

Еженедельный обзор

- Украина приблизилась к решению вопроса с МВФ касательно цен на газ
- Компания Метинвест опубликовала аудированный отчет за 1п17 и провела конференц-звонок для инвесторов

Украина приблизилась к решению вопроса с МВФ касательно цен на газ. В настоящее время министр финансов Украины Данилюк находится в Вашингтоне с предложением пересмотреть формулу формирования тарифов на отопление. В соответствии с комментариями министра в СМИ, в переговорах наблюдается прогресс, хотя окончательное соглашение еще не достигнуто. Данилюк также положительно отозвался о перспективах одобрения Фондом и Всемирным Банком недавно принятого закона о пенсионной реформе. Согласно заявлениям, получение очередного транша ожидается к концу года.

Наш взгляд: Прогресс в переговорах по цене на газ несомненно увеличивает шансы Украины получить следующую выплату от МВФ до конца декабря. В то же время, мы считаем, что вероятность задержки как минимум до введения новых тарифов (весна 2018), остается значительной, даже если новая формула, действительно, уже согласована. Оптимистичные комментарии по поводу пенсионной реформы не исключают возникновения на первый взгляд мелких, но важных по сути разногласий, разрешение которых в парламенте может потребовать дополнительного времени. Другие вопросы, такие как процесс разработки антикоррупционных судов (хотя, какой именно прогресс должен быть продемонстрирован, пока не ясно), принятие сбалансированного госбюджета и разрешение ситуации с отставкой совета директоров Нафтогаза остаются открытыми. С учетом вышесказанного, мы воздерживаемся от разделения оптимизма министра финансов и продолжаем ожидать приезда следующей миссии МВФ в Украину уже в начале 2018 года.

Компания Метинвест опубликовала аудированный отчет за 1п17 и провела конференц-звонок для инвесторов. Выручка и EBITDA существенно увеличились по сравнению с прошлым годом (последний показатель на 59%) и полностью соответствовали обнародованной до этого месячной отчетности. Чистая прибыль составила 72 млн \$, потеряв 329 млн \$ в результате списаний запасов, оставшихся на предприятиях, которые были захвачены сепаратистами в феврале. В ходе звонка компания отметила, что рассматривает возможность рефинансирования текущего долга (который она считает слишком дорогим) посредством размещения новых бумаг уже в 2018. План капитальных инвестиций был озвучен в размере 300 млн \$ в 1п17 и 700 млн \$ на следующий год (400 млн \$ из которых планируется выделить на поддержку существующих мощностей). Касательно введенной недавно ЕС импортной пошлины в размере 60.5 евро на тонну горячекатаного проката, менеджмент выразил надежду на ее отмену в течение 12 месяцев, учитывая положения существующего Соглашения об ассоциации.

Наш взгляд: Поскольку EBITDA существенно не изменилась в сравнении с ранее опубликованными неаудированными данными, мы оставляем наш годовой прогноз этого показателя без изменений (1.4 млрд \$ без дохода от совместных предприятий, что эквивалентно 26% росту г/г). Заявление компании относительно готовности разместить новые бумаги уже в следующем году оказалось для нас сюрпризом и может сыграть роль катализатора цены в течение следующих месяцев. Касательно импортной пошлины ЕС, мы считаем, что значение этого фактора для доходов компании довольно ограничено, поскольку даже без диверсификации рынков Метинвест понесет лишь 9-12 млн \$ убытков на уровне EBITDA в год (хотя влияние на СП Запорижсталь может оказаться большим). В целом, мы оставляем рекомендацию "покупать" по облигациям эмитента.

Результаты Метинвест за 1п17, млн \$

	1п17	1п16	г/г	2п16	п/п
Выручка	3,913	2,880	36%	3,343	17%
EBITDA с СП ¹	926	580	60%	573	62%
EBITDA ²	747	470	59%	398	88%
EBITDA маржа	19%	16%	3pp	12%	7pp
EBITDA ² от стали	214	332	-36%	240	-11%
EBITDA ² от добычи	628	214	193%	214	193%
Чистая прибыль	72	90	-20%	28	157%
Маржа чистой прибыли	2%	3%	-1pp	1%	1pp
Продажи стали	2,785	2,033	37%	2,776	0.3%
Продажи стали, млн т	5.38	5.61	-4%	5.61	-4%
Продажи руды	607	475	28%	503	21%
Продажи руды, млн т	8.16	10.77	-24%	19.21	-58%
Цена на сталь ³ , \$/т	518	362	43%	495	5%
Цена на руду ⁴ , \$/т	74	44	69%	26	184%
OCF ⁵	362	212	71%	623	-42%
Capex ⁶	179	118	52%	234	-24%
FCF ⁷	183	94	95%	389	-53%
Общий долг	2,949	2,981	-1%	2,969	-1%
Чистый долг	2,691	2,798	-4%	2,743	-2%
Чистый долг/EBITDA	2.4	7.0	-66%	3.2	-26%

(1) Включает доходы от совместных предприятий,

(2) Исключая доходы от совместных предприятий. Также исключает 87 млн \$ потерь от списания запасов

(3) Средняя цена реализации готовой продукции и полуфабрикатов из стали

(4) Средневзвешенная цена концентрата и окатышей в пересчете на концентрат

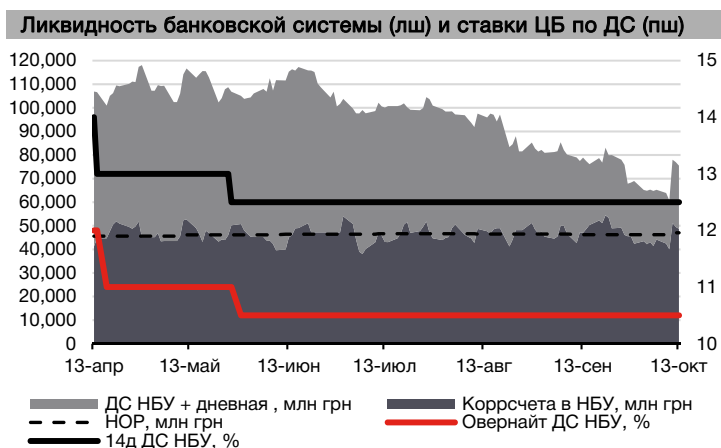
(5) Денежный поток от операционной деятельности

(6) Капитальные инвестиции

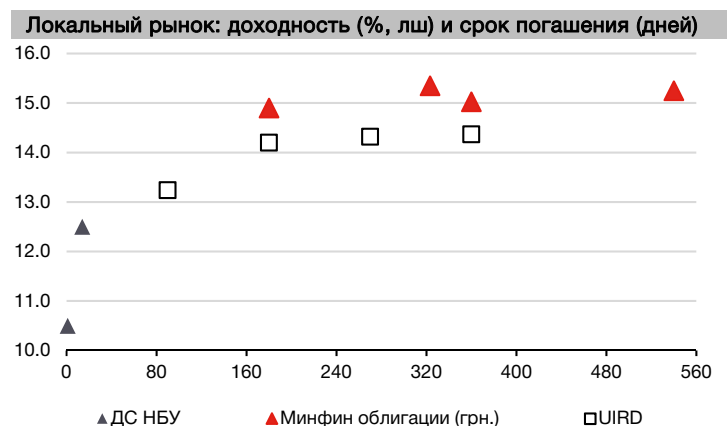
(7) Свободный денежный поток

Источник: данные компании, Adamant Capital

Приложение



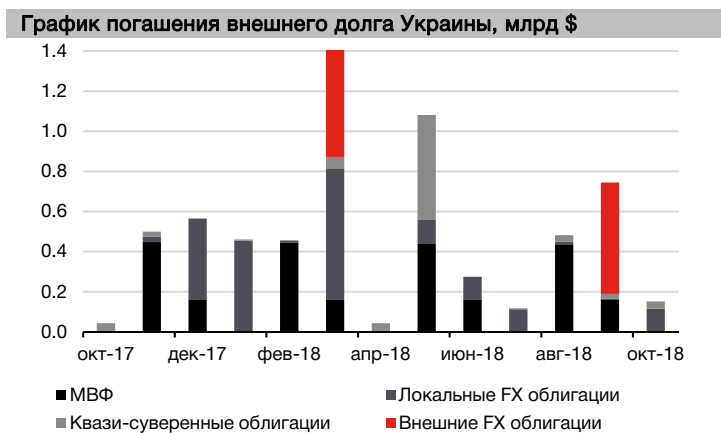
Источник: НБУ, Adamant Capital



Источник: НБУ, Bloomberg, Adamant Capital

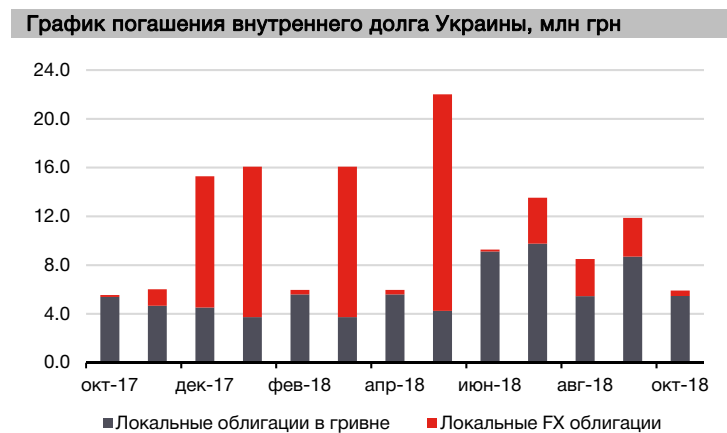
Ликвидность локального рынка (сумма коррсчетов в НБУ, депозитных сертификатов и других внутридневных изменений) увеличилась на 10.3 млрд грн до 75.5 млрд грн за неделю. 17 октября Министерство финансов разместило облигации на 452 млн грн с погашением в сентябре 2018 и октябре 2022 и доходностью 14.35% и 15.00%, соответственно.

Межбанковский курс грн/\$ на этой неделе снизился, открывшись на отметке 26.59 и закрывшись к концу на уровне 26.48.



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

Источник: Bloomberg, Adamant Capital



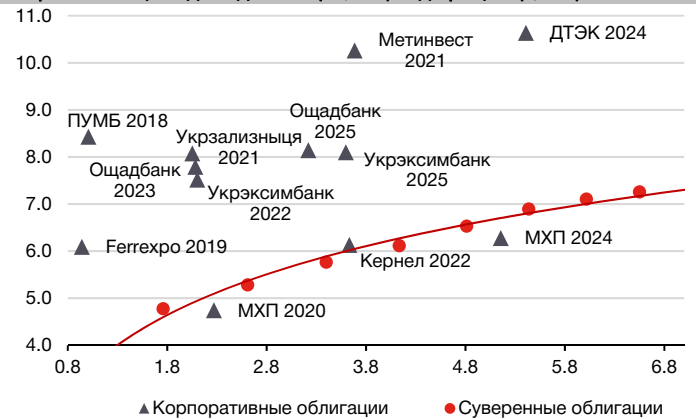
По курсу грн/\$ на уровне 27.5; EUR/\$ курс на уровне 1.07

Источник: Минфин

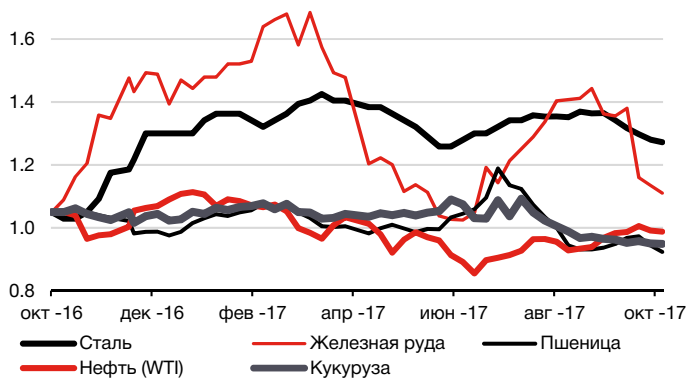
Курс валюты (пш) и объем межбанковских торгов (лш)



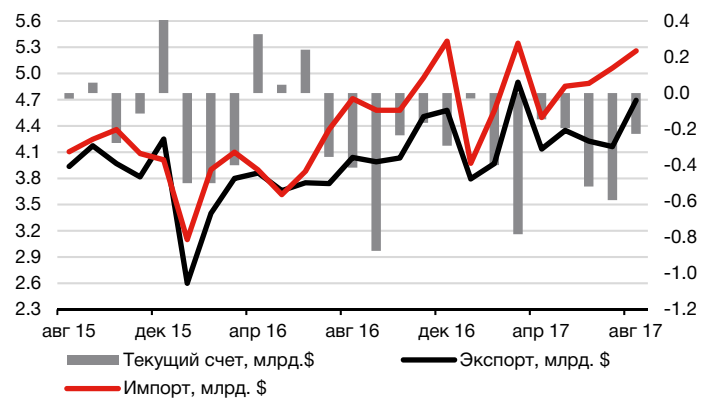
Еврооблигации: доходность (% лш) и дюрация (г, пш)



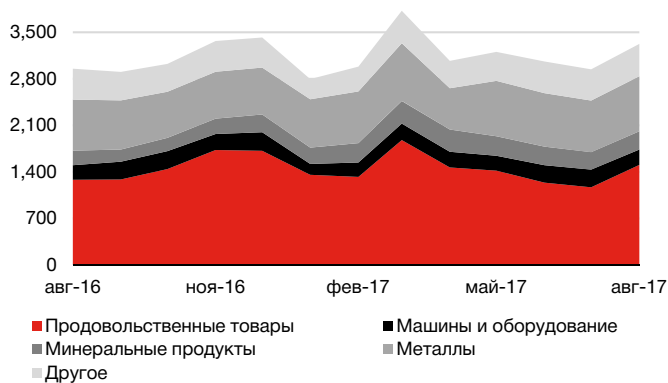
Мировые индексы цен на сырье



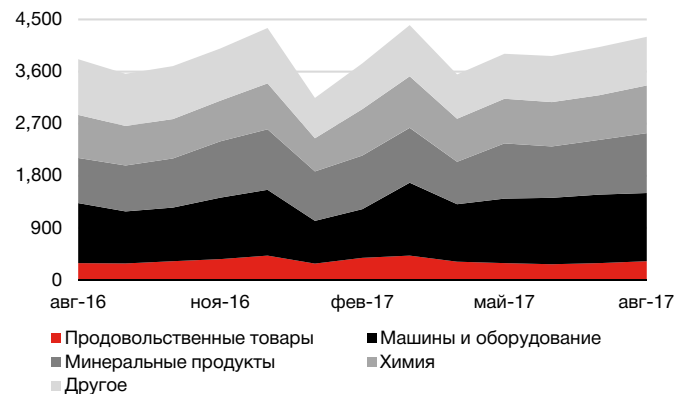
Внешняя торговля (лш) и баланс текущих операций (пш)



Распределение экспорта Украины за 12м, млн \$



Распределение импорта Украины за 12м, млн \$



Основные макроэкономические показатели								
	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%	14.0%
ИПЦ (на конец периода), г/г %	20.9%	6.9%	7.9%	12.4%	12.4%	15.1%	15.6%	11.5%
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	18.0
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	4.8	105.3	0.1	1.8	661
Украина 2023	Держать	1-дек-16	7.8	сен-23	6.5	105.9	0.0	4.8	1,355
Украина 2027	Держать	1-дек-16	7.8	сен-27	7.3	103.1	-0.6	7.1	1,307
Украина 2032	Держать	1-дек-16	7.4	сен-32	7.6	98.1	-1.0	8.9	3,0
МХП 2020	Держать	18-июл-17	8.3	апр-20	4.7	108.0	0.2	2.3	505
МХП 2024	Держать	18-июл-17	7.8	май-24	6.3	107.8	107.8	5.2	500
ДТЭК 2024	Покупать	5-сен-17	10.8	дек-24	10.6	100.9	1.3	5.4	1,309
Феррэкспо 2019	Покупать	10-окт-17	10.4	апр-19	6.1	105.9	0.1	0.9	161
Метинвест 2021	Покупать	17-окт-17	9.4	дек-21	10.3	102.7	0.6	3.7	1,217
Укрлендфарминг 2018	Продавать	17-июн-17	10.9	мар-18	636	26.75	120.6	н/у	543
Авангард 2018	Продавать	4-апр-17	10.0	окт-18	278.1	22.1	0.2	0.9	214
ПУМБ 2018	Покупать	5-сен-17	11.0	дек-18	8.4	102.9	-0.5	1.0	103
ПриватБанк 2018 (10.250)	Продавать	5-сен-17	10.3	янв-18	1811.2	17.5	-0.1	0.3	160
ПриватБанк 2018 (10.875)	Продавать	5-сен-17	10.9	фев-21	1189.1	19.0	-1.4	0.4	175
Ощадбанк 2023	Покупать	5-сен-17	9.4	мар-23	7.8	106.9	0.6	2.1	700
Ощадбанк 2025	Покупать	5-сен-17	9.6	мар-25	8.1	108.1	0.8	3.2	500
Укрэксимбанк 2022	Покупать	5-сен-17	9.6	апр-22	7.5	107.9	0.6	2.1	750
Укрэксимбанк 2025	Покупать	5-сен-17	9.8	янв-25	8.1	108.9	0.7	3.6	600
Укрэксимбанк 2021	Покупать	3-окт-17	9.9	сен-21	8.1	105.9	0.1	2.1	500
Мрия 2018	Продавать	20-июн-17	9.5	апр-18	4244.4	4.5	-0.8	0.5	400
Кернел 2022	Держать	25-июл-17	8.8	янв-22	6.1	109.7	0.2	3.6	500

Источник: Bloomberg

Календарь событий на 2 недели		
Событие	Тип даты	Дата
МХП - операционные результаты за 3кв и 9мес 2017	Точная	18 окт
ГССУ - статистика по сельхозпроизводству	Точная	18 окт
ГССУ - статистика по товарообороту	Точная	19 окт
ГССУ - статистика по транспорту	Точная	20 окт
Кернел - финансовые результаты за 2017	Точная	23 окт
ГССУ - статистика промышленности	Точная	23 окт
НБУ - пересмотр учетной ставки	Точная	26 окт
Укрэксимбанк - финансовые результаты за 1п17	Индикативная	27 окт
НБУ - статистика по платежному балансу	Индикативная	30 окт
ПУМБ - финансовые результаты за 3кв17 МСФО	Индикативная	31 окт
Укрэксимбанк - финансовые результаты за 3кв17 МСФО	Индикативная	31 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.