

Еженедельный обзор

- Украина официально прекратила торговлю с неподконтрольной территорией; ДТЭК и Метинвест сообщили об утрате контроля над активами
- Компания МХП опубликовала результаты за 2016 год и одобрила выплату дивидендов
- ДТЭК опубликовал операционные результаты за 4кв16: добыча угля и генерация электроэнергии выросли на 23% и 13% г/г
- МВФ задержал выделение средств Украине, в то время как ЕС согласился предоставить следующий транш в размере 0.6 млрд евро

Украина официально прекратила торговлю с неподконтрольной территорией; ДТЭК и Метинвест сообщили об утрате контроля над активами. После волны захватов украинских бизнесов силами сепаратистов Президент выпустил указ о блокировании транспортировки всех возможных товаров на и с оккупированных частей Донецкой и Луганской областей с 15 марта. Согласно документу, запрет будет действовать до выполнения Минских договоренностей по прекращению огня и возвращения “национализированных” компаний настоящим владельцам. ДТЭК и Метинвест одновременно выпустили пресс-релизы, подтверждая потерю контроля над всеми юридическими лицами находящимися за линией разграничения, но отметили, что, события не повлияют на способность обслуживать еврооблигации.

Наш взгляд: По нашим оценкам, блокада вместе с утратой активов обойдется Украине примерно в 1.0% от реального ВВП, что является нижней границей диапазона возможных потерь по версии Министерства финансов (1.0-1.3%). Влияние на платежный баланс, согласно нашим подсчетам, сведется к увеличению дефицита текущего счета на 2.3 млрд \$. Поскольку вероятность восстановления статуса-кво невелика, мы пересматриваем наш макроэкономический прогноз по ключевым показателям на 2017 год. Таким образом ожидаемый рост реального ВВП снижен до 2.5%, а размер резервов НБУ на конец декабря скорректирован до 16.4 млрд \$. Касательно корпоративных убытков, то по нашим оценкам потери Метинвеста не должны превысить 10% от годового показателя EBITDA (в зависимости от спреда между ценами на сталь и железную руду) и 20% от годового объема EBITDA ДТЭК (хотя потери будут, по всей видимости, компенсированы повышением тарифов на электроэнергию).

Компания МХП опубликовала результаты за 2016 год и одобрила выплату дивидендов. EBITDA за вычетом переоценки сельскохозяйственных активов уменьшилась на 8% г/г до 382 млн \$ (сократилась на 4% г/г с учетом переоценки), снизив маржу на 8 пп до 31%. Чистая прибыль, наоборот, выросла почти на 200 млн \$ г/г до 59 млн \$, показав заметный скачок в связи с уменьшением потерь от курсовых разниц на 245 млн \$. Свободный денежный поток увеличился в 9 раз по сравнению с прошлым годом в основном благодаря уменьшению инвестиций в рабочий капитал и основные фонды. В ходе конференц-звонка менеджмент представил прогноз ключевых финансовых показателей на 2017 год: EBITDA должна остаться на предыдущем уровне в 420 млн \$ (с переоценкой), в то время как капитальные затраты вырастут на 30% до 140-150 млн \$ (90 млн \$ из которых будут направлены на строительство второй очереди Винницкого птицекомплекса). Руководство также отметило, что ожидает рост средних цен на птицу в течение следующих 12 месяцев как минимум на 10%. Дивиденды были одобрены в размере 80 млн \$ или 75 центов на акцию.

Наш взгляд: Результаты компании за 4кв16, и 2016 год в целом, оказались ниже наших прогнозов. Отчасти разница возникла за счет перемещения активов находящихся в Крыму в категорию прекращенной деятельности (были проданы в марте 2017). Однако для нас также стал неожиданностью рост на 21% кв/кв удельных затрат на кг мяса птицы, который, согласно данным компании, был вызван скачком в стоимости зерна (на 25% в связи со сбором нового урожая) и выплатой бонусов за эффективную работу персонала (6 млн \$ в этом году). В целом же, наша общая оценка деятельности и кредитоспособности компании остается без изменений. Мы ожидаем, что в 2017 году EBITDA МХП останется примерно на уровне прошлого года (текущий прогноз составляет 385 млн \$ за вычетом переоценки), что должно обеспечить денежный поток достаточный для покрытия финансовых затрат в размере 100 млн \$, инвестиций в рабочий капитал и основные фонды на общую сумму в 200 млн \$ и выплат порядка 75-80 млн \$ в качестве дивидендов. Продажа активов в Крыму должна сгенерировать дополнительные 70 млн \$ дохода, прибавив ликвидности к тем 150 млн \$, которые находились на балансе компании в начале года. Несмотря на сильные фундаментальные показатели, мы оставляем без изменений нашу рекомендацию по еврооблигациям МХП 2020 на отметке «держать», учитывая текущий спред к суверенно кривой всего лишь в 20-30 бп.

ДТЭК опубликовал операционные результаты за 4кв16: добыча угля и генерация электроэнергии выросли на 23% и 13% г/г соответственно. Объемы передачи электроэнергии повысились на 6% г/г. Средние тарифы для ТЭС подскочили на 63% г/г и 48% кв/кв в долларовом эквиваленте.

Наш взгляд: Как и ожидалось ранее, повышение оптовых цен на электроэнергию должно обеспечить ДТЭК чрезвычайно успешный четвертый квартал. Мы оставляем наш прогноз по EBITDA и соотношению EBITDA к чистому долгу в 2016 на уровне 690 млн \$ и 3.8x соответственно. Хотя торговая блокада и «национализация» активов на неподконтрольной территории несомненно окажут негативный эффект на доходы компании в следующем году (ДТЭК добывала там 22% от общего объема угля), убытки, скорее всего, будут с лихвой перекрыты высокими тарифами для тепловой генерации. По нашим подсчетам, компания может удвоить показатель EBITDA в течение 12 месяцев, если оптовые цены останутся на текущем уровне (даже при условии нулевой маржи на импортном угле). В целом, мы подтверждаем нашу рекомендацию «держать» по бумагам ДТЭК, ожидая пересмотра в сторону повышения.

Финансовые результаты МХП за 2016г, млн \$					
	4кв16	4кв15	г/г	2016	кв/кв
Выручка	313	253	24%	1241	17%
EBITDA	72	68	6%	413	-5%
Переоценка БА ¹	-48	-34	nm	39	1
EBITDA скорр. ²	120	102	18%	375	-10%
Птица	58	67	-13%	264	-18%
Зерно	69	35	98%	118	21%
EBITDA скорр. маржа	38%	40%	-2pps	30%	-9pps
Курсовые разницы	-55	-122	nm	-145	nm
Чистая прибыль	-28	-83	nm	59	nm
Маржа по прибыли	-9%	-33%	24pps	5%	15pps
Чистый долг	1,081	1,220	-11%	1,081	-11%
Долг/EBITDA ³	2.6	2.8	-7%	2.6	-7%
Долг/скорр. EBITDA ⁴	2.9	2.9	-2%	3.0	-2%
OCF ⁵	111	109	2%	452	219%
Capex ⁶	32	56	-43%	112	-34%
FCF ⁷	79	53	50%	340	820%
Выпуск птицы, тыс т	148	134	10%	560	8%
Продажи птицы, тыс т	132	118	12%	535	9%
Цена птицы, грн/кг	32.99	29.7	11%	29.7	7%
Цена птицы, \$/кг	1.27	1.30	-2%	1.16	-9%
Земельный банк, тыс га	347.5	315	10%	347.5	10%
EBITDA на кг птицы, \$	0.438	0.569	-23%	0.659	-25%
EBITDA/га ⁸ , \$	339	308	10%	339	10%

(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

(8) Скорректированная EBITDA на средневзвешенную уборочную площадь

Источник: данные компании, Adamant Capital

Операционные результаты ДТЭК за 4кв16					
	4кв16	4кв15	г/г	3кв16	кв/кв
Добыча угля, млн т	8.9	7.3	23%	8.4	6%
Производство э/э, ТВт	11.5	10.1	13%	11.0	4%
Передача э/э, ТВт	12.3	11.5	6%	10.7	14%
Цена на э/э, грн/МВт-ч ¹	1,721	937	84%	1,143	51%
Цена на э/э, \$/МВт-ч	66.5	40.8	63%	45.0	48%

(1) Средняя цена продажи электроэнергии в украинский ТЭС в оптовый рынок

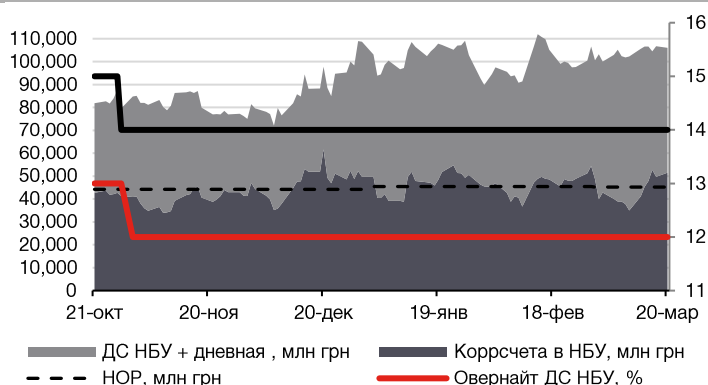
Источник: данные компании, Энергорынок

МВФ задержал выделение средств Украине, в то время как ЕС согласился предоставить следующий транш в размере 0.6 млрд евро. По словам министра финансов Анатолия Данилюка, решение Фонда продиктовано необходимостью пересмотра макроэкономического прогноза с учетом последствий торговой блокады. Новый этап переговоров не предусматривается. Согласно пресс-релизу Европейской комиссии, Украина в основном выполнила реформы, согласованные с ЕС, и предприняла важные шаги по борьбе с коррупцией, увеличению прозрачности в управлении бюджетными средствами, усовершенствованию государственного управления, показала прогресс в реформировании энергетического и финансового сектора, улучшении бизнес-среды и укреплении системы социальной помощи.

Наш взгляд: Хотя решения МВФ и ЕС показались нам несколько неожиданными, они никак не влияют общую макроэкономическую картину. Мы по-прежнему ожидаем получения Украиной транша в размере 1 млрд \$ (и второго в размере 2 млрд \$ до конца года), и рассматриваем задержку как исключительно техническую (с целью убедиться в достоверности показателей в новом меморандуме). Что касается ЕС, мы ожидали подтверждения выделения средств несколько позже, учитывая, что парламент все еще не проголосовал за снятие запрета на экспорт древесины, хотя сама выплата полностью соответствует нашим прогнозам.

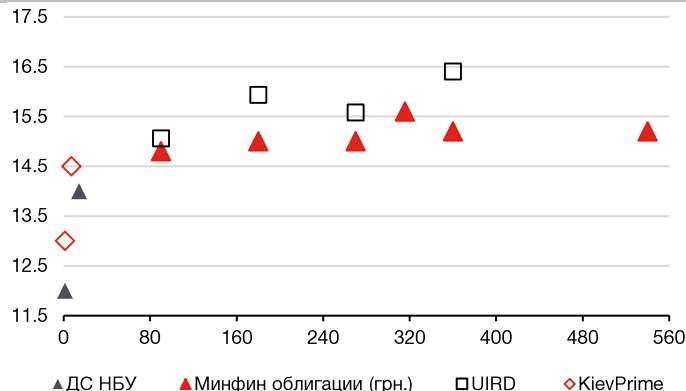
Приложение

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



Источник: НБУ, Adamant Capital

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

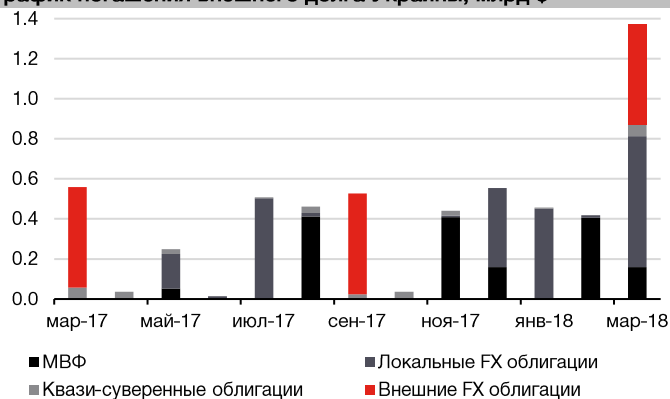


Источник: НБУ, Bloomberg, Adamant Capital

Ликвидность локального рынка (сумма коррсчетов в НБУ, депозитных сертификатов и других внутридневных изменений) увеличилась на 471 млн грн до 106.1 млрд грн за неделю. Министерство финансов 21 марта провело аукцион по размещению ОВГЗ на общую сумму 590 млн грн и со сроками погашения в 2018 и 2019 годах. Средние доходности составили 14.96 и 15.09%, соответственно.

Межбанковский курс грн/\$ на этой неделе оставался практически на одном уровне - 26.90.

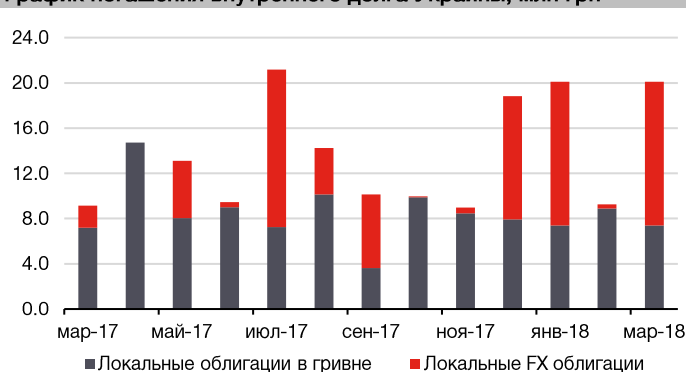
График погашения внешнего долга Украины, млрд \$



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

Источник: Bloomberg, Adamant Capital

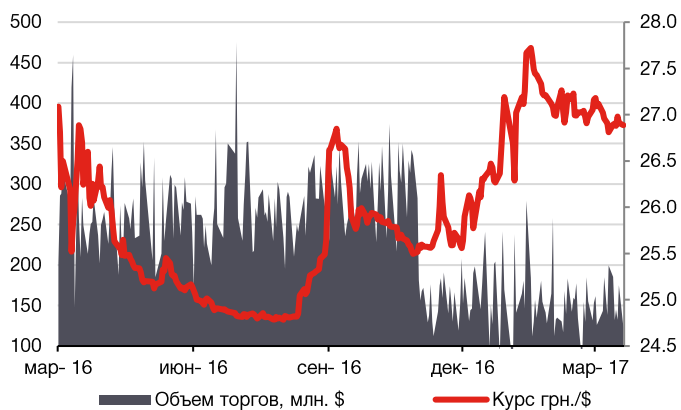
График погашения внутреннего долга Украины, млн грн



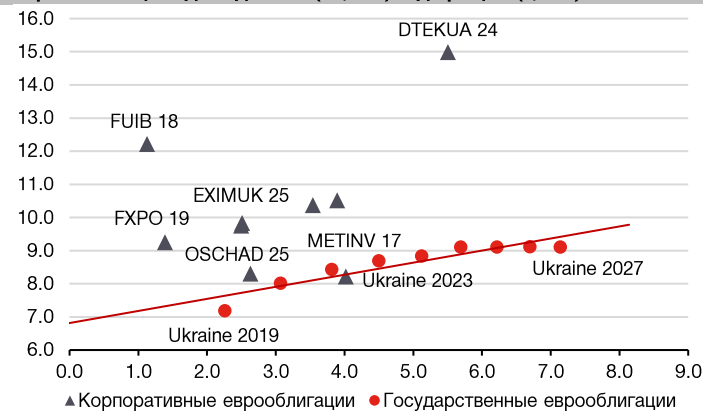
По курсу грн/\$ на уровне 27.5; EUR/\$ курс на уровне 1.07

Источник: Минфин

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

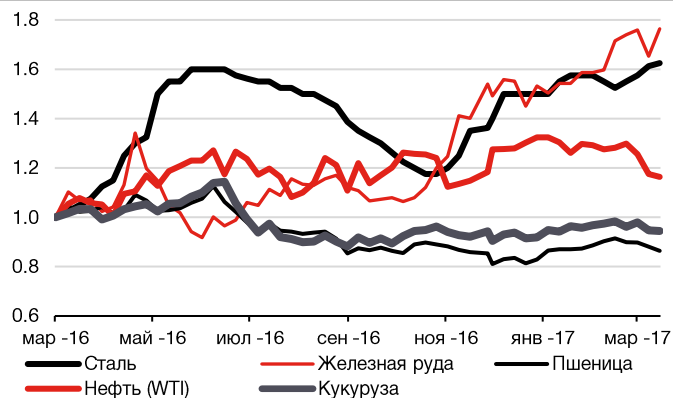


Еврооблигации: доходность (% лш) и дюрация (г, пш)



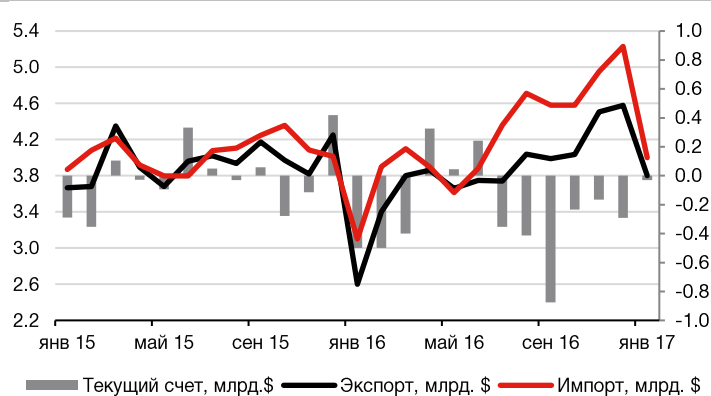
Источник: Bloomberg, Adamant Capital

Мировые индексы цен на сырье



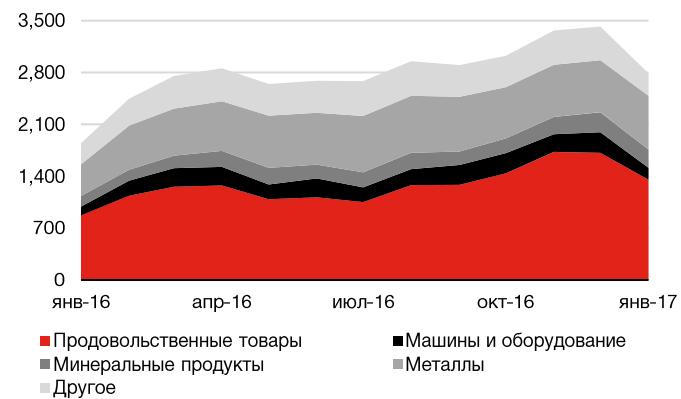
Источник: Bloomberg, Adamant Capital

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



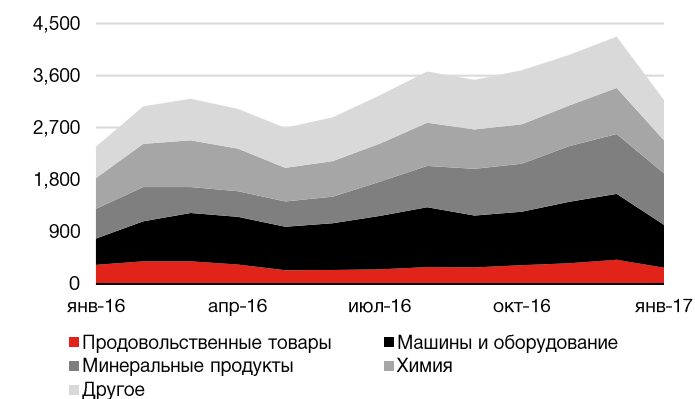
Источник: НБУ

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%	4.7%	2.2%	2.5%
Номинальный ВВП, млрд грн	1,567	1,979	453	532	665	685	2,347	2,755
Номинальный ВВП, млрд \$	132	90	18	21	26	26	92	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%	8.7%	3.4%
Государственный долг, % ВВП	52%	79.4%	76.4%	78%	79.6%	82.5%	82.1%	69.9%
Внешний государственный долг, % ВВП ⁴	31%	47.8%	50.0%	49.4%	51.4%	50.0%	50.5%	45.5%
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	46.8
Импорт товаров и услуг, млрд \$	73.8	49.5	11.0	11.4	13.6	14.7	51.5	55.5
Сальдо торгового баланса, млрд \$	-5.3	-1.7	-1.1	-1.5	-1.9	-1.6	-5.6	-8.7
Текущий счет, млрд \$	-5.3	-0.2	-1.0	0.9	-1.7	-0.7	-3.4	-6.6
Финансовый счет, млрд \$ ⁵	8.0	-0.6	0.6	0.3	2.2	-1.0	-4.6	-5.2
Резервы НБУ, млрд \$	7.5	13.3	13.5	14.0	15.6	15.5	15.5	16.4
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	Дата рек	Купо	Погашение	Доходность	Bid	Δ неделя	Дюрация, г.	Объем, млн \$
Украина 2019	Держать	1-Дек-16	7.8	Сен-19	7.2	101.3	1.0	2.3	1,743
Украина 2023	Держать	1-Дек-16	7.8	Сен-23	8.8	94.8	0.5	5.1	1,355
Украина 2027	Держать	1-Дек-16	7.8	Сен-27	9.1	91.0	0.7	7.1	1,307
МХП 2020	Держать	21-Мар-17	8.3	Апр-20	8.3	99.9	-0.9	2.8	750
ДТЭК 2024	Держать	21-Мар-17	10.8	Дек-24	15.0	79.5	-2.7	5.8	1,275
Феррэкспо 2019	Держать	7-Мар-17	10.4	Апр-19	9.3	102.0	-0.5	1.6	160
Метинвест 2016	Продавать	28-Фев-17	10.3	Май-16	-	94.1	-1.0	-	89
Метинвест 2017	Продавать	28-Фев-17	10.5	Ноя-18	-	94.3	-1.7	-	304
Метинвест 2018	Продавать	28-Фев-17	8.8	Фев-18	-	94.1	-0.8	-	795
Укрлендфарминг 2018	Продавать	17-Май-16	10.9	Мар-18	190.8	30.1	0.0	1.0	521
Авангард 2018	Продавать	6-Дек-16	10.0	Окт-18	112.6	30.0	0.0	1.6	213
ПУМБ 2018	Держать	14-Фев-17	11.0	Дек-18	12.2	98.1	-0.6	1.3	197
ПриватБанк 2018 (10.250)	Продавать	21-Фев-17	10.3	Янв-18	296.9	24.8	-2.7	0.8	160
ПриватБанк 2018 (10.875)	Продавать	21-Фев-17	10.9	Фев-21	236.8	27.4	0.0	0.9	220
Ощадбанк 2023	Покупать	14-Мар-17	9.4	Мар-23	9.7	98.3	-0.3	2.6	700
Ощадбанк 2025	Покупать	14-Мар-17	9.6	Мар-25	10.4	96.0	-0.6	3.6	500
Укрэксимбанк 2022	Покупать	14-Мар-17	9.6	Апр-22	9.8	99.2	-0.3	2.7	750
Укрэксимбанк 2025	Покупать	14-Мар-17	9.8	Янв-25	10.5	96.0	-0.8	3.9	600
Укрэксимбанк 2021	Держать	13-Дек-16	9.9	Сен-21	10.8	96.7	-0.7	2.5	500
Мрия 2018	Продавать	7-Фев-17	9.5	Апр-18	658.4	5.5	0.0	1.2	400
Кернел 2020	Держать	28-Фев-17	8.8	Янв-22	8.2	102.1	-0.2	4.1	500

Данные на 21 марта 2017

Источник: Bloomberg

Календарь событий на 2 недели		
Событие	Тип даты	Дата
Ferrexpo -- финансовые результаты за 2016	Точная	22-Мар
ГССУ - статистика промышленности	Точная	23-Мар
НБУ - статистика по платежному балансу	Индикативная	30-Мар
ДТЭК - финансовые результаты за 2016	Индикативная	31-Мар
Ощадбанк - финансовые результаты за 2016 МСФО	Индикативная	31-Мар
Укрэксимбанк - финансовые результаты за 2016 МСФО	Индикативная	31-Мар
ПУМБ - финансовые результаты за 2016 МСФО	Индикативная	31-Мар
Приватбанк - финансовые результаты за 2016 МСФО	Индикативная	31-Мар
Метинвест - отчет за январь	Индикативная	31-Мар
Авангард - финансовые результаты за 4кв16 и 2016	Индикативная	31-Мар

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.