	8.0	99.5	0.2	2.3	1,743	USD
Украина 2023	Держать	7.8	Сен-23	8.6	95.6	0.8	5.1	1,355	USD
Украина 2027	Держать	7.8	Сен-27	8.7	93.5	1.2	7.1	1,307	USD
МХП 2020	Держать	8.3	Апр-20	8.5	99.2	1.0	2.8	750	USD
ДТЭК 2024	Покупать	10.8	Дек-24	12.2	92.1	-1.1	5.8	1,275	USD
Феррэкспо 2019	Держать	10.4	Апр-19	8.6	103.5	-0.8	1.6	160	USD
Метинвест 2016	Покупать	10.3	Май-16	-	96.8	-0.1	-	89	USD
Метинвест 2017	Покупать	10.5	Ноя-18	-	96.9	-0.3	-	304	USD
Метинвест 2018	Покупать	8.8	Фев-18	-	96.9	-0.5	-	795	USD
Укрлендфарминг 2018	Продавать	10.9	Мар-18	175.1	28.5	1.5	1.0	521	USD
Авангард 2018	Продавать	10.0	Окт-18	105.5	29.4	-1.8	1.6	213	USD
ПУМБ 2018	Держать	11.0	Дек-18	11.0	100.1	0.2	1.3	197	USD
ПриватБанк 2018 (10.250)	Продавать	10.3	Янв-18	218.5	27.7	-0.6	0.8	160	USD
ПриватБанк 2018 (10.875)	Продавать	10.9	Фев-21	182.7	29.8	4.3	0.9	220	USD
Ощадбанк 2023	Покупать	9.4	Мар-23	9.7	98.5	0.8	2.6	700	USD
Ощадбанк 2025	Покупать	9.6	Мар-25	10.2	96.7	0.9	3.6	500	USD
Укрэксимбанк 2022	Покупать	9.6	Апр-22	9.7	99.5	1.1	2.7	750	USD
Укрэксимбанк 2025	Покупать	9.8	Янв-25	10.4	96.6	1.0	3.9	600	USD
Укрзализница 2021	Держать	9.9	Сен-21	10.6	97.5	0.1	2.5	500	USD
Мрия 2018	Продавать	9.5	Апр-18	-	5.3	-0.3	1.2	400	USD
Кернел 2020	-	8.8	Янв-22	8.5	101.0	0.3	4.1	500	USD

Данные на 7 февраля 2017

Источник: Bloomberg

Календарь событий на 2 недели		
Событие	Тип даты	Дата
ГССУ – статистика по инфляции	Точная	10-Фев
ГССУ - статистика по сельхозпроизводству	Точная	17-Фев
ГССУ - статистика по транспорту	Точная	20-Фев
ГССУ - статистика по товарообороту	Точная	20-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.