

Еженедельный обзор

- Дефицит текущего счета платежного баланса Украины уменьшился на 280 млн \$ г/г до 230 млн \$ в августе
- Компания Укрлэндфарминг (УЛФ) не выплатила сентябрьский купон по еврооблигациям
- EBITDA компании Метинвест в июле выросла на 9% м/м до 160 млн \$
- EBITDA Укрзалізнички за 1п17 упала на 14% г/г до 329 млн \$

Дефицит текущего счета платежного баланса Украины уменьшился на 280 млн \$ г/г до 230 млн \$ в августе. Торговый баланс страны (товаров и услуг) укрепился на 220 млн \$. Финансовый счет продемонстрировал приток в размере 743 млн \$ (+240 млн \$ по сравнению с прошлым годом), в результате чего платежный баланс достиг 520 млн \$ (+0.5 млрд \$ г/г).

Наш взгляд: Динамика текущего счета превзошла наши ожидания благодаря существенному росту экспорта подсолнечного масла (вызван большим объемом остатков семечки в конце сезона) и металлов (отображены запуск ДМЗ и выросшая загрузка действующих мощностей) по сравнению с прошлым годом. Эти притоки смогли перекрыть растущий импорт угля (в годовом сопоставлении удвоился благодаря внутреннему дефициту после утраты шахт в НКТ) и продукции машиностроения (уже сформировавшаяся тенденция, которая длится более года). Дополнительным сюрпризом оказался скачок чистого экспорта услуг до 300 млн \$ (+230 млн \$ г/г), который отразил оживление секторов транспорта и ИТ, а также более высокие объемы транзита через ГТС. Так как величина дефицита текущего счета за 8 месяцев достигла лишь 2.0 млрд \$ (всего на 0.3 млрд больше чем в 2016), мы пересмотрели наш прогноз на 2017 год в сторону понижения с 4.6 млрд \$ до 4.3 млрд \$. Финансовый счет показал более высокий приток в годовом и месячном сопоставлении на фоне размещения внутренних облигаций на 300 млн \$ и оживления розничных продаж валюты (+190 млн \$ г/г и +140 млн \$ м/м). В то же время долговое финансирование временно уменьшилось, в результате чего частный сектор смог привлечь от нерезидентов лишь 100 млн \$ в чистом виде. В целом, новые данные дают возможность предположить, что кумулятивный результат платежного баланса может превысить прошлогодний уровень к декабрю, несмотря на вынужденный импорт угля и более низкую выплатку стали вызванную утратой активов в НКТ (даже с учетом поправки на дополнительные 0.4 млрд \$, полученные в результате размещения еврооблигаций).

Компания Укрлэндфарминг (УЛФ) не выплатила сентябрьский купон по еврооблигациям с погашением в 2018. Согласно официальному сообщению, эмитент собирается включить этот платеж вместе с невыплаченным 2 марта купоном в предстоящее реструктуризационное соглашение.

Наш взгляд: Продолжающийся дефолт неудивителен с учетом того, что УЛФ ничего не сообщала о результатах переговоров с комитетом кредиторов по пролонгированию срока погашения бумаг. В целом, мы продолжаем рекомендовать облигации компании к продаже, учитывая общее отсутствие прозрачности, неготовность общаться с рынком и не до конца поддающуюся объяснениям финансовую отчетность.

Показатели платежного баланса, млн \$				
	авг-17	авг-16	8м17	8м16
Экспорт:	4 693	4 067	34 276	28 815
м/м	13%	9%	0%	0%
г/г	15%	2%	19%	-8%
Импорт:	5 258	4 855	38 050	32 255
м/м	4%	12%	0%	0%
г/г	8%	17%	18%	-1%
ТБ ⁽¹⁾ :	-565	-788	-3 774	-3 440
м/м	335	-168	0	0
г/г	223	-619	-334	-2 488
CA ⁽²⁾ :	-226	-503	-2 403	-1 878
м/м	368	-74	0	0
г/г	277	-542	-525	-1 840
FA ⁽³⁾ :	-743	-506	-3 677	-2 338
м/м	-441	16	0	0
г/г	237	40	1 340	3 095
BoP ⁽⁴⁾ :	518	16	1 282	533
м/м	803	-94	0	0
г/г	502	-497	750	882
Funding flow ⁽⁵⁾	99	317	1 980	1 293

(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 июле выросла на 9% м/м до 160 млн \$. За вычетом совместных предприятий показатель увеличился на 7% до 141 млн \$. Согласно нашим подсчетам, средние цены реализации стали и железной руды снизились на 4% и 7% м/м соответственно. Операционный денежный поток составил 132 млн \$ против 176 млн \$ в июне по причине оттока оборотного капитала в прошлом месяце. Денежные средства на конец периода прибавили 64% м/м, достигнув 424 млн \$.

Наш взгляд: Финансовые показатели июля в основном соответствовали ожиданиям, а динамика маржи обоих сегментов отображала изменения цены соответствующих сырьевых товаров (т.е. себестоимость осталась на уровне прошлого месяца). Хотя цены на железную руду на международных биржах начали снижаться в течение сентября, компания уже практически закрыла третий квартал, и мы считаем, что вероятность достижения EBITDA нашей прогнозной отметки в 1.7 млрд \$ достаточно высока (оценки на третий и четвертый квартал составляют 440 млн \$ и 330 млн \$ соответственно). Мы также продолжаем считать, что еврооблигации компании являются достаточно привлекательными, учитывая дополнительную защиту приобретенную кредиторами после последней реструктуризации, соотношение чистого долга к 12 месячной EBITDA на уровне 1.6х, а также одну из самых высоких доходностей на рынке (за исключением таких проблемных компаний как Мрия и Авангард). Мы дополнительно отмечаем, что на сегодняшний день большинство торговых систем (например Bloomberg) считают доходность по бумагам Метинвеста исходя исключительно из гарантированной части купона (вместе с капитализацией составляющей PIYC), и, таким образом, ее занижают, когда у компании остается достаточное количество средств на балансе для выплат по схеме waterfall.



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

EBITDA Укрзализныци за 1п17 упала на 14% г/г до 329 млн \$. Выручка увеличилась на 10% до 1.3 млрд \$, маржа снизилась на 7 пп до 25%. Чистая прибыль оказалась незначительной (5 млн \$), сильнее всего на показатель повлияли положительные курсовые разницы (составили 53 млн \$ благодаря ревальвации гривны на 4.5% на конец периода). Операционный денежный поток упал на 45% г/г в результате снижения доходов, а свободный денежный поток резко сократился почти на 90% из-за одновременного скачка капитальных расходов (+52% г/г до 170 млн \$). Средние тарифы на грузовые и пассажирские перевозки выросли на 8% г/г и 2% г/г в гривне. Грузо- и пассажирооборот прибавили 7% и 9% соответственно. Соотношение чистого долга к EBITDA за последние 12 месяцев упало на 18% до 1.6.

Наш взгляд: Показатель EBITDA за 1п17 оказался очень близок к нашим оценкам и сократился в основном на фоне роста затрат на персонал, влияние которого уже успело проявиться в течение 2п16. В то же время, мы вынуждены снизить наш прогноз на 2017 год более чем на 20% до 720 млн \$ в связи с отсутствием роста тарифов на грузоперевозки, которые, по заявлениям менеджмента, должны были повыситься на 22.5% уже в июне. Согласно недавнему сообщению премьер-министра Украины Владимира Гройсмана, переговоры между государством и клиентами железной дороги до сих пор продолжаются, а рост тарифов, по всей видимости, окажется ниже, чем было анонсировано вначале. Отметим также, что компания отстает от объявленного ранее плана капитальных инвестиций, который предполагает около 800 млн \$ затрат в 2017, из которых только 20% были осуществлены в первые шесть месяцев года. Относительно еврооблигаций Укрзализныци, мы по-прежнему находим текущий спред 220 бп к доходности суверенной кривой слишком большим, поскольку предприятие находится в госсобственности. Также принимая во внимание, что соотношение чистого долга к EBITDA в конце года должно составить ниже 1.7 даже после пересмотра прогноза финансовых показателей, мы подтверждаем рекомендацию «покупать» по бумагам компании.

Результаты Укрзализныци за 1п17, млн \$

	1п17	1п16	г/г	2п16	п/п
Выручка	1 318	1 198	10%	1 403	-6%
Грузоперевозки	329	385	-14%	416	-21%
Пассажирские	479	526	-9%	558	-14%
Другое	-100	-64	56%	-80	25%
Скорр. EBITDA ¹	-50	-77	-35%	-63	-20%
Скорр. EBITDA марж.	25%	32%	-7пп	30%	-5пп
Амортизация	-287	-362	-21%	-338	-15%
Курсовые разницы	53	-55	н/с	-121	н/с
Чистая прибыль	5	-149	н/с	-138	н/с
Маржа по прибыли	0%	-12%	13пп	-10%	10пп
OCF ²	190	343	-45%	394	-52%
Сарех ³	164	113	45%	152	8%
FCF ⁴	26	229	-89%	242	-89%
Перевозка грузов					
Объем, млрд ткм	94.93	88.78	0.069	98.43	-0.04
Тариф, грн/ткм	0.3	0.3	8%	0.3	2%
Тариф, €/ткм	1.14	1.11	3%	1.16	-2%
EBITDA/ткм, \$	0.50	0.59	-15%	0.57	-11%
Перевозка пассажиров					
Объем, млрд пкм	19.2	17.7	9%	19.3	0%
Тариф, грн/пкм	0.18	0.17	2%	0.19	-7%
Тариф, €/пкм	0.66	0.68	-3%	0.74	-10%
EBITDA/пкм, \$	-0.52	-0.36	43%	-0.41	26%
Чистый долг	1 188	1 464	-19%	1 393	-15%
Чистый долг/EBITDA ⁵	1.63	2.00	-18%	1.74	-6%

Примечание: \$ обозначает цены доллара США

(1) Исключает переоценку активов

(2) Операционный денежный поток

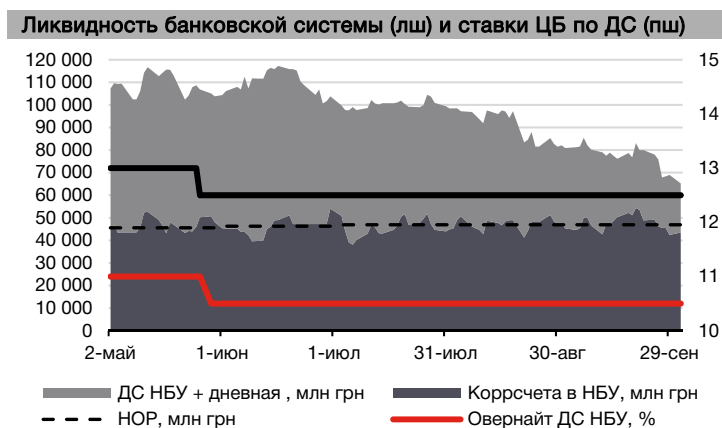
(3) Капитальные инвестиции

(4) Свободный денежный поток

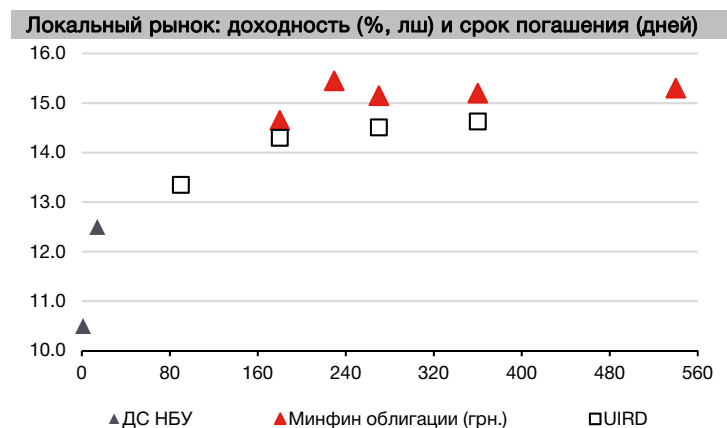
(5) Чистый долг к 12 месячной EBITDA

Источник: данные компании, Adamant Capital

Приложение



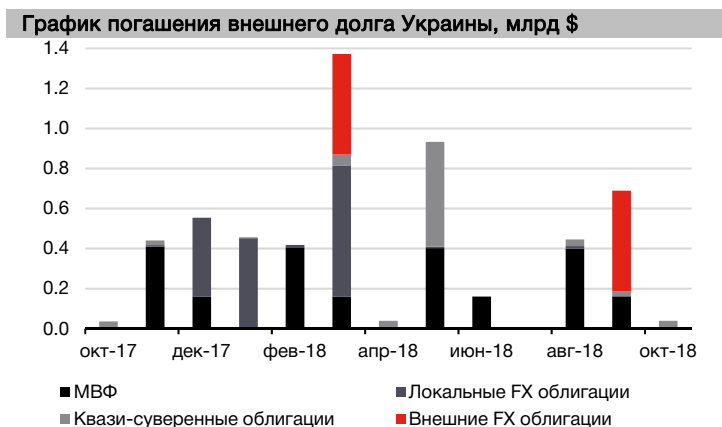
Источник: НБУ, Adamant Capital



Источник: НБУ, Bloomberg, Adamant Capital

Ликвидность локального рынка (сумма коррсчетов в НБУ, депозитных сертификатов и других внутридневных изменений) уменьшилась на 9.0 млрд грн до 68.9 млрд грн за неделю.

Межбанковский курс грн/\$ на этой неделе снизился, открывшись на отметке 26.32 и закрывшись к концу на уровне 26.58.



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

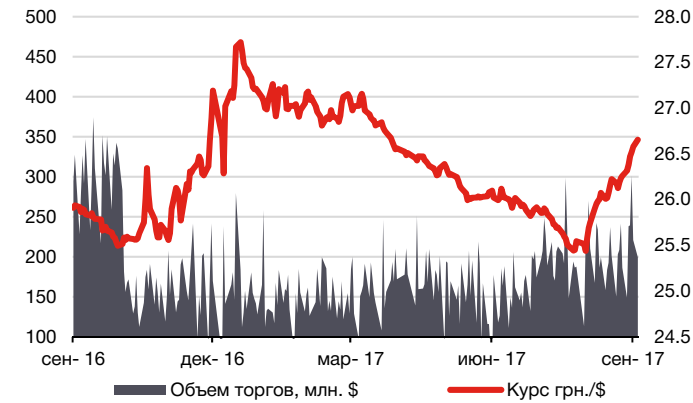
Источник: Bloomberg, Adamant Capital



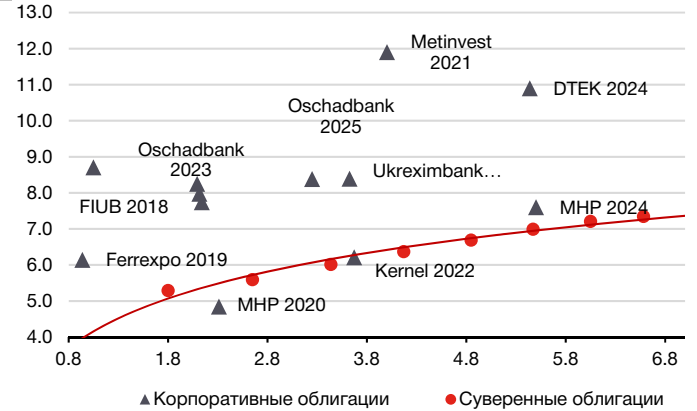
По курсу грн/\$ на уровне 27.5; EUR/\$ курс на уровне 1.07

Источник: Минфин

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

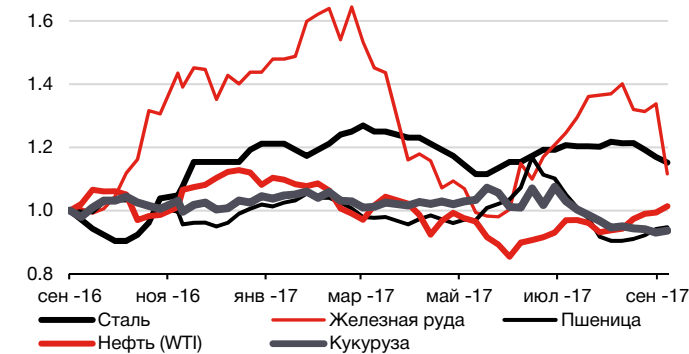


Еврооблигации: доходность (% лш) и дюрация (г, пш)



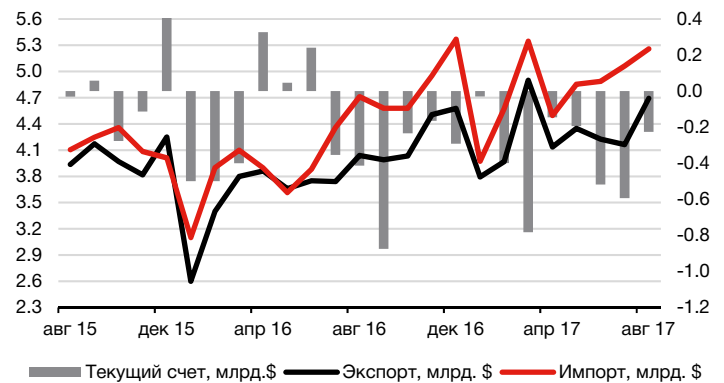
Источник: Bloomberg, Adamant Capital

Мировые индексы цен на сырье



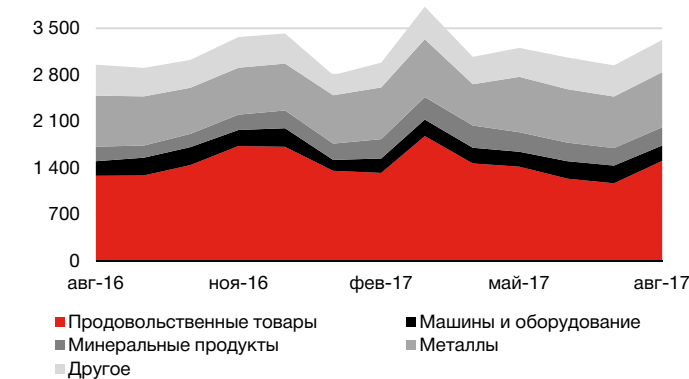
Источник: Bloomberg, Adamant Capital

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



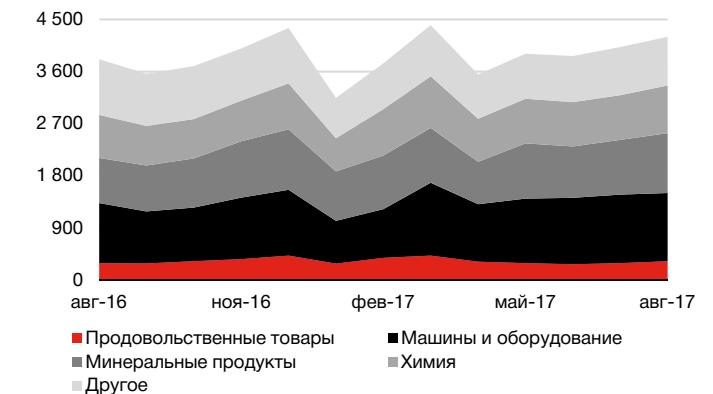
Источник: НБУ

Распределение экспорта Украины за 12м, млн \$



Источник: НБУ

Распределение импорта Украины за 12м, млн \$



Источник: НБУ

Основные макроэкономические показатели								
	1кв16	2кв16	3кв16	4кв16	2016	1кв17	2кв17П	2017П
Рост реального ВВП, г/г %	0.1%	1.5%	2.3%	4.8%	2.3%	2.4%	2.4%	2.3%
Номинальный ВВП, млрд грн	456	535	669	723	2 383	584	657	2 828
Номинальный ВВП, млрд \$	18	21	26	28	93	22	25	105
Рост дефлятора ВВП, г/г % ¹	19.8%	15.6%	15.7%	19.2%	17.1%	25.1%	20.0%	16.0%
ИПЦ (средний за период), г/г %	31.3%	8.1%	8.1%	12.3%	14.9%	14.0%	13.8%	13.8%
ИПЦ (на конец периода), г/г %	20.9%	6.9%	7.9%	12.4%	12.4%	15.1%	15.6%	10.8%
Дефицит бюджета, % ВВП ^{1,2,6}	-0.7%	2.6%	2.9%	2.9%	2.2%	0.7%	7.7%	3.2%
Широкий дефицит бюджета, % ВВП ³	3.6%	2.6%	2.9%	22.1%	8.7%	0.7%	7.7%	3.4%
Государственный долг, % ВВП	56.2%	78.0%	79.2%	80.8%	80.8%	77.7%	75.3%	68.1%
Внешний государственный долг, % ВВП ⁴	49.9%	49.3%	51.2%	49.0%	49.0%	47.1%	47.7%	43.5%
Общий внешний долг, млрд \$	117.4	115.0	116.0	113.5	113.5	113.6	114.8	116.5
Экспорт товаров и услуг, млрд \$	9.8	11.3	11.7	13.1	45.9	12.7	12.8	49.4
Импорт товаров и услуг, млрд \$	11.1	11.4	13.6	14.7	51.5	13.9	14.2	56.0
Сальдо торгового баланса, млрд \$	-1.3	-0.1	-1.9	-1.6	-5.6	-1.2	-1.4	-6.3
Текущий счет, млрд \$	-1.2	0.6	-1.7	-0.7	-3.4	-1.2	-0.8	-4.3
Финансовый счет, млрд \$ ⁵	-0.3	-0.3	-2.2	-1.0	-4.6	-0.6	-2.4	-6.4
Резервы НБУ, млрд \$	12.7	14.0	15.6	15.5	15.5	15.1	18.0	20.0
Средний курс на межбанке, грн/\$ ⁷	25.8	25.2	25.4	25.9	25.6	27.1	26.0	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	5.3	104.4	-1.1	1.8	1,743
Украина 2023	Держать	1-дек-16	7.8	сен-23	6.7	105.1	0.1	4.8	1,355
Украина 2027	Держать	1-дек-16	7.8	сен-27	7.4	102.3	-0.3	7.1	1,307
МХП 2020	Держать	18-июл-17	8.3	апр-20	4.8	107.9	-0.1	2.3	750
МХП 2024	Держать	18-июл-17	7.8	май-24	6.4	107.3	-0.3	5.2	500
ДТЭК 2024	Покупать	5-сен-17	10.8	дек-24	10.9	99.3	1.1	5.4	1,275
Феррэкспо 2019	Покупать	8-авг-17	10.4	апр-19	6.1	106.0	0.2	0.9	160
Метинвест 2021	Покупать	5-сен-17	9.4	дек-21	10.5	101.5	0.9	3.7	1,197
Укрлендфарминг 2018	Продавать	17-июн-17	10.9	мар-18	27.0	718.1	0.0	10.9	521
Авангард 2018	Продавать	4-апр-17	10.0	окт-18	256.3	22.5	-0.1	0.9	213
ПУМБ 2018	Покупать	5-сен-17	11.0	дек-18	8.7	102.7	-0.6	1.0	197
ПриватБанк 2018 (10.250)	Продавать	5-сен-17	10.3	янв-18	1350.3	19.8	0.1	0.3	160
ПриватБанк 2018 (10.875)	Продавать	5-сен-17	10.9	фев-21	988.7	20.3	0.0	0.4	220
Ощадбанк 2023	Покупать	5-сен-17	9.4	мар-23	8.0	106.1	0.1	2.1	700
Ощадбанк 2025	Покупать	5-сен-17	9.6	мар-25	8.4	106.8	-0.3	3.2	500
Укрэксимбанк 2022	Покупать	5-сен-17	9.6	апр-22	7.7	107.1	0.0	2.1	750
Укрэксимбанк 2025	Покупать	5-сен-17	9.8	янв-25	8.4	107.3	-0.1	3.6	600
Укрзализныця 2021	Покупать	3-окт-17	9.9	сен-21	8.2	105.4	0.1	2.1	500
Мрия 2018	Продавать	20-июн-17	9.5	апр-18	2656.7	6.0	0.4	0.5	400
Кернел 2022	Держать	25-июл-17	8.8	янв-22	6.2	109.5	-0.1	3.7	500

Источник: Bloomberg

Календарь событий на 2 недели		
Событие	Тип даты	Дата
Феррэкспо – производственный отчет за 3кв17	Точная	5 окт
НБУ – международные резервы за месяц	Индикативная	6 окт
ГССУ – инфляция за месяц	Индикативная	9 окт
Метинвест – финансовые результаты за 1п17	Индикативная	11 окт

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 копирована или воспроизведена без предварительного согласия Adamant Capital.