

Еженедельный обзор

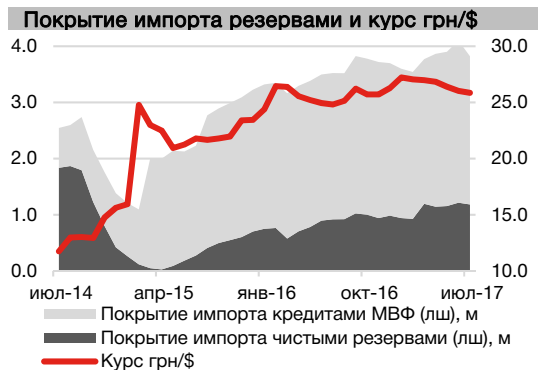
- Международные валютные резервы НБУ снизились на 1% м/м до 17.8 млрд \$ к концу июля
- НБУ оставил учетную ставку без изменений (12.5%) и продолжил либерализацию покупки валюты для банков
- Выпуск чугуна компанией Метинвест в 2кв17 вырос на 2% кв/кв
- Компания Ferrexpo опубликовала результаты за 1п17: EBITDA выросла на 31% п/п
- Компания ДТЕК опубликовала операционные результаты за 1п17: средние тарифы для ТЭС выросли на 75% г/г

Международные валютные резервы НБУ снизились на 1% м/м до 17.8 млрд \$ к концу июля. Приток был в основном обусловлен размещением локальных валютных облигаций Министерством финансов в общем объеме 158 млн \$ и покупкой регулятором валюты на межбанковом рынке (чистый объем 30 млн \$). Отток валюты в размере 580 млн \$ был вызван процентными и амортизационными платежами по государственному и гарантированному государством долгу.

Наш взгляд: Хотя уровень резервов в июле снизился впервые за этот год, падение вновь оказалось ниже наших оценок. В цифрах по платежному балансу (будут доступны в конце месяца) мы ожидаем увидеть значительный объем розничных продаж валюты, а также рост займов и торговых кредитов (в основном эффект более сильного финансового счета). С учетом корректировки нашей модели на новые данные, а также предположив выпуск еврооблигаций Минфином осенью в размере на 0.5 млрд \$, мы повышаем наш прогноз резервов на конец 2017 года на 1.4 млрд \$ до 19.8 млрд \$.

НБУ оставил учетную ставку без изменений (12.5%) и продолжил либерализацию покупки валюты для банков. Согласно пресс-релизу, регулятор считает, что текущий уровень инфляции (15.6% в июне) является существенным риском для выполнения годовых целей ($8 \pm 2\%$) и в этой связи продолжает придерживаться жесткой монетарной политики. НБУ ожидает снижения ИПЦ в июле и августе (в основном благодаря сезонному снижению цен на фрукты и овощи), однако улучшившиеся потребительские настроения вместе с ростом пенсий могут существенно изменить предполагаемую динамику. Согласно новой валютной политике для банков, дневной лимит покупки на баланс будет увеличен с 0.5% от регуляторного капитала до 1.0%.

Наш взгляд: Мы повышаем наш прогноз учетной ставки на конец 2017 года с 11.0% до 11.5%, принимая во внимание все более осторожную политику регулятора в отношении инфляционных рисков. Помимо уже озвученных потенциальных причин роста ИПЦ, мы обращаем внимание на приближающееся расширение дефицита текущего счета, который может увеличить давление на валютный курс. Как и ранее, мы приветствуем действия НБУ по ослаблению контроля над валютным рынком. Наша оценка максимального увеличения спроса на доллар в связи с новыми изменениями сходится с озвученными регулятором 22 млн \$ в день (примерно 10% от текущего объема торгов на межбанке).



Источник: НБУ, Adamant Capital

Выпуск чугуна компанией Метинвест в 2кв17 вырос на 2% кв/кв до 2.0 млн т, однако остался на 9% ниже уровня прошлого года. Согласно пресс-релизу, квартальный рост производства в основном объясняется увеличением загрузки мощностей ММК им. Ильича, который смог компенсировать потерю контроля над Енакиевским метзаводом после захвата сепаратистами в конце февраля. Производство Метинвестом железной руды осталось на 12% ниже уровня 2кв16, хотя и выросло на 4% кв/кв благодаря расширению парка грузовиков и большому количеству рабочих дней.

Наш взгляд: Как мы и предполагали, Метинвест сумел перенаправить производство с Енакиевского метзавода на другие мощности. Этот процесс, скорее всего, продолжится, учитывая, что ММК им. Ильича все еще загружен только на 70-75% (при 100% сможет полностью компенсировать потери в НКТ). Поскольку добыча железной руды также оказалась в соответствии с нашими ожиданиями, мы подтверждаем наш прогноз EBITDA за 1п17 и за 2017 на уровне 0.8 млрд \$ и 1.3 млрд \$ соответственно. В то же время мы замечаем, что годовые финансовые показатели эмитента в настоящее время очень чувствительны к себестоимости производства стали, которую компания продемонстрирует в финансовых результатах за июнь. Наша рекомендация по еврооблигациям эмитента остается на отметке «покупать».

Компания Ferrrexpo опубликовала результаты за 1п17: EBITDA выросла на 31% п/п до 281 млн \$. Выручка увеличилась на 12%, а маржа EBITDA – на 7пп до 48%. Чистая прибыль прибавила 94% п/п, достигнув 216 млн \$. Операционный денежный поток компании не изменился благодаря сезонному росту инвестиций в оборотный капитал. Соотношение чистого долга к EBITDA упало на 38% п/п и на 62% г/г до 1.0. В ходе конференц-звонка менеджмент компании сообщил, что в этом году общая сумма дивидендов может увеличиться до 13.2 центов за акцию (6.6 центов обычная и дополнительно 6.6 центов особая выплата), а также что проект по расширению мощностей по добыче железной руды на 1.5-2.2 млн т в год завершен на 50%.

Наш взгляд: EBITDA компании за 1п17 превзошла наши ожидания почти на 30% благодаря удивительно высокой премии за окатыш (вышла на рекордный уровень за последние девять лет: 41\$ за тонну с 27\$ за тонну во 2п16). Учитывая такую рыночную конъюнктуру, а также возобновление роста цен на железную руду со середины июня, мы считаем, что EBITDA за 2п17 может продублировать результат первых шести месяцев, а цифра за 2017 достичь 540 млн \$ (против 395 млн \$ ожидаемых нами ранее). Учитывая 92 млн \$ денежных средств на балансе от 30 июня и небольшие предстоящие выплаты (лишь 64 млн \$ до конца года), компания вряд ли будет испытывать какие-либо трудности с ликвидностью в краткосрочной перспективе. В 2018 первая очередь погашений еврооблигаций (173 млн \$ в апреле) может быть осуществлена за счет сгенерированных до этого момента операционных денежных потоков или реструктурирована (Ferrrexpo уже находится на стадии переговоров по новому PXF). Приняв во внимание отличные кредитные метрики, мы повышаем нашу рекомендацию по бумагам Ferrrexpo 2019 до «покупать». По нашему мнению, кредитные риски эмитента в настоящее время находятся на уровне других качественных корпоративных эмитентов, таких как МХП и Кернел, и не соответствуют текущей рыночной доходности (облигации торгуются с премией 90 бп относительно суверенной кривой против 50-80 бп дисконта аналогов).

Операционные результаты Метинвест за 2кв17

	2кв17	1кв17	кв/кв	2кв16	г/г
Сталь, тыс т	1 853	2 070	-10%	2 191	-15%
Чугун, тыс т	2 025	1 984	2%	2 223	-9%
Азовсталь, тыс т	945	953	-1%	874	8%
ММКИ, тыс т	1 080	784	38%	926	17%
ЕМЗ, тыс т	0	247	нс	423	нс
Железная руда, тыс т ⁽¹⁾	6969	6680	4%	7902	-12%
Железная руда, \$/т ⁽²⁾	63	86	-27%	49	29%
Сталь, \$/т ⁽³⁾	611	630	-3%	590	4%

(1) Железорудный концентрат

(2) Железорудный концентрат (Fe 62%) Китай

(3) Горячий прокат США

Источник: данные компании, Bloomberg, Adamant Capital

Результаты Ferrrexpo за 1п17, млн \$ (МСФО)

	1п17	1п16	г/г	2п16	п/п
Выручка	591	458	29%	528	12%
Валютные разницы	-5	2	нс	11	нс
EBITDA	281	160	76%	215	31%
EBITDA маржа	48%	35%	13пп	41%	7пп
Чистая прибыль	216	78	нс	111	94%
Маржа по прибыли	36%	0%	нс	21%	15пп
OCF ¹	221	171	29%	220	0%
FCF ²	175	148	19%	195	-10%
Чистый долг	481	753	-36%	589	-18%
Чистый долг/EBITDA	1.0	2.5	-62%	1.6	-38%
Окатыш, тыс т	5 065	6 017	-16%	5 680	-11%
Расходы C1, \$/т	32	26	23%	30	6%
62% Fe Platts, \$/т ³	75	52	44%	65	16%
62% Fe Platts - C3, \$/т ⁴	41	21	95%	27	53%
Цена окатышей, \$/т ⁵	103	66	55%	81	27%
EBITDA/т окатышей, \$	57	26	116%	36	58%

(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 Ferrrexpo

Компания ДТЕК опубликовала операционные результаты за 1п17: средние тарифы для ТЭС выросли на 75% г/г. Генерация электроэнергии снизилась на 4% г/г и 26% п/п. Добыча угля увеличилась на 6% г/г, однако оказалась на 10% ниже уровня 2п16.

Наш взгляд: По нашему мнению, операционные данные являются чрезвычайно сильными, особенно касательно генерации, где компания смогла нарастить загрузки мощностей, работающих на угле марки Г, и таким образом превзойти наши прогнозы на 10%. Как и ожидалось, НКРЭКУ (государственный регулятор) продолжила практику создания благоприятных условий для компании и оставила среднюю оптовую цену закупки для тепловых электростанций (ТЭС) на рекордно высоком уровне. В целях консервативности, мы не меняем озвученный нами ранее прогноз EBITDA за 1п17 с отметки 420 млн \$, но все же ожидаем, что годовая цифра может превысить 1 млрд \$. Поскольку чистый долг ДТЭК составляет порядка 2.2 млрд \$, а график выплат предусматривает лишь 93 млн \$ погашений в 2017, мы считаем, что кредитные метрики компании остаются сильными, хотя отмечаем, что зависимость от благоприятного политического климата является фактором риска. В целом, мы подтверждаем рекомендацию «покупать» по бумагам эмитента, текущая доходность которых составляет 12.2% или 460 бп выше суверенной кривой.

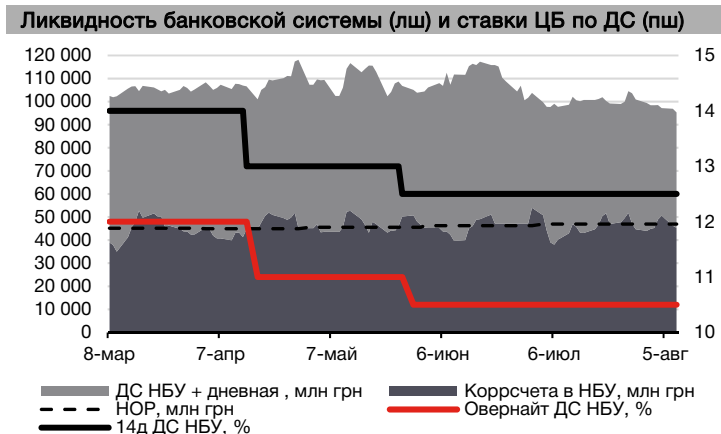
Операционные результаты ДТЭК за 1п17

	1п17	1п16	г/г	2п16	п/п
Добыча угля, млн т	14.8	13.9	6%	16.5	-10%
Производство э/э, ТВт	17.1	17.9	-4%	23.0	-26%
Передача э/э, ТВт	21.8	22.8	-4%	24.0	-9%
Цена на э/э, грн/мВт-ч	1 737	994	75%	1 442	20%
Цена на э/э, \$/мВт-ч	64.9	38.9	67%	56.2	15%

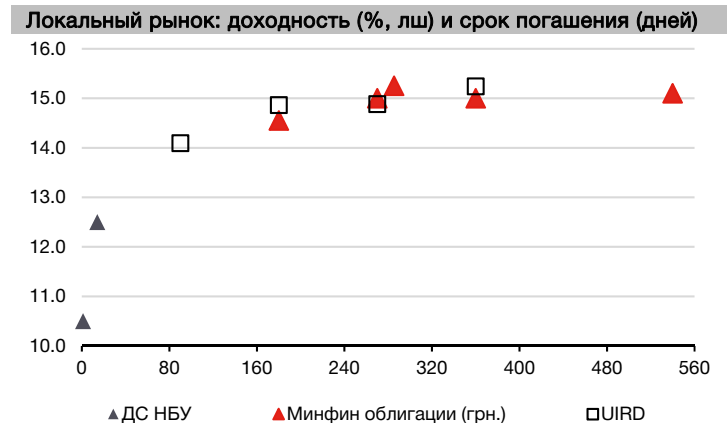
1) Средняя цена продажи электроэнергии в украинский ТЭС в оптовый рынок

Источник: данные компании, Энергорынок

Приложение



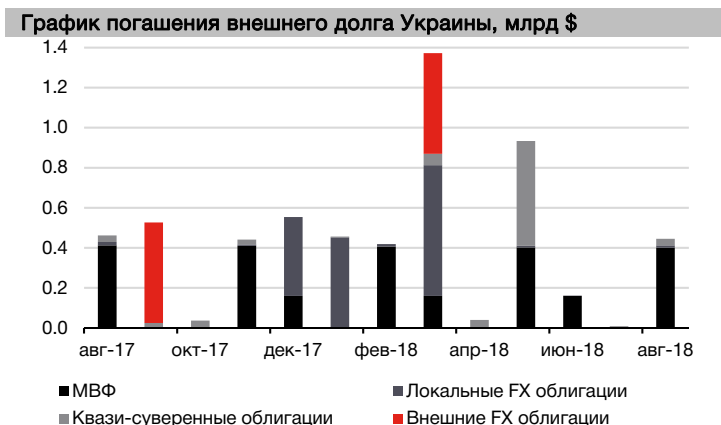
Источник: НБУ, Adamant Capital



Источник: НБУ, Bloomberg, Adamant Capital

Ликвидность локального рынка (сумма коррсчетов в НБУ, депозитных сертификатов и других внутридневных изменений) уменьшилась на 2.2 млрд грн до 97.2 млрд грн за неделю. 8 августа Министерство финансов провело размещение локальных облигаций со сроком погашения в июне 2020 с доходностью 14.64% соответственно. В результате государство привлекло 250 млн грн.

Межбанковский курс грн/\$ на этой неделе практически не изменился, открывшись на отметке 25.85 и закрывшись к концу на уровне 25.84.



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

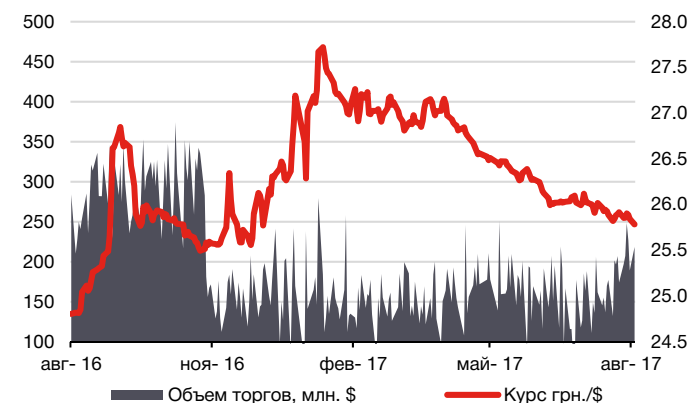
Источник: Bloomberg, Adamant Capital



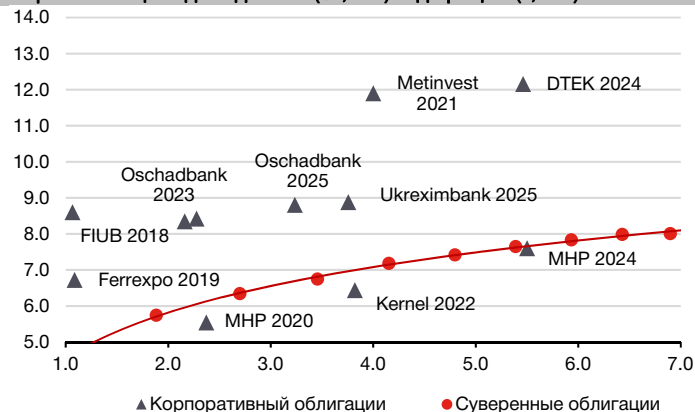
По курсу грн/\$ на уровне 27.5; EUR/\$ курс на уровне 1.07

Источник: Минфин

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

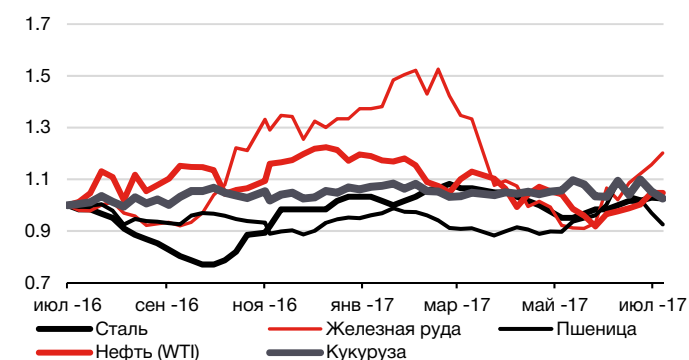


Еврооблигации: доходность (% лш) и дюрация (г, пш)



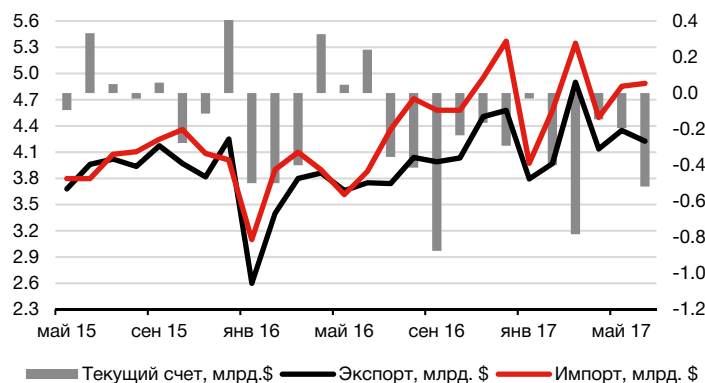
Источник: Bloomberg, Adamant Capital

Мировые индексы цен на сырье



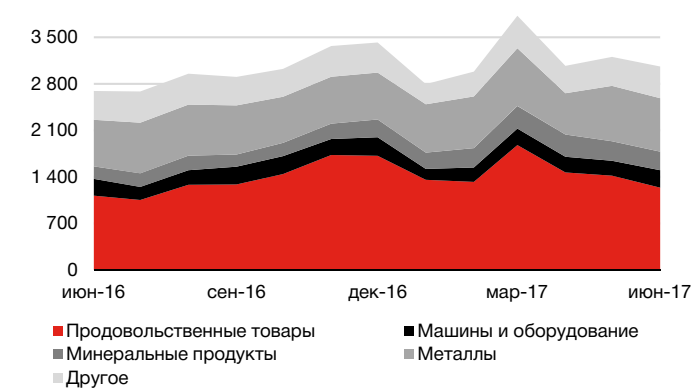
Источник: Bloomberg, Adamant Capital

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



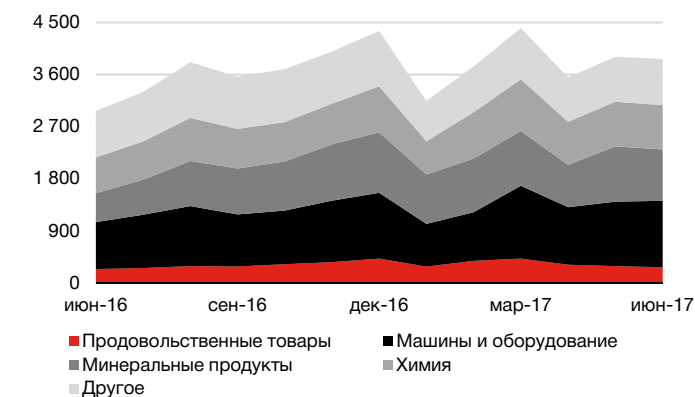
Источник: НБУ

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%	2.3%
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	19.8
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	8-авг-17	10.8	дек-24	12.2	93.1	4.4	5.5	1,275
Феррэкспо 2019	Покупать	8-авг-17	10.4	апр-19	6.7	105.8	0.1	1.1	160
Метинвест 2021	Покупать	8-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	янв-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	янв-25	8.9	104.6	0.3	3.8	600
Укрэлизныця 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	янв-22	6.5	108.5	0.3	3.8	500

Источник: Bloomberg

Календарь событий на 2 недели		
Событие	Тип даты	Дата
ГССУ – месячный выход с/х продукции	Точная	16 августа
МХП – финансовые результаты за 2кв17 и 1п17	Точная	17 августа
ГССУ – транспортные услуги за месяц	Точная	21 августа
ГССУ – оборот оптовой и розничной торговли за месяц	Точная	21 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.