

Еженедельный обзор

- Дефицит текущего счета платежного баланса (ПБ) Украины вырос на 606 млн \$ г/г до 518 млн \$ в июне
- Чистая прибыль Ощадбанка во 2кв17 практически не изменилась, составив 6 млн \$
- EBITDA компании Метинвест в мае выросла на 3% м/м до 154 млн \$
- Чистая прибыль Укрэксимбанка увеличилась на 31% кв/кв до 16 млн \$ во 2кв17

Дефицит текущего счета платежного баланса (ПБ) Украины вырос на 606 млн \$ г/г до 518 млн \$ в июне. Торговый баланс (товаров и услуг) страны ухудшился на 528 млн \$. Финансовый счет показал приток равный 825 млн \$ (на 536 млн \$ больше, чем в прошлом году), сократив итоговый дефицит ПБ до 306 млн \$ (практически не изменился в годовом сопоставлении).

Наш взгляд: Динамика текущего счета в этом месяце наконец совпала с нашими ожиданиями. Торговый баланс уменьшился на 440 млн \$ по сравнению с 2016 на фоне роста закупок природного газа и продукции машиностроения, который уже в меньшей степени был компенсирован увеличением экспорта сельскохозяйственного сектора. Размер дефицита текущего счета за 1п17 находится на уровне 1.6 млрд \$ (на 0.6 млрд \$ выше в годовом сопоставлении) и соответствует нашему прогнозу 4.6 млрд \$ в целом за 2017 (+0.8 млрд г/г). В то же время, движения по финансовому счету оказалось для нас, в определенной мере, сюрпризом. Больше всего мы были удивлены существенным приростом (+50% м/м) розничных продаж валюты, которые составили 553 млн \$ (рекорд с начала года). Прямые иностранные инвестиции, кредиты и торговое финансирование в сумме достигли 699 млн \$, что также стало максимальным значением с начала 2017. По нашим оценкам, чистый приток капитала за месяц вышел на уровень 633 млн \$. Хотя разница между текущим и финансовым счетом (равно ПБ) в 1П17 составила 1.0 млрд \$, в данный момент мы оставляем наш прогноз профицита ПБ на 2017 на уровне 0.6 млрд \$, ожидая смещения точки равновесия спроса и предложения на валюту во второй половине года.

Показатели платежного баланса, млн \$				
	июн-17	июн-16	1п17	1п16
Экспорт:	4,225	3,743	25,420	21,021
м/м	-3%	3%	0%	0%
г/г	13%	-7%	21%	-10%
Импорт:	4,887	3,962	27,729	23,053
м/м	1%	8%	0%	0%
г/г	23%	1%	20%	-2%
ТБ ⁽¹⁾ :	-662	-219	-2,309	-2,032
м/м	-158	-199	0	0
г/г	-443	-328	-277	-1,394
СА ⁽²⁾ :	-518	88	-1,583	-946
м/м	-324	-205	0	0
г/г	-606	-259	-637	-832
ФА ⁽³⁾ :	-825	-289	-2,632	-1,310
м/м	-269	-220	0	0
г/г	536	294	1,322	2,892
BoP ⁽⁴⁾ :	306	377	1,049	407
м/м	-51	3	0	0
г/г	-71	-112	642	1,707
Funding flow ⁽⁵⁾	633	275	1,285	890

(1) Торговый баланс

(2) Счет текущих операций

(3) Счет финансовых операций

(4) Платежный баланс

(5) Приток капитала в частный сектор из-за рубежа

Источник: НБУ, Adamant Capital

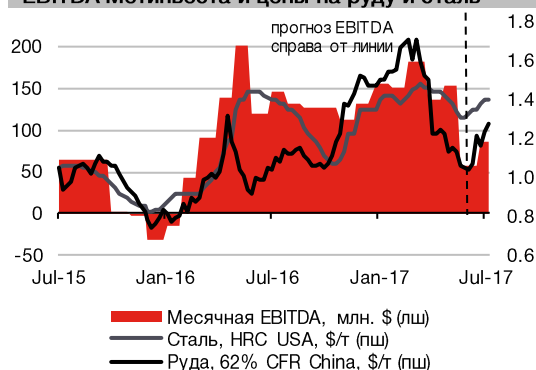
EBITDA компании Метинвест в мае выросла на 3% м/м до 154 млн \$. За вычетом результатов совместных предприятий показатель увеличился на 20% до 133 млн \$. Согласно нашим подсчетам, средняя цена реализации стали компании в месячном сопоставлении практически не изменилась, в то время как цена на железную руду снизилась на 9%. Денежный поток от операционной деятельности достиг 81 млн \$ против 26 млн \$ в мае по причине оттока оборотного капитала. Остатки денежных средств на счетах на конец месяца прибавили 35% м/м, составив 185 млн \$.

Наш взгляд: Учитывая, что результаты Метинвеста указывают на рост вертикально интегрированной себестоимости стали на дополнительные 7% м/м, мы приходим к выводу, что производство этой продукции подорожало на 20% по сравнению с 1кв17 на постоянной основе (по всей видимости, отображает удорожание коксующегося угля и повышение зарплат). Как было упомянуто нами ранее, реализация данного сценария влечет за собой значительный пересмотр годового прогноза по EBITDA в сторону уменьшения: с 1.7 млрд \$ до 1.3 млрд \$, включая результаты совместных предприятий (EBITDA за 1п17 должна все равно составить порядка 0.8 млрд \$). Тем не менее, согласно нашим расчетам, соотношение чистого долга к EBITDA Метинвеста все равно не превысит 1.4, если цены на железную руду и сталь останутся на текущих уровнях (капитальные расходы заложены в размере 640 млн \$). С учетом этих факторов мы подтверждаем нашу рекомендацию «покупать» по бумагам компании, учитывая текущий спред в размере 400 бп к суверенной кривой доходности.

Чистая прибыль Укрэксимбанка увеличилась на 31% кв/кв до 16 млн \$ во 2кв17, а рентабельность капитала достигла 12%. Чистый процентный доход и показатель NIM практически не изменились, составив 28 млн \$ и 2.2%, соответственно. Объем депозитов вырос на впечатляющие 12%, хотя был в основном вызван притоком по текущим счетам юридических лиц (возможно госкомпаний). Объем валовых кредитов увеличился на 3%, в то время как чистый показатель немного уменьшился из-за роста NPL и обесценения (новых резервов было сформировано на 20 млн \$, как и в 1кв17). Показатель адекватности капитала согласно Базель I лишь немного снизился – на 0.2 пп до 23.6%. Соотношение денежных средств и их эквивалентов к общим активам уменьшилось на 5.4 пп до 12.5%.

Наш взгляд: В отличие от Ощадбанка, Укрэксимбанк продолжает признание дополнительных NPL, увеличивая их объем примерно на 1% от общего портфеля за квартал. Учитывая, что такая практика сопровождается формированием новых резервов, доходы компании могут оставаться сдержанными в течение нескольких следующих отчетных периодов. Вместе с тем, банк даже сейчас демонстрирует рентабельность капитала на уровне существенно выше своего ближайшего аналога (12% против 2%) и этот тренд вряд ли изменится в ближайшее время (вызван в основном разницей в расходах на операционную деятельность, поскольку показатели NIM и CAR у обоих банков находятся на похожем уровне). В целом, учитывая адекватный уровень капитала и ликвидности мы продолжаем считать, что текущая премия 120 бп к доходности бумаг эмитента по сравнению с суверенной кривой неоправданно высока, и подтверждаем нашу рекомендацию «покупать».

EBITDA Метинвеста и цены на руду и сталь



EBITDA включает доходы от совместных предприятий; цены на сталь и железную руду перебазируются к 1
Источник: данные компании, Bloomberg, Adamant Capital

Результаты Укрэксимбанка за 2кв17, млн \$

	2кв17	2кв16	г/г	1кв17	кв/кв
Процентный доход	28	32	-14%	28	-1%
Комиссионные	6	7	-20%	5	3%
Отчисления РВПС ¹	-20	-49	-59%	-20	0%
Прибыль	16	-53	-129%	12	31%
Активы	6,470	6,000	8%	6,130	6%
Капитал	540	179	202%	527	3%
Кредиты	3,947	3,896	1%	3,818	3%
РВПС ¹	1,764	1,726	2%	1,706	3%
% кредитов СЛ ²	32%	30%	2пп	30%	2пп
Депозиты	3,455	3,177	9%	3,097	12%
% депозитов СЛ ³	50%	48%	2пп	48%	1пп
NIM ⁴	2.2%	2.9%	-0.7пп	2.2%	0пп
CIR ⁵	-34%	13%	-47пп	-34%	0пп
CAR (Basel I)	23.6%	8.2%	15.4пп	23.8%	-0.2пп
ROE	11.7%	2.7%	9пп	13.2%	-1.5пп
NPLs ⁶	1,713	1,780	-4%	1,612	6%
% NPLs	43%	46%	-2пп	42%	1пп
Обесцененные ⁷	2,504	2,462	2%	2,444	2%
% обесцененных	63%	63%	0пп	64%	-1пп
LLR/обесцененные	70%	70%	0пп	70%	1пп
LLR/NPL	103%	97%	6пп	106%	-3пп

(1) РВПС – резервы на возможные потери по ссудам

(2) Процент кредитов, выданных связанным лицам

(3) Процент депозитов, выданных связанным лицам

(4) Чистая процентная маржа – сумма чистого процентного дохода, деленная на генерирующие проценты активы; долларовый эквивалент в годовом измерении

(5) Соотношение операционных расходов к операционной прибыли

(6) Кредиты просроченные более 90 дней

(7) Обесцененные кредиты

Источник: данные компании, Adamant Capital

Чистая прибыль Ощадбанка во 2кв17 практически не изменилась, составив 6 млн \$. Чистый процентный и комиссионный доходы также сохранились на прежнем уровне (52 млн \$ и 24 млн \$, соответственно). Объем депозитов остался равным показателю 1кв17, в то время как валовые кредиты выросли на 3%. NPL и обесцененные займы увеличились на 3% и 1% соответственно. Показатель адекватности капитала остался на прежней отметке - 20.1%, после докапитализации в марте на 200 млн \$. Соотношение денежных средств к общим активам составило 19%.

Наш взгляд: За исключением конфискации 1.3 млрд \$ средств компаний, связанных с бывшим президентом Украины Януковичем (по всей видимости, были попросту расклассифицированы как государственные депозиты), квартал прошел без значительных событий. Сумма новых резервов под плохие кредиты составила всего 2 млн \$, и указывает на возможное завершение процесса переоценки кредитных рисков по портфелю, что должно положительно сказаться на доходах в будущих периодах. В целом, учитывая сильные метрики платежеспособности и ликвидности (а также статус госкомпании), мы продолжаем считать премию по доходности еврооблигаций эмитента в размере 80 бп к суверенной кривой необоснованной, и подтверждаем рекомендацию «покупать».

Результаты Ощадбанка за 2кв17 (МСФО), млн \$

	2кв17	2кв16	кв/кв	1кв17	г/г
Процентный доход	52	66	-21%	52	0%
Комиссионные	24	20	18%	24	1%
Отчисления РВПС ¹	-2	-111	-98%	63	нс
Переоценка ФИ ²	-43	2	нс	18	нс
Курсовые разницы	37	73	-50%	9	289%
Прибыль	6	6	1%	6	-4%
Активы	8,332	7,448	12%	8,360	0%
Капитал	979	580	69%	954	3%
Кредиты	4,436	4,551	-3%	4,320	3%
РВПС ¹	1,914	1,878	2%	1,867	3%
% кредитов СЛ ³	35%	40%	-12%	37%	-4%
Депозиты	5,654	4,949	14%	5,632	0%
NIM ⁴	2.7%	3.8%	-1.1пп	2.7%	0пп
CIR ⁵	177%	58%	120пп	59%	118пп
CAR (Basel I)	20.1%	11.0%	9пп	20.1%	0пп
ROE	2.3%	2.5%	-0.2пп	3.8%	-1.5пп
NPLs ⁶	1,848	2,173	-15%	1,835	1%
Обесцененные ⁷	3,008	2,927	3%	2,931	3%
% NPLs	42%	48%	-6пп	42%	-1пп
% обесцененных	68%	64%	3пп	68%	0пп
LLR/NPL	104%	86%	17пп	102%	2пп
LLR/обесцененные	64%	64%	-1пп	64%	0пп

(1) РВПС – резервы на возможные потери по ссудам

(2) Переоценка финансовых инструментов, оцениваемых по справедливой стоимости

(3) Процент кредитов, выданных связанным лицам

(4) Чистая процентная маржа – сумма чистого процентного дохода, деленная на генерирующие проценты активы; долларовой эквивалент в годовом измерении

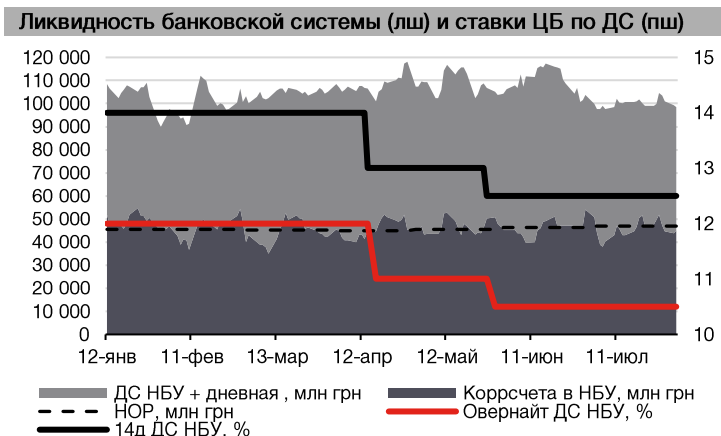
(5) Соотношение операционных расходов к операционной прибыли

(6) Кредиты просроченные более 90 дней

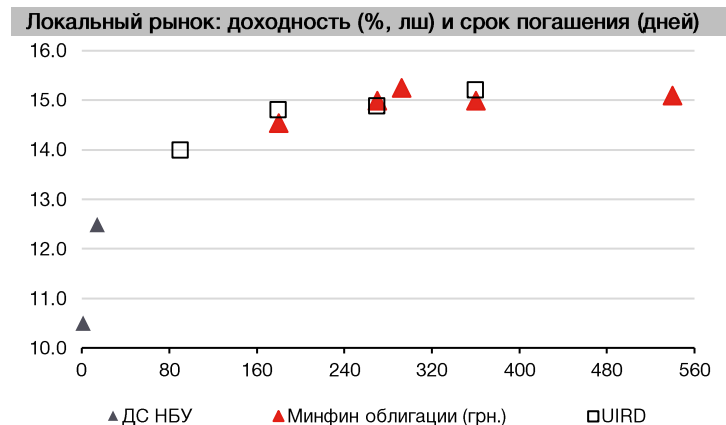
(7) Обесцененные кредиты

Источник: данные компании, Adamant Capital

Приложение



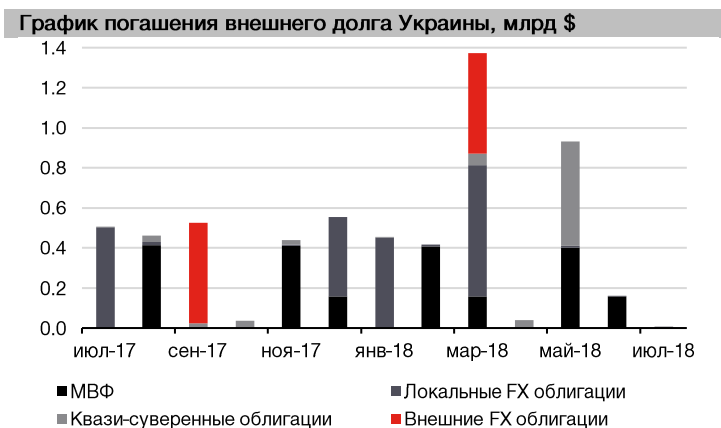
Источник: НБУ, Adamant Capital



Источник: НБУ, Bloomberg, Adamant Capital

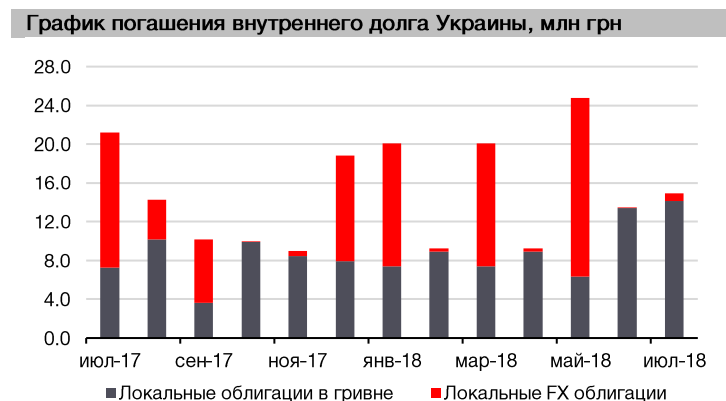
Ликвидность локального рынка (сумма коррсчетов в НБУ, депозитных сертификатов и других внутридневных изменений) уменьшилась на 1.5 млрд грн до 98.4 млрд грн за неделю. 1 августа Министерство финансов провело четыре размещения локальных облигаций со сроками погашения в январе 2018, июле 2018, июле 2019 и июне 2020 с доходностью 13.85%, 14.40%, 14.46% и 14.54% соответственно. В результате государство привлекло 487 млн грн.

Межбанковский курс грн/\$ на этой неделе практически не изменился, открывшись на отметке 25.84 и закрывшись к концу на уровне 25.86.



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

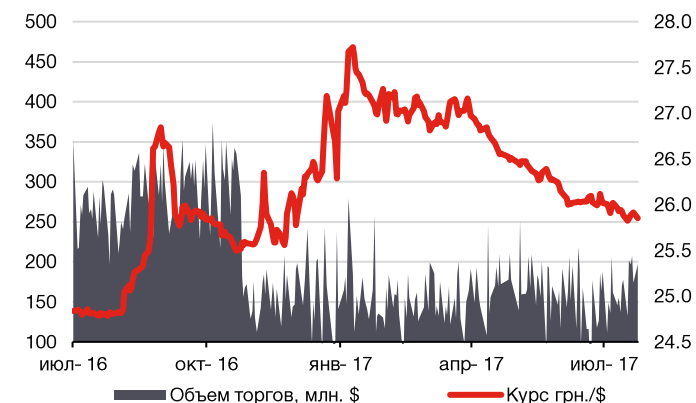
Источник: Bloomberg, Adamant Capital



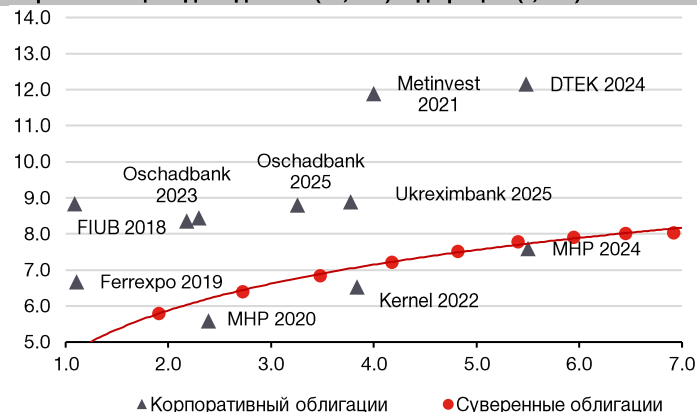
По курсу грн/\$ на уровне 27.5; EUR/\$ курс на уровне 1.07

Источник: Минфин

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

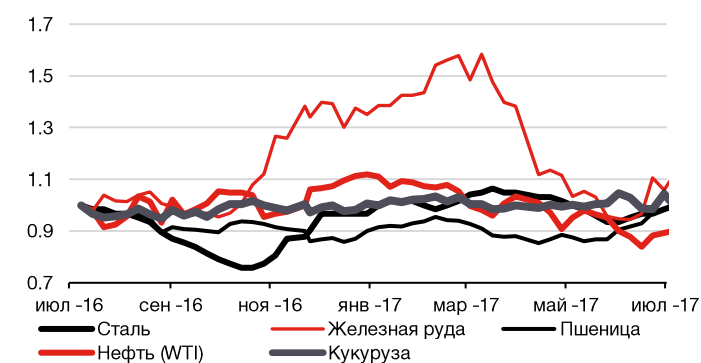


Еврооблигации: доходность (% лш) и дюрация (г, пш)



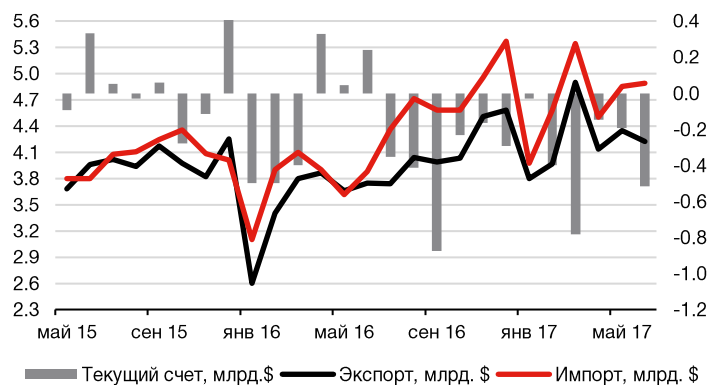
Источник: Bloomberg, Adamant Capital

Мировые индексы цен на сырье



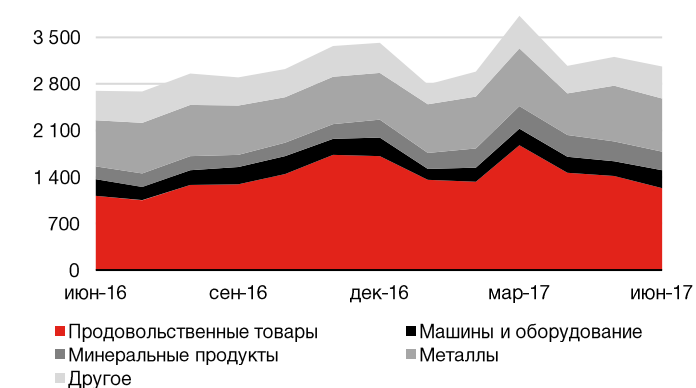
Источник: Bloomberg, Adamant Capital

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



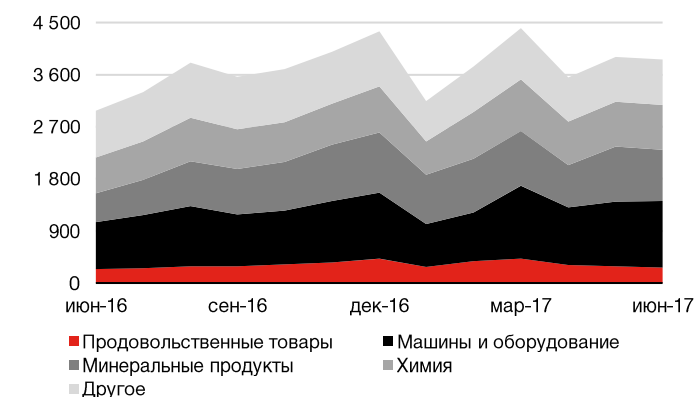
Источник: НБУ

Распределение экспорта Украины за 12м, млн \$



Источник: НБУ

Распределение импорта Украины за 12м, млн \$



Источник: НБУ

Основные макроэкономические показатели								
	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	5.8	103.8	-0.2	1.9	1,743
Украина 2023	Держать	1-дек-16	7.8	сен-23	7.5	101.1	0.5	4.8	1,355
Украина 2027	Держать	1-дек-16	7.8	сен-27	8.0	98.0	-0.1	6.9	1,307
МХП 2020	Держать	18-июл-17	8.3	апр-20	5.6	106.5	0.8	2.4	750
МХП 2024	Держать	18-июл-17	7.8	май-24	7.1	103.3	0.7	5.3	500
ДТЭК 2024	Покупать	6-июн-17	10.8	дек-24	12.2	93.1	4.4	5.5	1,275
Феррэкспо 2019	Держать	11-июл-17	10.4	апр-19	6.7	105.8	0.1	1.1	160
Метинвест 2021	Покупать	1-авг-17	9.4	дек-21	12.2	94.7	0.8	3.8	1,197
Укрлендфарминг 2018	Продавать	17-июн-17	10.9	мар-18	477.4	21.7	0.0	0.6	521
Авангард 2018	Продавать	4-апр-17	10.0	окт-18	204.9	22.1	0.1	1.1	213
ПУМБ 2018	Продавать	23-май-17	11.0	дек-18	8.8	102.8	0.5	1.1	197
ПриватБанк 2018 (10.250)	Продавать	04-июл-17	10.3	январ-18	949.6	19.8	-0.6	0.5	160
ПриватБанк 2018 (10.875)	Продавать	04-июл-17	10.9	фев-21	640.9	20.5	-0.3	0.6	220
Ощадбанк 2023	Покупать	1-авг-17	9.4	мар-23	8.4	104.5	0.0	2.2	700
Ощадбанк 2025	Покупать	1-авг-17	9.6	мар-25	8.8	104.5	-0.1	3.3	500
Укрэксимбанк 2022	Покупать	1-авг-17	9.6	апр-22	8.4	104.5	0.0	2.3	750
Укрэксимбанк 2025	Покупать	1-авг-17	9.8	январ-25	8.9	104.6	0.3	3.8	600
Укрэлизиныця 2021	Покупать	13-июн-17	9.9	сен-21	8.9	103.3	0.3	2.2	500
Мрия 2018	Продавать	20-июн-17	9.5	апр-18	1543.5	4.8	-2.0	0.7	400
Кернел 2022	Держать	25-июл-17	8.8	январ-22	6.5	108.5	0.3	3.8	500

Источник: Bloomberg

Календарь событий на 2 недели		
Событие	Тип даты	Дата
Ferrexpo – финансовые результаты за 2п2017	Точная	3 августа
НБУ – международные резервы за июнь	Индикативная	7 августа
ДТЕК – производственные показатели за 1п2017	Индикативная	7 августа
ГССУ – инфляция за месяц	Точная	8 августа

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.