

Еженедельный обзор

- В июне индекс потребительских цен в Украине вырос на 1.6% м/м
- Международные резервы НБУ выросли на 2% м/м до 18.0 млрд \$ к концу июня
- НБУ сохранил учетную ставку без изменений - на уровне 12.5% и снизил прогноз роста реального ВВП
- Во 2кв17 компания Ferrexpo сократила производство окатышей на 3% кв/кв до 2.5 тыс т
- Кернел приобрел сельскохозяйственное предприятие с 27.5 тыс. га земли в Украине

В июне индекс потребительских цен в Украине вырос на 1.6% м/м. В годовом сопоставлении инфляция ускорилась до 15.6% с 13.5% в апреле. Категория продуктов питания и напитков (рост на 3.3% м/м) вновь стала самым значимым фактором: ее вклад в общий показатель составил 160 бп. Базовая инфляция замедлилась с 0.3% до 0.2%.

Наш взгляд: Месячное значение инфляции оказалось неожиданно высоким и было вызвано в основном дополнительным скачком цен на фрукты и овощи (последние подорожали на 54% м/м после увеличения цен в мае на 55%). Тем не менее, согласно НБУ, быстрый рост частично был вызван изменением ГССУ методики расчета (средневзвешенные цены на продукцию различных сезонов против расчетов цены на продукты только одного сезона сейчас), что предполагает необычно резкую дефляцию в следующие несколько месяцев. В целом, мы подтверждаем наш прогноз годовой инфляции на 2017 на уровне 10.2%, однако ожидаем более высокий среднегодовой показатель: 13.5% вместо 11.8%.

Вклад отдельных категорий в рост ИПЦ, м/м

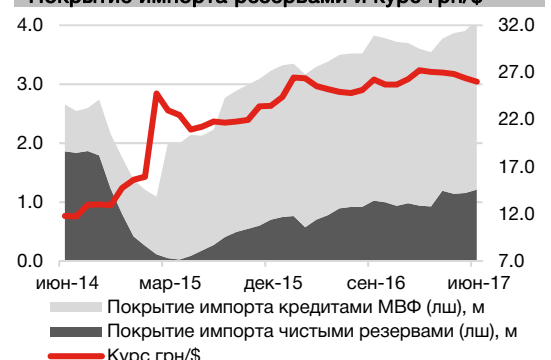


Источник: ГССУ, Adamant Capital

Международные резервы НБУ выросли на 2% м/м до 18.0 млрд \$ к концу июня. Приток средств в основном объясняется покупкой валюты регулятором на межбанковском рынке (общим объемом 300 млн \$). Отток средств был почти незначительным: небольшая выплата процентов на 6 млн \$ по государственному и гарантированному государством долгу.

Наш взгляд: Несколько неожиданно июнь стал еще одним месяцем накопления резервов, несмотря на урон, нанесенный чистому экспорту от разрыва экономических связей Украины с неподконтрольными территориями. Благодаря положительной динамике и решению Министерства финансов разместить еврооблигации на 0.5 млрд \$ во второй половине года мы пересмотрели наш прогноз резервов на конец декабря в сторону повышения: с 16.7 млрд \$ до 18.4 млрд \$. Мы по-прежнему считаем, что 2п17 будет сложным, так как дефицит текущего счета неминуемо вырастет на фоне увеличения импорта природного газа и угля и более низкого выхода сельскохозяйственной продукции. На размер резервов также отрицательно повлияют купонная выплата по еврооблигациям в сентябре и амортизационные отчисления по локальным валютным облигациям в размере более 1.0 млрд \$ на протяжении следующих шести месяцев.

Покрытие импорта резервами и курс грн/\$



Источник: НБУ, Adamant Capital

НБУ сохранил учетную ставку без изменений - на уровне 12.5% и снизил прогноз роста реального ВВП за 2017 с 1.9% до 1.6%.

Согласно пресс-релизу, регулятор считает, что текущие риски увеличения инфляции (связаны в основном с возможным повышением пенсий с октября и медленным проведением реформ) достаточно значительны, чтобы временно приостановить смягчение монетарной политики. Более пессимистичный взгляд на рост ВВП связан со слабыми показателями ключевых секторов за первые шесть месяцев и пересмотренными ожиданиями по урожаю.

Наш взгляд: Мы повышаем наш прогноз ключевой ставки с 10% до 11% с учетом нынешней осторожной позиции регулятора относительно монетарной политики и ожиданий роста дефицита текущего счета во 2п17 (увеличивает вероятность давления на валютный курс ослабление которого стимулирует инфляцию). Что касается роста реального ВВП, то последние высокочастотные данные (за май) указывают, на более быстрый темп восстановления экономики от разрыва связей с Донбассом, чем предполагалось, и вызывают, по нашему мнению, к оптимизму. Наш прогноз, в отличие от НБУ, был недавно повышен до отметки 2.2% и будет оставаться на этом уровне в отсутствие негативных сигналов от статистики по секторам в июне.

Во 2кв17 компания Ferrexpo сократила производство окатышей на 3% кв/кв до 2.5 тыс т. Согласно пресс-релизу, падение выхода произошло из-за ремонта производственной линии, который начался 20 марта и продлился 55 дней. Доля высококачественной продукции с содержанием железа 65% в общем объеме производства выросла на 2 пп до 96%. Индекс цен на железную руду 62% Fe CFR China снизился на 27% кв/кв до 63 \$/т.

Наш взгляд: Сокращение производства произошло примерно в соответствии с ожиданиями. Тем не менее, мы снижаем наш прогноз показателя EBITDA за 1п17 с 240 млн \$ до 220 млн \$ на фоне более существенного, чем предполагалось, падения цен на руду на глобальных рынках. Наш текущий прогноз EBITDA за 2017 составляет 395 млн \$, что при 140 млн \$ предполагаемых капитальных затрат, дивидендов и инвестиций в оборотный капитал означает комфортный уровень договорной нагрузки: соотношение чистого долга к EBITDA на уровне 0.8x. Несмотря на сильные кредитные показатели Ferrexpo, мы подтверждаем рекомендацию по бумагам компании на отметке «держать» – с учетом маленького спреда по доходности к суверенной кривой (лишь 100 бп).

Производственные показатели Ferrexpo

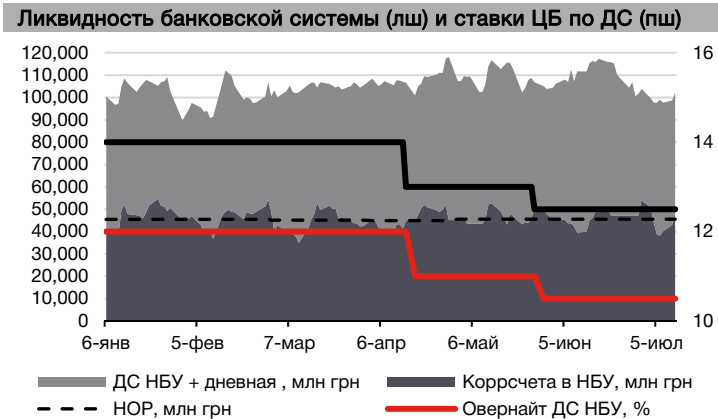
	2кв17	1кв17	4кв16	3кв16	2кв16
Выпуск окатышей	2,536	2,624	2,873	2,604	2,825
кв/кв	-3%	-9%	10%	-8%	-2%
г/г	-10%	-9%	-4%	-9%	-4%
Доля окатышей 65% Fe	96%	94%	95%	94%	92%
62% Fe Platts, \$/т ¹	63	86	71	58	56
кв/кв	-27%	21%	22%	4%	16%
г/г	12%	77%	51%	6%	-5%

(1) Индекс цен на железную руду (Iron Ore Spot Price Index Fe 62% Import Fine Ore in USD)
Источник: данные компании, Bloomberg

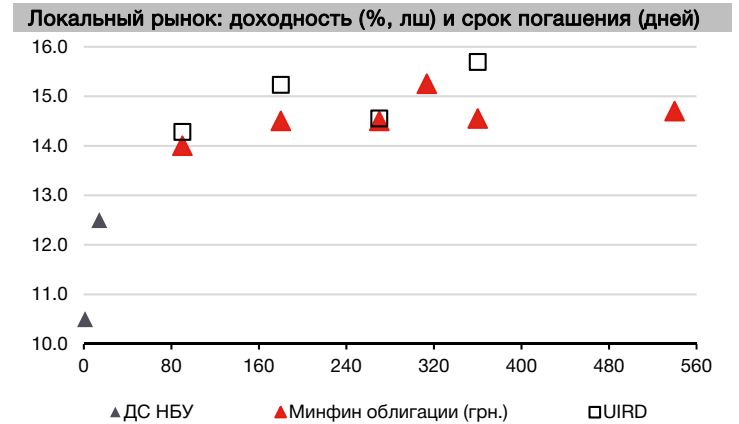
Кернел приобрел сельскохозяйственное предприятие с 27.5 тыс. га земли в Украине. Согласно пресс-релизу, поглощаемая компания владеет более 170 тыс. т мощностей для хранения зерна, ее чистый оборотный капитал за вычетом чистого долга достигает 4 млн \$. Общая стоимость сделки- 43.3 млн \$.

Наш взгляд: Если оценить зернохранилище на уровне около 120 \$ на тонну мощности (хотя цифра сильно варьируется в зависимости от существующей инфраструктуры) и сделать корректировку на оборотный капитал и чистый долг, то сумма сделки станет эквивалентной порядка 690 \$/га земли. При консервативном прогнозе годовой EBITDA от выращивания зерновых на уровне 200\$/га (на 45% ниже среднего показателя Кернела за последние 3 года) ставка внутренней доходности составит 30%. Таким образом, мы считаем, что, скорее всего, сделка оказалась выгодной для покупателя. Приобретение само по себе не предполагает уменьшения доходности еврооблигаций компании, и мы подтверждаем нашу рекомендацию «держать» по бумагам Кернела (текущая премия к суверенной кривой достигает 90 бп).

Приложение



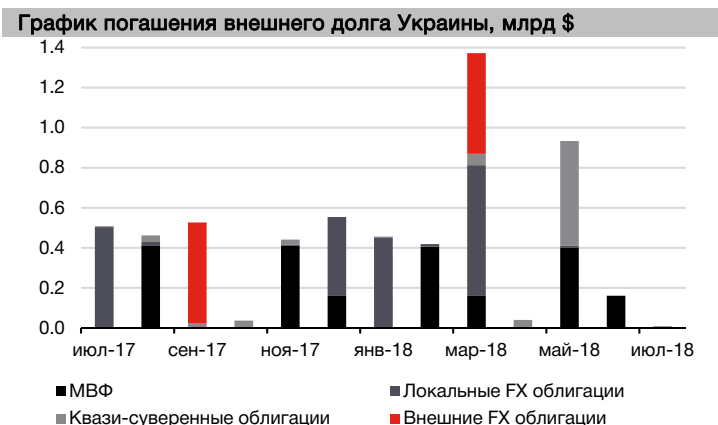
Источник: НБУ, Adamant Capital



Источник: НБУ, Bloomberg, Adamant Capital

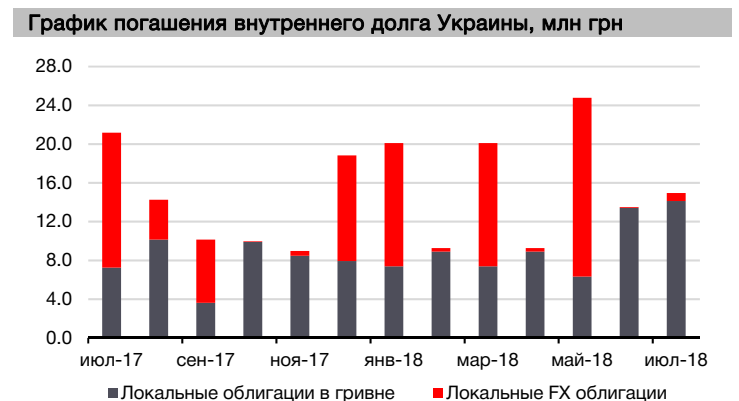
Ликвидность локального рынка (сумма коррсчетов в НБУ, депозитных сертификатов и других внутридневных изменений) уменьшилась на 2.0 млрд грн до 97.7 млрд грн за неделю. 11 июля Министерство финансов разместило облигации на 423 млн грн со сроком погашения в июне 2020 и доходностью 14.54%.

Межбанковский курс грн/\$ остался на этой недели практически без изменений, открывшись на отметке 25.99 и закрывшись к концу на уровне 26.02.



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

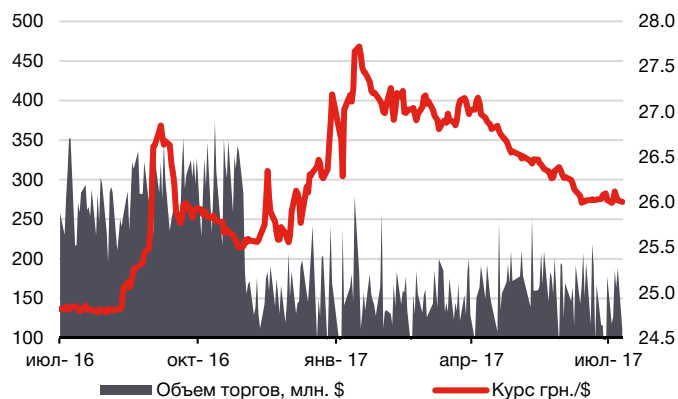
Источник: Bloomberg, Adamant Capital



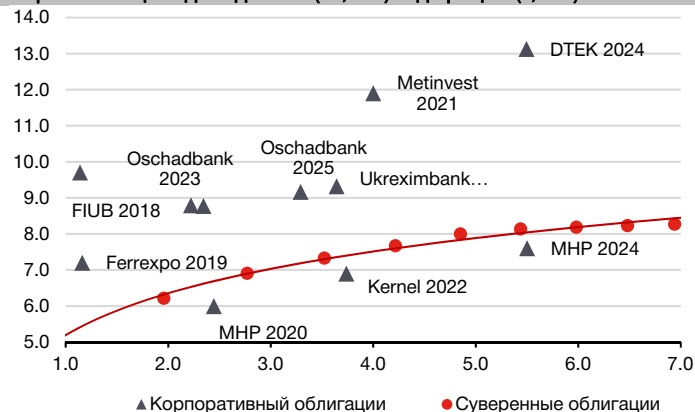
По курсу грн/\$ на уровне 27.5; EUR/\$ курс на уровне 1.07

Источник: Минфин

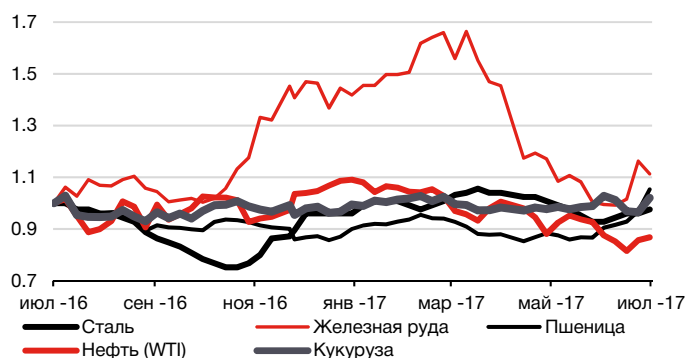
Курс валюты (пш) и объем межбанковских торгов (лш)



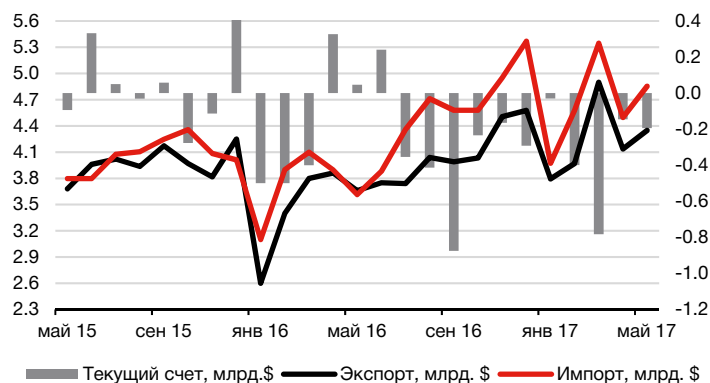
Еврооблигации: доходность (% лш) и дюрация (г, пш)



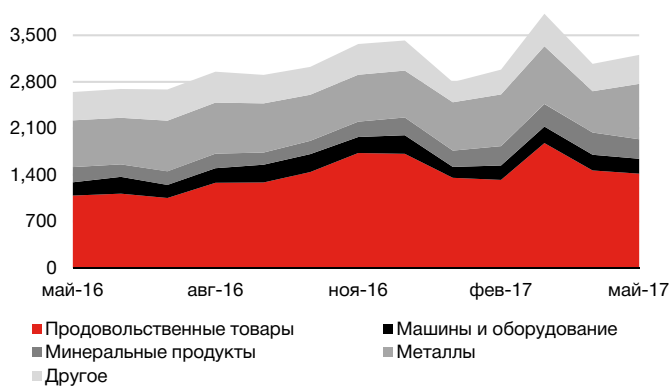
Мировые индексы цен на сырье



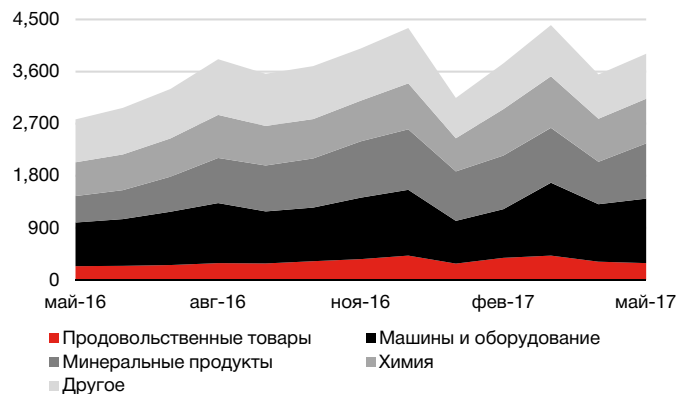
Внешняя торговля (лш) и баланс текущих операций (пш)



Распределение экспорта Украины за 12м, млн \$



Распределение импорта Украины за 12м, млн \$



Основные макроэкономические показатели								
	2015	1кв16	2кв16	3кв16	4кв16	2016	1кв17П	2017П
Рост реального ВВП, г/г %	-9.9%	0.1%	1.5%	2.3%	4.8%	2.3%	2.4%	2.2%
Номинальный ВВП, млрд грн	1 979	456	535	669	723	2 383	532	2 776
Номинальный ВВП, млрд \$	90	18	21	26	28	93	20	103
Рост дефлятора ВВП, г/г % ¹	38.4%	19.8%	15.6%	15.7%	19.2%	17.1%	14.0%	14.0%
ИПЦ (средний за период), г/г %	48.5%	31.3%	8.1%	8.1%	12.3%	14.9%	14.0%	13.5%
ИПЦ (на конец периода), г/г %	43.3%	20.9%	6.9%	7.9%	12.4%	12.4%	15.1%	10.2%
Дефицит бюджета, % ВВП ^{1,2,6}	2.5%	-0.7%	2.6%	2.9%	2.9%	2.2%	0.6%	3.2%
Широкий дефицит бюджета, % ВВП ³	6.9%	3.6%	2.6%	2.9%	22.1%	8.7%	0.6%	3.4%
Государственный долг, % ВВП	79.4%	56.2%	78.0%	79.2%	80.8%	80.8%	79.4%	69.4%
Внешний государственный долг, % ВВП ⁴	47.8%	49.9%	49.3%	51.2%	49.0%	49.0%	48.0%	44.4%
Общий внешний долг, млрд \$	118.7	117.4	115.0	116.0	113.5	113.5	113.6	116.5
Экспорт товаров и услуг, млрд \$	47.8	9.8	11.3	11.7	13.1	45.9	12.7	49.4
Импорт товаров и услуг, млрд \$	49.5	11.1	11.4	13.6	14.7	51.5	13.9	56.0
Сальдо торгового баланса, млрд \$	-1.7	-1.3	-0.1	-1.9	-1.6	-5.6	-1.2	-6.6
Текущий счет, млрд \$	-0.2	-1.2	0.6	-1.7	-0.7	-3.4	-1.2	-4.6
Финансовый счет, млрд \$ ⁵	-0.6	-0.3	-0.3	-2.2	-1.0	-4.6	-0.6	-5.2
Резервы НБУ, млрд \$	13.3	12.7	14.0	15.6	15.5	15.5	15.1	18.4
Средний курс на межбанке, грн/\$ ⁷	21.9	25.8	25.2	25.4	25.9	25.6	27.1	27.0

(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	Купон	Погашение	Доходность	Bid	Δ неделя	Дюрация, г.	Объем, млн \$
Украина 2019	Держать	1-дек-16	7.8	сен-19	6.2	103.0	-0.2	2.0	1,743
Украина 2023	Держать	1-дек-16	7.8	сен-23	8.0	98.8	-0.1	4.9	1,355
Украина 2027	Держать	1-дек-16	7.8	сен-27	8.3	96.5	-0.2	6.9	1,307
МХП 2020	Держать	23-май-17	8.3	апр-20	6.0	105.6	0.1	2.4	750
МХП 2024	Держать	23-май-17	7.8	май-24	7.5	101.5	0.1	5.4	500
ДТЭК 2024	Покупать	6-июн-17	10.8	дек-24	13.1	88.0	0.2	5.5	1,275
Феррэкспо 2019	Держать	11-июл-17	10.4	апр-19	7.2	105.1	0.1	1.2	160
Метинвест 2021	Покупать	04-июл-17	9.4	дек-21	13.1	91.0	0.6	3.9	1,197
Укрлендфарминг 2018	Продавать	17-июн-17	10.9	мар-18	409.1	22.0	-1.3	0.7	521
Авангард 2018	Продавать	4-апр-17	10.0	окт-18	192.6	22.0	0.1	1.2	213
ПУМБ 2018	Продавать	23-май-17	11.0	дек-18	9.7	101.7	0.0	1.1	197
ПриватБанк 2018 (10.250)	Продавать	04-июл-17	10.3	янв-18	737.2	20.3	-0.2	0.5	160
ПриватБанк 2018 (10.875)	Продавать	04-июл-17	10.9	фев-21	543.8	20.4	0.0	0.6	220
Ощадбанк 2023	Покупать	23-май-17	9.4	мар-23	8.8	102.5	0.4	2.2	700
Ощадбанк 2025	Покупать	23-май-17	9.6	мар-25	9.2	102.5	0.4	3.3	500
Укрэксимбанк 2022	Покупать	23-май-17	9.6	апр-22	8.8	103.3	0.2	2.3	750
Укрэксимбанк 2025	Покупать	23-май-17	9.8	янв-25	9.3	102.3	0.2	3.6	600
Укрэксимбанк 2021	Покупать	13-июн-17	9.9	сен-21	9.4	101.5	0.0	2.2	500
Мрия 2018	Продавать	20-июн-17	9.5	апр-18	1201.5	5.3	0.1	0.8	400
Кернел 2022	Держать	11-июл-17	8.8	янв-22	6.9	107.1	0.2	3.7	500

Источник: Bloomberg

Календарь событий на 2 недели		
Событие	Тип даты	Дата
ГССУ – выход с/х продукции за месяц	Точная	17 июля
МНР – отчет за 2 кв и 2п17	Точная	18 июля
ГССУ – оптовая и розничная торговля за месяц	Точная	19 июля
Kernel: операционный отчет за 4 кв 2017 фин. года	Точная	20 июля

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

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.