

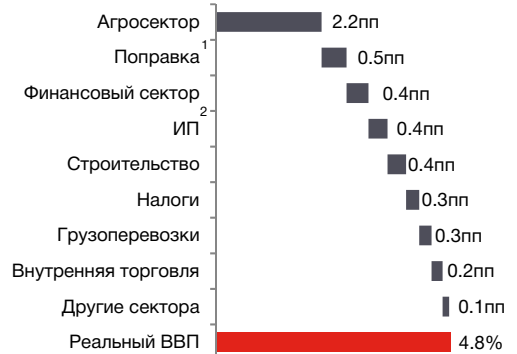
Еженедельный обзор

- В 4кв16 рост реального ВВП достиг 4.8% г/г
- В феврале промышленное производство и выход аграрной продукции сократились на 4.6% и 1.0% г/г, соответственно, в то время как внутренняя торговля выросла на 1.8% г/г
- Компания Ferrhexro опубликовала финансовые результаты за 2П16: EBITDA выросла на 35% п/п до 215 млн \$
- Компания Метинвест завершила процесс реструктуризации еврооблигаций

В 4кв16 рост реального ВВП достиг 4.8% г/г, согласно окончательным данным ГССУ. Итоговая цифра была пересмотрена в сторону увеличения на 0.1 пп по сравнению с предварительной оценкой, опубликованной в феврале. Годовой показатель составил 2.3% против -9.8% в 2015.

Наш взгляд: Анализ расчета ВВП производственным методом указывает на существенный вклад в общую цифру роста сельскохозяйственного сектора (45% или 2.2 пп из 4.8%), который, с октября по декабрь, продемонстрировал рекордный урожай зерновых и подсолнечника (на 25% и 74% больше в годовом сопоставлении, соответственно). В то же время, за исключением статистической коррекции (которая возникает в связи с различиями в структуре ВВП в 2016 и 2010 годах), остальная динамика была обусловлена положительными результатами целого ряда экономических сегментов (финансовые услуги, индустрия, строительство, транспорт, внутренняя торговля). Учитывая также, что, согласно расходному методу, капитальные инвестиции демонстрируют значительный рост уже четвертый квартал подряд (на 42% г/г в реальном выражении в 4кв16), мы считаем, что данные, в целом, указывают на общее восстановление экономики. Принимая во внимание негативный эффект от блокады и захвата повстанцами украинских предприятий, мы оставляем наш прогноз роста реального ВВП в 2017 году на уровне 2.5% вместо 3.5%, которые, по нашему мнению, могли бы реализоваться при менее радикальном развитии событий на востоке.

Рост реального ВВП по секторам в 4кв16



(1) Методологическая поправка: разница между ВВП и суммарной добавленной стоимостью сгенерированной всеми секторами
(2) Индустриальное производство
Источник: ГССУ, Adamant Capital

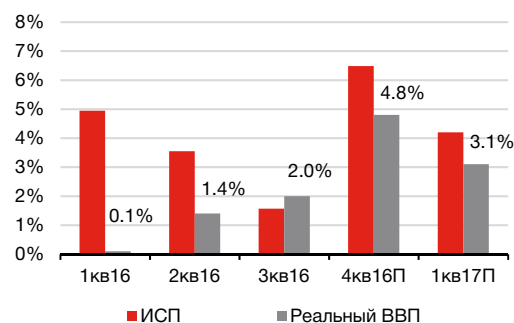
В феврале промышленное производство и выход аграрной продукции сократились на 4.6% и 1.0% г/г, соответственно, в то время как внутренняя торговля выросла на 1.8% г/г, согласно данным ГССУ и нашим подсчетам. Скорректированный на эффект календарных дней (2016 год был високосным), индекс промышленности уменьшился на 1.7% г/г. Добывающая отрасль снизила выработку на 5.8% г/г с наибольшим сокращением объемов в извлечении угля и железной руды (на 26% и 12% г/г, соответственно). Сектор переработки пережил спад на 3.2% (отчасти вследствие снижения на 19% производства стали и на 30% - коксующегося угля). Объемы оптовой торговли увеличились на 2.9% г/г, в то время как реализация товаров в рознице замедлилась на 2.5% г/г. Строительство и грузовые перевозки продолжили рост - на 4.8% и 13.0% г/г соответственно.

Наш взгляд: По нашему мнению, основной причиной падения промпроизводства в этом месяце стала транспортная блокада на востоке страны, которая началась в конце января. Учитывая, что украинские активы были позже "национализированы" повстанцами, мы ожидаем, что отрицательная динамика по добычи угля (коксующегося и энергетического) и производства стали продолжится на протяжении всего 2017 года и послужит основной причиной утраты 1% реального ВВП. Несмотря на то, что рост рассчитываемого нами индекса совокупного производства (ИСП) в феврале составил всего 0.6% г/г, мы ожидаем существенное улучшение этого показателя в следующем месяце (в частности в связи с менее выраженным календарным эффектом) и финальную цифру за квартал в размере 4.2%. В целом, статистические данные с начала года подтверждают наш прогноз роста реального ВВП в 1кв17 на уровне 3.1%.

Компания Ferrhexro опубликовала финансовые результаты за 2П16: EBITDA выросла на 35% п/п до 215 млн \$. Выручка увеличилась всего на 15%, подняв маржу на 6 пп до 41%. Чистая прибыль достигла 111 млн \$ (+43% п/п). Операционный и свободный денежные потоки выросли на 28% и 32% п/п соответственно. Компания также объявила о планах выплатить обычный и специальный дивиденды в суммарном размере 6.6 центов на акцию или 38 млн \$. Коэффициент чистого долга к EBITDA сократился на 38% п/п и на 43% г/г до 1.6.

Наш взгляд: Показатель EBITDA за 2п16 превзошел наши ожидания почти на 20% благодаря неожиданно высоким объемам продаж окатышей (которые, в отличие от прошлого года, превысили производство на 4%) и росту средней премии на 8 \$ за тонну п/п. По нашим расчетам, учитывая уже сложившиеся цены на железную руду, компания сгенерировала порядка 175 млн \$ EBITDA в течение 1кв17 и может добавить к показателю еще 125 млн \$ к концу июня (всего 300 \$ млн за 1п17), если динамика на сырьевых рынках окажется благоприятной. С точки зрения кредитных показателей, позиция Ferrhexro выглядит сильной как в отношении ликвидности (145 млн \$ денежных средств на балансе на конец 2016 года против обязательств по выплатам на общую сумму 200 млн \$ в 2017), так и долговой нагрузки (коэффициент чистого долга к EBITDA должен опуститься ниже 1.0х к декабрю). В то же время, рекомендацию по бумагам эмитента мы оставляем на отметке "держат" учитывая текущий спред по доходности в 170 бп к суверенной кривой.

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

Результаты Ferrhexro за 2п16, млн \$ (МСФО)

	2п16	2п15	г/г	1п16	п/п
Выручка	528	449	18%	458	15%
Валютные разницы	11	11	1%	2	нс
EBITDA	215	137	57%	160	35%
EBITDA маржа	41%	30%	10пп	35%	6пп
Особые статьи	-9	-151	нс	0	нс
Чистая прибыль	111	-85	нс	78	43%
Маржа по прибыли	21%	-19%	нс	17%	4пп
OCF ¹	220	71	210%	171	28%
FCF ²	195	30	нс	148	32%
Чистый долг	589	868	-32%	753	-22%
Чистый долг/EBITDA	1.6	2.8	-43%	2.5	-38%
Окатыш, тыс т	5,680	5,650	1%	6,017	-6%
Железная руда, тыс т	5,372	5,755	-7%	5,700	-6%
Расходы C1, \$/т	30	30	-2%	26	16%
62% Fe Platts, \$/т ³	63	52	20%	52	21%
62% Fe Platts - C3, \$/т ⁴	52	40	28%	45	15%
Цена окатыша, \$/т ⁵	81	67	20%	66	22%
EBITDA/т окатыша, \$	36	22	61%	26	37%

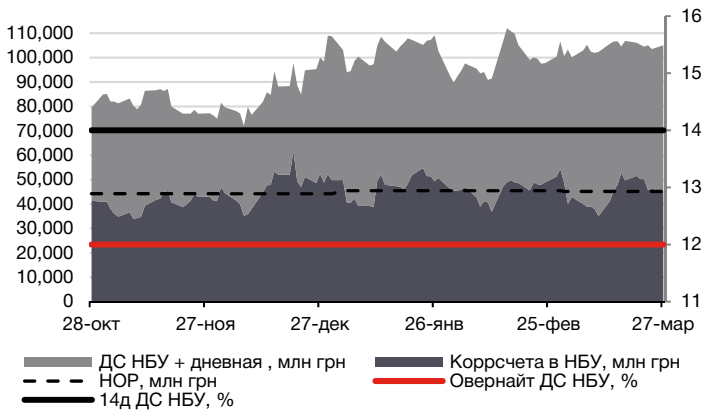
(1) Операционный денежный поток
(2) Свободный денежный поток
(3) Индекс цен на железную руду (Iron Ore Spot Price Index Fe 62% Import Fine Ore in USD)
(4) C3 - индекс фрахта публикуемый Baltic Exchange
(5) Нетбэк цена железной руды для Ferrhexro

Компания Метинвест завершила процесс реструктуризации еврооблигаций. В соответствии с ранее согласованными условиями, три выпуска долговых бумаг с погашением в 2016-18 годах были конвертированы в один на общую сумму 1.2 млрд \$ с погашением в декабре 2021 и процентной ставкой в размере 10.875%. При этом, до января 2019 требования кредиторов будут погашаться в зависимости от их очередности, где 2.793% будут гарантированы, 6.5795% - выплачиваться в денежном эквиваленте при наличии средств через cash sweep (средний баланс должен превысить 180 млн \$), и, в противном случае, по схеме PIK (посредством выпуска новых бумаг), и оставшиеся 1.5025% - только по возможности (капитализация не предусматривается). Механизм очередности также будет использован в дальнейшем для амортизации облигаций и кредитов PXF в объеме 1.1 млрд \$ на пропорциональной основе. По сравнению с предыдущими условиями, держатели облигаций получили дополнительную гарантию через залог акций дочерних компаний: Ингулецкого и Центрального ГОКов и Металлургического комбината им. Ильича, как напрямую, так и через холдинговую компанию, зарегистрированную в Нидерландах.

Наш взгляд: Мы оцениваем новые условия как очень привлекательные для инвесторов. Учитывая, что, по нашим расчетам, Метинвест может потерять от блокады и захвата активов на востоке лишь до 10% EBITDA, мы считаем справедливым текущий спред доходности бумаг эмитента к суверенной кривой (200-330 бп) и повышаем нашу рекомендацию до отметки "держать". По нашему мнению, реструктуризация должна позволить компании осуществить необходимый объем капитальных инвестиций для поддержания операционных сегментов и реорганизации структуры с учетом новых условий, учитывая, что обязательные выплаты по долгам до января 2019 года составят не более 100 млн \$ в год, а EBITDA может превысить 1.5 млрд \$.

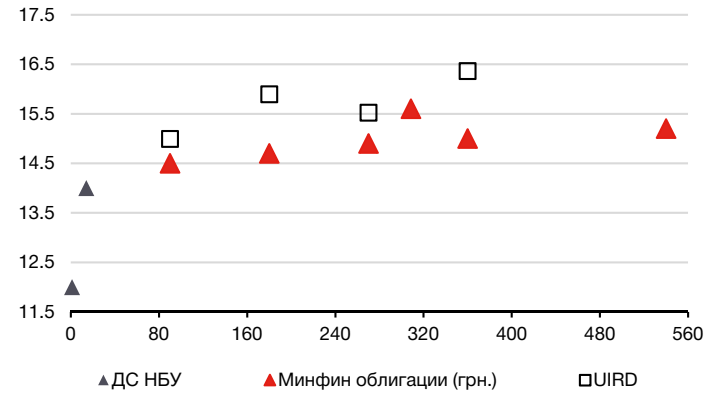
Приложение

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



Источник: НБУ, Adamant Capital

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

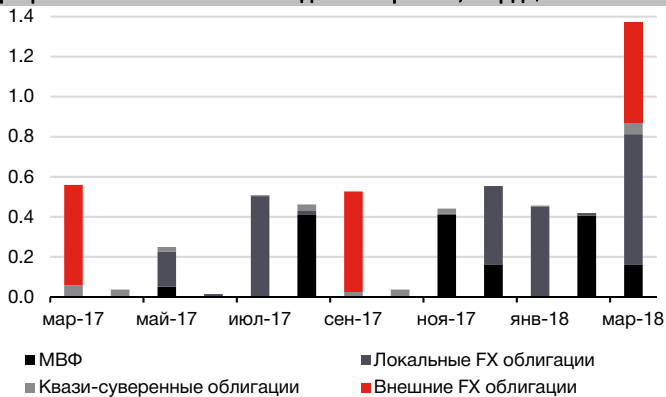


Источник: НБУ, Bloomberg, Adamant Capital

Ликвидность локального рынка (сумма коррсчетов в НБУ, депозитных сертификатов и других внутрисуточных изменений) уменьшилась на 1.0 млрд грн до 105.0 млрд грн за неделю.

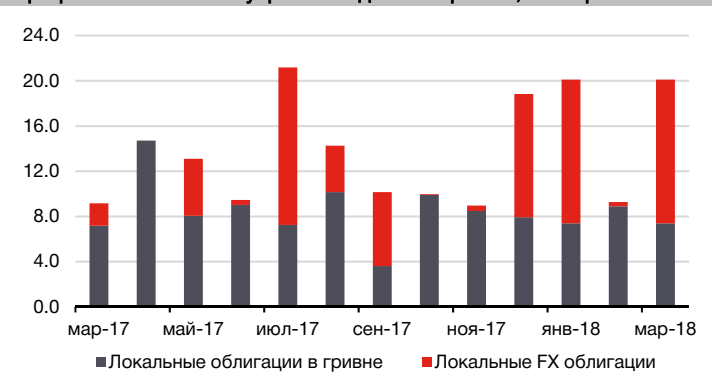
Межбанковский курс грн/\$ на этой неделе ревальвировал на 1.0%, открывшись в начале недели на отметке 26.88 и закрывшись к концу на уровне 27.15.

График погашения внешнего долга Украины, млрд \$



Квази-суверенный долг включает тело и проценты облигации государственных банков, Укрзалізнички и муниципалитетов
Источник: Bloomberg, Adamant Capital

График погашения внутреннего долга Украины, млн грн

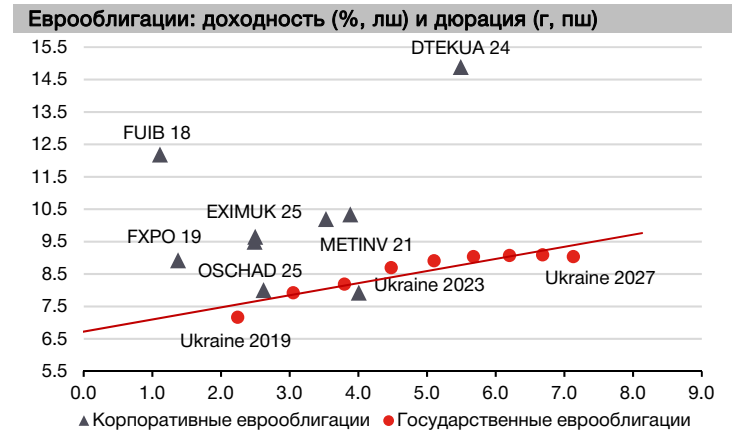


По курсу грн/\$ на уровне 27.5; EUR/\$ курс на уровне 1.07

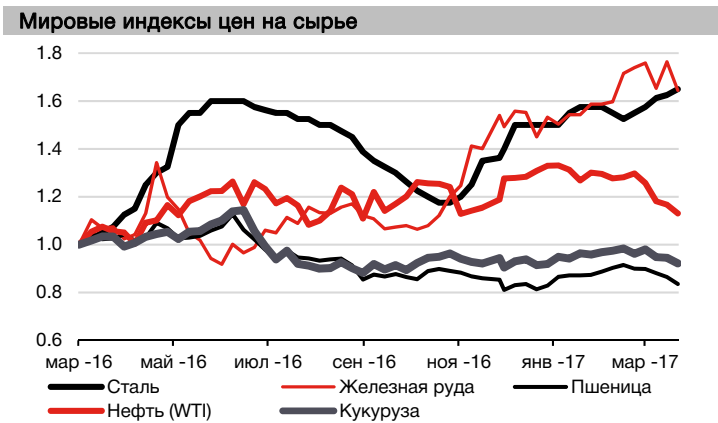
Источник: Минфин



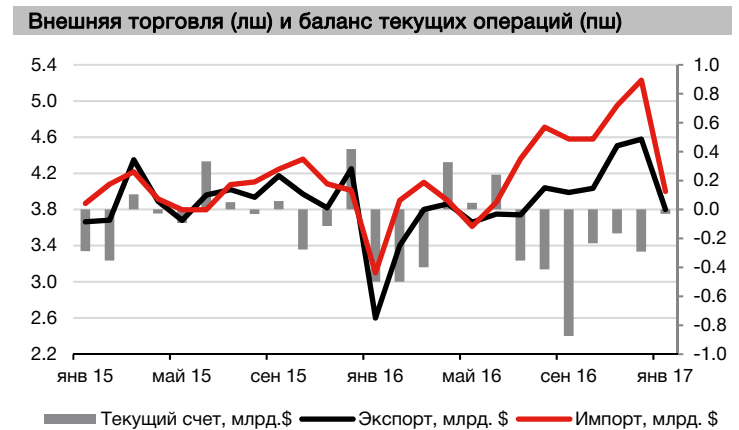
На основе официальных данных межбанковского рынка
Источник: НБУ



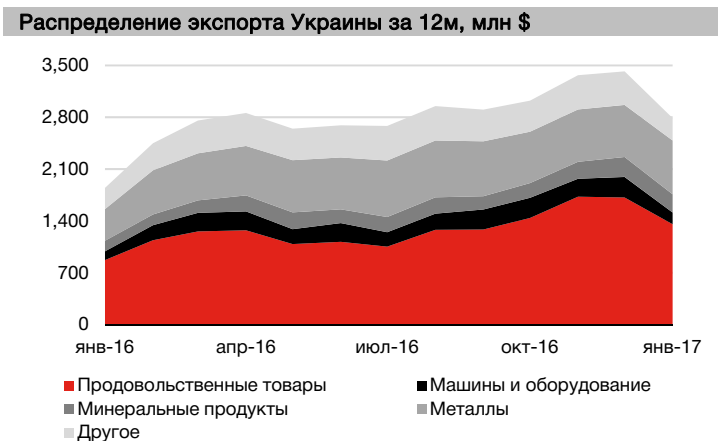
Источник: Bloomberg, Adamant Capital



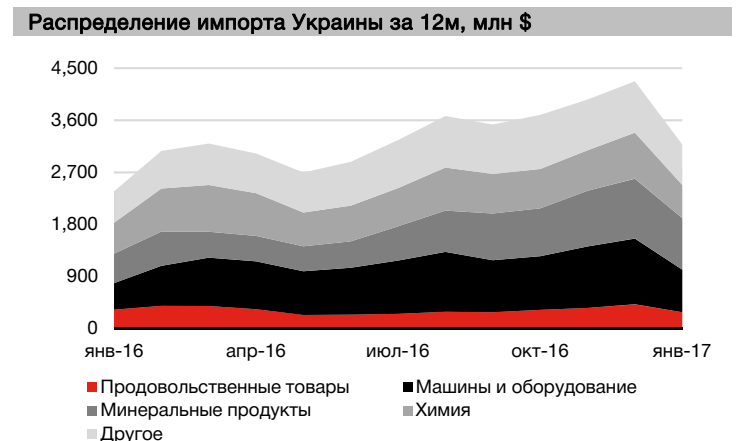
Источник: Bloomberg, Adamant Capital



Источник: НБУ



Источник: НБУ



Источник: НБУ

Основные макроэкономические показатели								
	2014	2015	1кв16	2кв16	3кв16	4кв16	2016	2017П
Рост реального ВВП, г/г %	-1.6%	-9.9%	0.1%	1.3%	2.0%	4.8%	2.3%	2.5%
Номинальный ВВП, млрд грн	1,567	1,979	453	532	665	723	2,383	2,785
Номинальный ВВП, млрд \$	132	90	18	21	26	28	93	101
Рост дефлятора ВВП, г/г % ¹	14.8%	40.2%	20.5%	15.2%	15.5%	19.2%	17.1%	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%	80.8%	80.8%	69.2%
Внешний государственный долг, % ВВП ⁴	31%	47.8%	50.0%	49.4%	51.4%	49.0%	49.0%	45.0%
Общий внешний долг, млрд \$	137.1	118.7	117.4	115.0	116.0	113.5	113.5	116.5
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	0.2	2.3	1,743	
Украина 2023	Держать	1-Дек-16	7.8	Сен-23	8.9	94.4	-0.1	5.1	1,355	
Украина 2027	Держать	1-Дек-16	7.8	Сен-27	9.0	91.4	0.5	7.1	1,307	
МХП 2020	Держать	21-Мар-17	8.3	Апр-20	8.0	100.7	0.6	2.8	750	
ДТЭК 2024	Держать	21-Мар-17	10.8	Дек-24	14.9	80.1	0.4	5.8	1,275	
Феррэкспо 2019	Держать	7-Мар-17	10.4	Апр-19	8.9	102.6	1.0	1.6	160	
Метинвест 2021	Продавать	28-Фев-17	9.4	Дек-21	12.5	92.2	0.0	4.1	1,197	
Укрлендфарминг 2018	Продавать	28-Фев-17	10.9	Мар-18	200.8	29.3	-0.5	1.0	521	
Авангард 2018	Продавать	28-Фев-17	10.0	Окт-18	120.2	28.4	-1.5	1.6	213	
ПУМБ 2018	Продавать	17-Май-16	11.0	Дек-18	12.2	98.2	0.0	1.3	197	
ПриватБанк 2018 (10.250)	Продавать	6-Дек-16	10.3	Янв-18	301.1	23.2	-1.6	0.8	160	
ПриватБанк 2018 (10.875)	Держать	14-Фев-17	10.9	Фев-21	218.9	27.4	0.0	0.9	220	
Ощадбанк 2023	Продавать	21-Фев-17	9.4	Мар-23	9.5	99.5	1.0	2.6	700	
Ощадбанк 2025	Продавать	21-Фев-17	9.6	Мар-25	10.2	96.9	0.6	3.6	500	
Укрэксимбанк 2022	Покупать	14-Мар-17	9.6	Апр-22	9.6	99.9	0.5	2.7	750	
Укрэксимбанк 2025	Покупать	14-Мар-17	9.8	Янв-25	10.3	96.9	0.5	3.9	600	
Укрзализница 2021	Покупать	14-Мар-17	9.9	Сен-21	10.8	96.8	0.1	2.5	500	
Мрия 2018	Покупать	14-Мар-17	9.5	Апр-18	709.9	5.2	-0.3	1.2	400	
Кернел 2020	Держать	13-Дек-16	8.8	Янв-22	7.9	103.2	0.9	4.1	500	

Данные на 28 марта 2017

Источник: Bloomberg

Календарь событий на 2 недели		
Событие	Тип даты	Дата
НБУ - статистика по платежному балансу	Индикативная	30-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
Ferrexro - операционные результаты за 1кв17	Точная	6-Апр
ГССУ - статистика по инфляции	Точная	7-Апр

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.