

## Еженедельный обзор

- В марте международные резервы НБУ сократились на 0.4 млрд \$ м/м до 15.1 млрд \$
- В марте индекс потребительских цен вырос на 1.8% м/м и на 15.1% г/г
- Рейтинговое агентство Fitch повысило РДЭ Метинвеста до 'B'
- В 1 кв17 компания Ferrexpo сократила производство окатышей на 8.7% кв/кв до 2.6 млн т
- Принадлежащая компании ДТЭК Приднепровская ТЭС, которая генерирует 6% от общего объема электроэнергии в Украине, приостановила деятельность

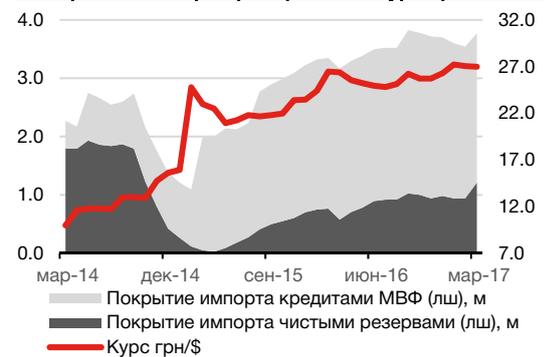
**В марте международные резервы НБУ сократились на 0.4 млрд \$ м/м до 15.1 млрд \$**, согласно предварительным данным. Приток валюты был вызван чистой покупкой 128 млн \$ НБУ на межбанковском рынке и займом на 100 млн \$ от Национального банка Швеции. Отток денежных средств был вызван расходами на обслуживание и амортизацию государственного и гарантированного государством долга на сумму 582 млн \$ и выплат МВФ в размере 16 млн \$.

**Наш взгляд:** Сокращение резервов в марте оказалось на 100 млн \$ меньше нашего прогнозного значения в связи с неожиданным для нас предоставлением Украине кредита от шведского Центробанка. В развернутых данных по платежному балансу мы ожидаем увидеть значительный дефицит текущего счета, который, в том числе, будет отражать негативный эффект от торговой блокады, и, одновременный рост притока по финансовому счету, вызванного ростом объема сдачи валюты населением и увеличением кредитования под инвестиционный импорт. После получения средств от ЕС (0.6 млрд евро) и транша от МВФ (1.0 млрд \$) размер резервов по состоянию на 5 апреля составил 16.7 млрд \$.

**В марте индекс потребительских цен вырос на 1.8% м/м и на 15.1% г/г**, согласно официальным данным ГССУ. По нашим расчетам, инфляция была в основном обусловлена ростом цен на одежду и обувь, продовольственные товары и коммунальные услуги (розничные тарифы на электроэнергию повысились на 25%).

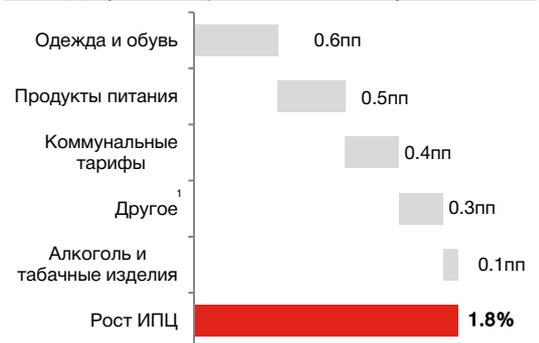
**Наш взгляд:** Месячный рост индекса в марте оказался выше как наших оценок, так и консенсус прогноза Bloomberg (составляли 1.3% и 1.1%, соответственно). Мы были удивлены, в частности, продолжением тенденции сезонности в категории одежда и обувь (появилась впервые в 2014 году) несмотря незначительное инфляционное давление, и удорожанием продуктов питания вопреки снижению мировых цен на пшеницу и кукурузу. Хотя согласно нашим ожиданиям рост индекса в апреле замедлится до 0.8% м/м (скажется отсутствии сильных драйверов), мы все же повышаем наши прогнозы по инфляции за 2017 год до 10.2% на конец периода и 13.4% в среднем, соответственно.

**Покрытие импорта резервами и курс грн/\$**



Источник: НБУ, Adamant Capital

**Вклад в рост ИПЦ основных категорий**



(1) Включает поправку на разницу в примененных и опубликованных весах категорий расходов в потребительской корзине  
Источник: ГССУ, Adamant Capital

Рейтинговое агентство Fitch повысило долгосрочный рейтинг дефолта эмитента (РДЭ) компании Метинвест до 'B' (на одну отметку выше суверенного). Согласно пресс-релизу, повышение отражает улучшение финансовой гибкости эмитента в связи с завершением реструктуризации долга и успешную деятельность во время кризиса. Новый РДЭ находится на одну отметку выше «странового потолка» по причине способности Метинвеста обслуживать валютный долг с помощью валютного денежного потока в обозримом будущем. Согласно базовому сценарию агентства, компания должна начать переговоры с кредиторами в 2020, чтобы рефинансировать свои еврооблигации.

**Наш взгляд:** Хотя, по нашему мнению, кредитные риски Метинвеста все же выше суверенных (в конце концов, финансы компании сильно зависят от уровня цен всего двух сырьевых товаров – стали и железной руды), оптимистичная риторика агентства совпадает по духу с нашим недавним повышением рекомендации по бумагам до уровня “покупать”. Принимая во внимание, что полный размер купонного платежа составит 10.875% с начала 2019, мы ожидаем, что компания, по крайней мере, частично, амортизирует еврооблигации при погашении, чтобы уменьшить общую стоимость капитала.

**В 1кв17 компания Ferrhegro сократила производство окатышей на 8.7% кв/кв до 2.6 млн т.** Согласно пресс-релизу, падение выхода произошло в результате планового технического обслуживания в январе и феврале, а также 55-дневного ремонта производственной линии, который начался 20 марта. Доля выпуска премиального продукта (с 65% содержанием железа) снизилась на 1 пп до 94% от общего объема. Индекс цен на железную руду (62% CFR China) вырос на 21% кв/кв и на 77% г/г до 86 \$/т.

#### Производство окатышей Ferrhegro в 1кв17

	1кв17	4кв16	3кв16	2кв16	1кв16
Выпуск окатышей	2,624	2,873	2,604	2,825	2,887
кв/кв	-9%	10%	-8%	-2%	-3%
г/г	-9%	-4%	-9%	-4%	0%
Доля окатышей 65% Fe	94%	95%	94%	92%	96%
62% Fe Platts, \$/т <sup>1</sup>	86	71	58	56	48
кв/кв	21%	22%	4%	16%	3%
г/г	77%	51%	6%	-5%	-22%

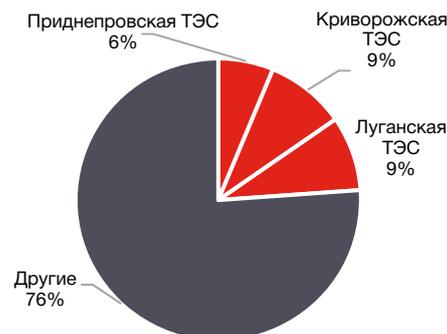
(1) Эквивалентен индексу 62% CFR China Iron Ore  
Источник: данные компании, Bloomberg, Adamant Capital

**Наш взгляд:** Хотя снижение объемов производства было для нас неожиданным, динамика цен на железную руду в течение квартала, по нашему мнению, более чем компенсирует спад. Мы подсчитали, что даже при более низких объемах продаж показатель EBITDA за 1п17 может превысить 240 млн \$ (рост на 50% г/г), если средняя цена за 2кв17 останется на уровне 70 \$/т (на 8% ниже текущего уровня). Таким образом, в конце июня соотношение чистого долга компании к EBITDA может оказаться ниже 1.0 даже после отчислений 70-80 млн \$ на капитальные расходы, дивиденды и инвестиции в рабочий капитал. Несмотря на очень хорошие кредитные показатели, мы сохраняем рекомендацию “держат” по бумагам эмитента, учитывая небольшой спред к суверенной кривой (всего 60 бп).

Принадлежащая компании ДТЭК Приднепровская ТЭС, которая генерирует 6% от общего объема электроэнергии в Украине, приостановила деятельность. Согласно СМИ, решение было продиктовано нехваткой антрацитного угля, который станция использует в качестве основного сырья. Оператор украинских электросетей Укрэнерго выпустил пресс-релиз с заявлением, что Криворожская ТЭС, также принадлежащая ДТЭК, остановит работу 11 апреля.

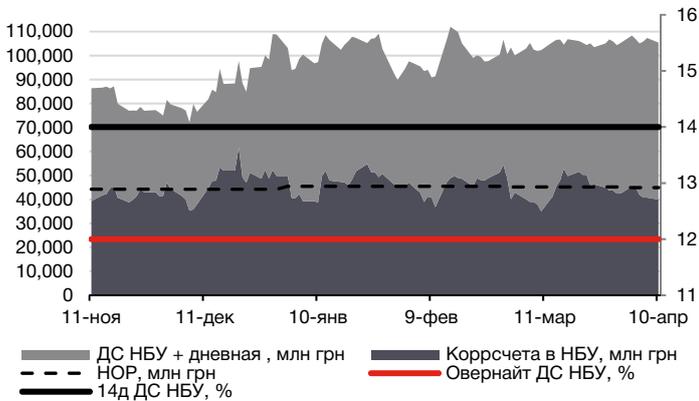
**Наш взгляд:** ДТЭК контролирует три электростанции, работающие на антрацитном угле (добывается только на неподконтрольных территориях), суммарная доля которых в общем производстве составляет порядка 23%. Учитывая возникновение транспортной блокады с начала февраля (за которой последовал захват шахт войсками сепаратистов), поставки вышеуказанного сырья фактически прекратились, остановив, таким образом, работу всех зависимых предприятий кроме Луганской ТЭС (располагает запасами на два месяца вперед). Поскольку законтрактованный уголь из Южной Африки прибудет только в конце мая, текущая ситуация могла бы сократить консолидированную EBITDA ДТЭК на 15% по сравнению с прошлым годом, если бы тарифы для генерации находились на сравнимом уровне. Принимая во внимание, что текущая цена Энергорынка за 1МВт мощности на самом деле уже 80% больше чем в 2016, доходы компании, по нашим оценкам, могут, наоборот, существенно вырасти. Мы рассчитали, что при сохранении текущих тарифов, EBITDA ДТЭК за год увеличится примерно на 75% даже с учетом предполагаемого сокращения производства электроэнергии на 10% и 15%-го скачка в общеэксплуатационных расходах. С учетом вышеизложенного и текущего спреда доходности еврооблигаций ДТЭК 2024 в размере 490 пп к суверенной кривой, мы поднимаем нашу рекомендацию по бумагам эмитента до отметки “покупать”.

Доля ТЭС ДТЭК на антрацитном угле

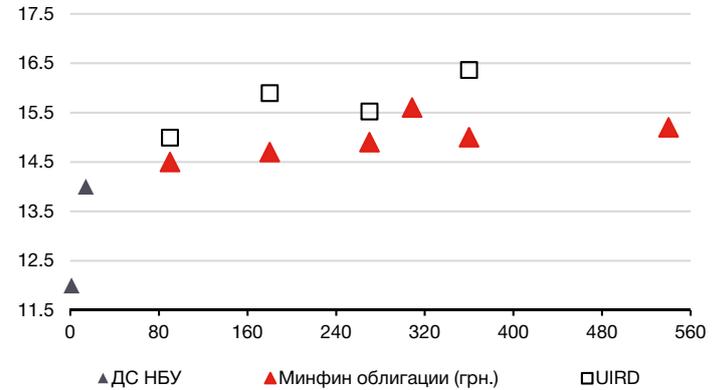


Источник: данные компании

## Приложение

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


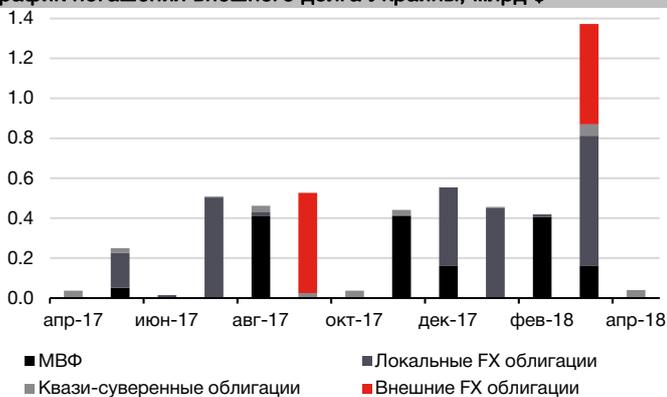
Источник: НБУ, Adamant Capital

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


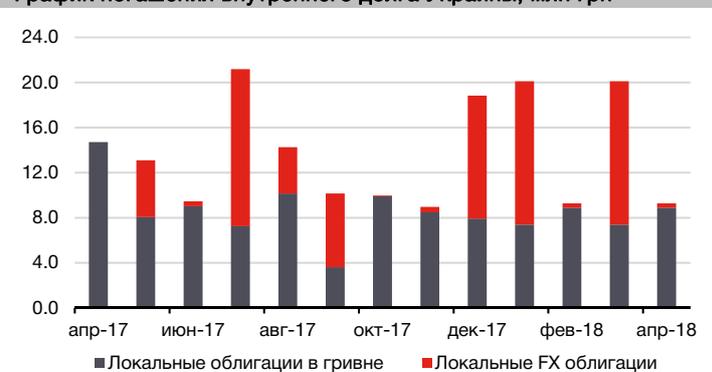
Источник: НБУ, Bloomberg, Adamant Capital

**Ликвидность локального рынка** (сумма коррсчетов в НБУ, депозитных сертификатов и других внутридневных изменений) снизилась на 2.9 млрд грн до 105.4 млрд грн за неделю. Министерство финансов 11 апреля провело аукцион по размещению ОВГЗ на общую сумму 20 млн грн и со сроком погашения в 2018 году. Средняя доходность составила 14.85%.

**Межбанковский курс грн/\$** на этой неделе укрепился на 0.3%, открывшись в начале недели на отметке 27.02 и закрывшись к концу на уровне 26.93.

**График погашения внешнего долга Украины, млрд \$**


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

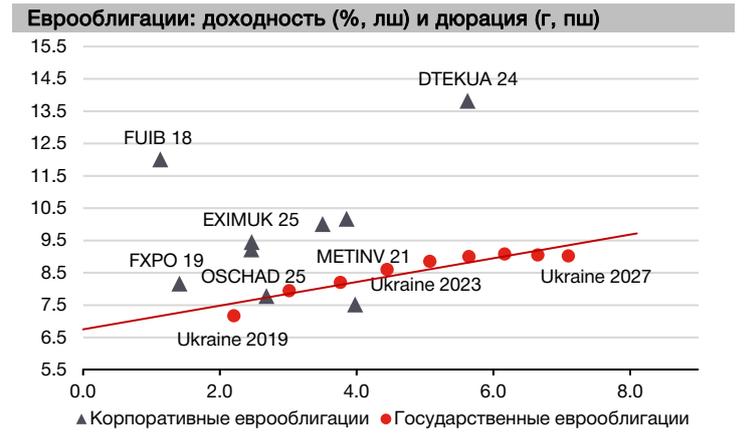
**График погашения внутреннего долга Украины, млн грн**


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

Источник: Минфин



На основе официальных данных межбанковского рынка  
Источник: НБУ



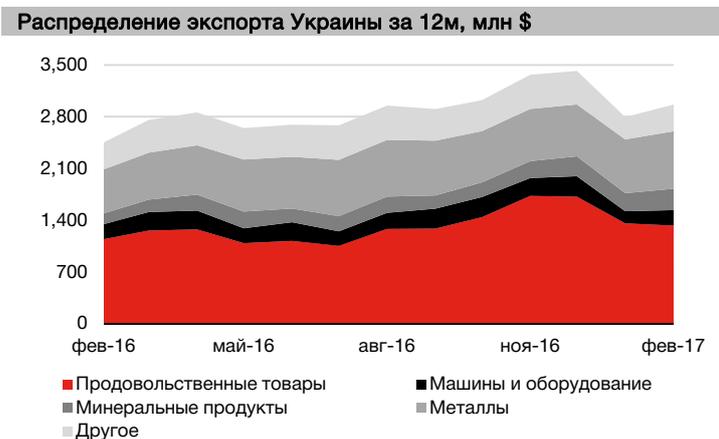
Источник: Bloomberg, Adamant Capital



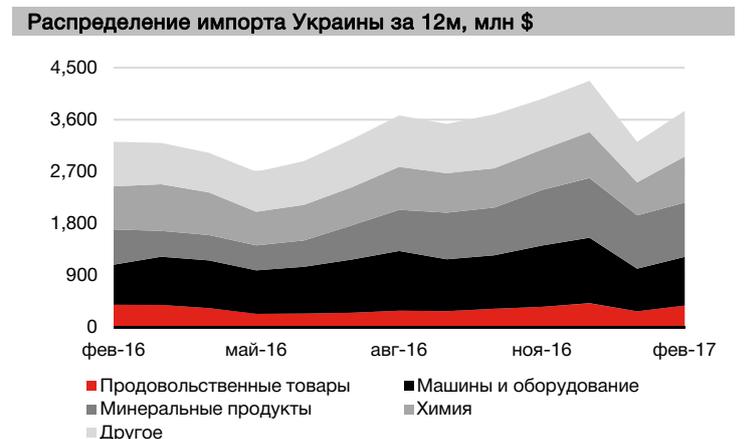
Источник: Bloomberg, Adamant Capital



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 % <sup>1</sup>	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%	13.4%
ИПЦ (на конец периода), г/г %	24.9%	43.3%	32.7%	6.9%	7.9%	12.4%	12.4%	10.2%
Дефицит бюджета, % ВВП <sup>1,2,6</sup>	4.6%	2.5%	-0.7%	2.6%	2.9%	2.9%	2.2%	3.2%
Широкий дефицит бюджета, % ВВП <sup>3</sup>	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 <sup>4</sup>	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 \$ <sup>5</sup>	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/\$ <sup>7</sup>	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	101.2	-0.2	2.3	1,743	
Украина 2023	Держать	1-Дек-16	7.8	Сен-23	8.9	94.7	0.2	5.1	1,355	
Украина 2027	Держать	1-Дек-16	7.8	Сен-27	9.0	91.5	-0.1	7.1	1,307	
МХП 2020	Держать	21-Мар-17	8.3	Апр-20	7.8	101.2	0.5	2.8	750	
ДТЭК 2024	Покупать	11-Апр-17	10.8	Дек-24	13.8	85.6	5.6	5.8	1,275	
Феррэкспо 2019	Держать	11-Апр-17	10.4	Апр-19	8.2	104.0	0.6	1.6	160	
Метинвест 2021	Покупать	4-Апр-17	9.4	Дек-21	11.8	94.5	1.8	4.1	1,197	
Укрлендфарминг 2018	Продавать	28-Фев-17	10.9	Мар-18	229.8	26.8	0.0	1.0	521	
Авангард 2018	Продавать	4-Апр-17	10.0	Окт-18	126.7	27.6	0.1	1.6	213	
ПУМБ 2018	Продавать	17-Май-16	11.0	Дек-18	12.0	98.5	-0.2	1.3	197	
ПриватБанк 2018 (10.250)	Продавать	6-Дек-16	10.3	Янв-18	335.7	22.3	0.0	0.8	160	
ПриватБанк 2018 (10.875)	Держать	14-Фев-17	10.9	Фев-21	289.6	22.0	-0.3	0.9	220	
Ощадбанк 2023	Продавать	21-Фев-17	9.4	Мар-23	9.2	100.7	0.6	2.6	700	
Ощадбанк 2025	Продавать	21-Фев-17	9.6	Мар-25	10.0	97.9	0.6	3.6	500	
Укрэксимбанк 2022	Покупать	14-Мар-17	9.6	Апр-22	9.4	100.7	0.3	2.7	750	
Укрэксимбанк 2025	Покупать	14-Мар-17	9.8	Янв-25	10.2	97.8	0.4	3.9	600	
Укрзализница 2021	Покупать	14-Мар-17	9.9	Сен-21	10.4	98.1	0.6	2.5	500	
Мрия 2018	Покупать	14-Мар-17	9.5	Апр-18	705.7	5.8	0.4	1.2	400	
Кернел 2020	Держать	13-Дек-16	8.8	Янв-22	7.5	104.9	1.3	4.1	500	

Данные на 11 апреля 2017

Источник: Bloomberg

Календарь событий на 2 недели		
Событие	Тип даты	Дата
ДТЭК - финансовые результаты за 2016	Точная	14-Апр
Ощадбанк - финансовые результаты за 2016 МСФО	Индикативная	15-Апр
Укрэксимбанк - финансовые результаты за 2016 МСФО	Индикативная	15-Апр
ПУМБ - финансовые результаты за 2016 МСФО	Индикативная	15-Апр
Приватбанк - финансовые результаты за 2016 МСФО	Индикативная	15-Апр
ГССУ - статистика по сельхозпроизводству	Точная	18-Мар
ГССУ - статистика по товарообороту	Точная	20-Апр
ГССУ - статистика по транспорту	Точная	20-Апр
Кернел - операционные результаты за 3кв17	Точная	20-Апр
МХП - финансовые результаты за 1кв17	Точная	20-Апр
ГССУ - статистика промышленности	Точная	21-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

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.