

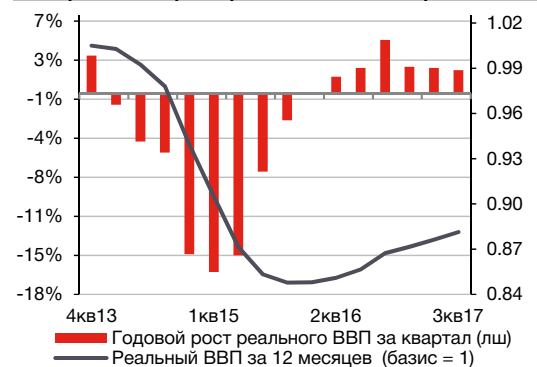
Еженедельный обзор

- Реальный ВВП Украины в 3кв17 вырос на 2.1% г/г
- S&P подтвердило кредитный рейтинг Украины в иностранной валюте на уровне «В-» со стабильным прогнозом
- В октябре потребительская инфляция составила 1.2% м/м и 14.6% г/г
- Мрия опубликовала результаты за 1п17: EBITDA составила -1.3 млн \$

Реальный ВВП Украины в 3кв17 вырос на 2.1% г/г, согласно предварительным данным ГССУ.

Наш взгляд: Опубликованное значение оказалось незначительно выше наших ожиданий и полностью совпало с прогнозами НБУ и медианным консенсусом агентства Bloomberg (2.0%, 2.1%, и 2.1%, соответственно). По нашим расчетам, объем реального ВВП за последние 12 месяцев составляет 88% от аналогичного показателя в докризисном 2013 году (Крым и другие оккупированные территории из расчета исключены). Наш годовой прогноз на 2017 остается без изменений - на уровне 2.2%.

Квартальный рост реального ВВП Украины



Источник: ГССУ, Adamant Capital

S&P подтвердило кредитный рейтинг Украины в иностранной валюте на уровне «В-» со стабильным прогнозом. Согласно пресс-релизу, агентство ожидает, что властям страны удастся сохранить доступ к поддержке официальных кредиторов в течение следующих 12 месяцев путем проведения требуемых фискальных, финансовых и экономических реформ. В случае не реализации данного сценария, возможно понижение рейтинга. Добиться же повышения Украина может при условии существенного экономического развития (рост реального ВВП должен превысить ожидаемые агентством 2.2% в 2017 и 2.9% в 2018), выравнивания фискальных и внешнеэкономических дисбалансов, и отсутствия эскалации конфликта в Донецке и Луганске.

Наш взгляд: В целом, подтверждение данного уровня неудивительно, учитывая относительно низкий темп проведения реформ, а также лишь небольшое ожидаемое улучшение большинства макроэкономических показателей в 2017 году, по сравнению с предыдущим. Несмотря на то, что мы находим базовый прогноз S&P на 2018-2020 несколько пессимистичным, особенно в отношении роста реального ВВП, мы также считаем, что существует вероятность еще более негативного сценария, если в связи с предстоящими выборами (в 2019 году) популистские настроения помешают Украине выполнять меморандум с МВФ.

В октябре потребительская инфляция составила 1.2% м/м и 14.6% г/г, согласно официальным данным ГССУ. Индекс вырос в связи с повышением цен на продукты питания (главным образом, вследствие подорожания яиц на 15%, а также хлеба, молока и масла), транспортные услуги (цены на топливо поднялись на 4.4% м/м), одежду и табачные изделия. Базовая инфляция составила 1.2%.

Наш взгляд: Рост потребительских цен м/м оказался несколько выше ожиданий (0.8%) на фоне более значительного подорожания товаров и услуг в большинстве категорий. Пересматривая нашу оценку на ноябрь и декабрь, мы повышаем прогноз на конец 2017 года с 11.5% до 13.3% (очень чувствителен к значениям последних периодов). Несмотря на то, что цены, скорее всего, будут в ближайшей перспективе расти в месячном сопоставлении, мы считаем, что НБУ воздержится от повышения учетной ставки с текущего уровня (13.5%) во время следующего заседания, поскольку новая траектория ИПЦ пока совпадает с обновленными прогнозами регулятора.

Вклад отдельных категорий в рост ИПЦ, м/м



Источник: ГССУ, Adamant Capital

Мрия опубликовала результаты за 1п17: EBITDA составила -1.3 млн \$ (за исключением убытков от снижения стоимости активов и затрат на реструктуризацию долга, но с учетом эффекта переоценки по IAS41). Выручка достигла 23 млн \$, а маржа по EBITDA составила -6%. Чистый убыток вышел на уровень 98 млн \$, из которых 106 млн \$ - финансовые расходы (в основном, штрафы и невыплаченные проценты по кредитам в дефолте). Компания потеряла 1.2 млн \$ в качестве денежного потока от операционной деятельности, что с учетом 2.6 млн \$ капитальных затрат, привело к свободному денежному потоку в размере -3.8 млн \$. Чистый долг, включая гарантии, штрафы и просроченные платежи, достиг 1.8 млрд \$ (из которых 1.1 млрд \$ - основной долг). Отчетность Мрии составлена в соответствии с «break-up basis» в связи с подготовкой к передаче активов новому юридическому лицу, которая наступит после окончательного согласования условий реструктуризации.

Наш взгляд: Согласно нашим расчетам, EBITDA Мрии за последние 12 месяцев (эквивалентна показателю за 2016/17 маркетинговый год), достигла всего 8.1 млн \$, что на 44% меньше озвученного компанией прогноза (опубликован в ноябре 2016). В соответствии с последней оценкой менеджмента, EBITDA в предстоящем сезоне (июль 2017 - июнь 2018) должна вырасти на 245% г/г до 28.4 млн \$. Учитывая историю, напряженную ситуацию с оборотным капиталом, а также более низкие цены на основные сельхоз культуры в годовом выражении, мы считаем, что вероятность еще одного недостижения цели весьма существенна. Что касается более далекой перспективы, Мрия, по нашему мнению, сможет генерировать порядка 30-40 млн \$ EBITDA ежегодно (эквивалентно 200-250 \$/га), если продолжит свое существование как бизнес. Но даже при реализации такого сценария, у компании останется проблема избыточной долговой нагрузки после проведения реструктуризации, поскольку соотношение чистого долга к EBITDA, составит порядка 8.3-10 (с учетом списания всех начисленных процентов и сборов и конвертации 1.1 млрд \$ номинала необеспеченного основного долга в 330 млн \$ и акционерный капитал). Тем не менее, учитывая, что текущая цена облигаций компании достигла всего 5% от номинала (для сравнения, после реструктуризации держатели получают новые бумаги, эквивалентные 11%), мы повышаем нашу рекомендацию до отметки «держать». По нашему мнению, признаки жизнеспособности операционной модели Мрии а также роста доходов ближе к ожиданиям менеджмента могут в будущем обосновать покупку бумаг данного эмитента.

Результаты Мрии за 1п17 МСФО, млн \$

	1п17	1п16	г/г	2п16	г/г
Выручка	23.1	4.7	392%	66.9	-65%
Переоценка БА ¹	6.8	4.1	66%	21.3	-68%
Переоценка активов	0.0	-9.7	-100%	0.0	nm
EBITDA ²	-1.3	-0.8	nm	9.4	nm
EBITDA маржа	-6%	-18%	12pp	14%	-20pp
Реструктур. долга	-1.5	-4.4	-66%	-3.8	-60%
Чистая прибыль	-98.3	-101.9	nm	-163.0	40%
Маржа по прибыли	-4.2	nm	nm	nm	nm
OCF ³	-1.2	-19.1	nm	7.0	nm
Сарех ⁴	2.6	-0.3	nm	2.3	11%
FCF ⁵	-3.8	-18.8	nm	4.7	nm
Чистый долг ⁶	1,778	1,549	15%	1,634	9%
Чистый долг/EBITDA	nm	nm	nm	nm	nm
	0	0	0	0	0
Площадь сбора ⁷	149	149	0%	149	0%
EBITDA/га земли	54	104	-48%	57	-6%

(1) Биологические активы

(2) Исключает убытки от переоценки активов и затраты на реструктуризацию, но включает переоценку биологических активов

(3) Денежный поток от операционной деятельности

(4) Капитальные инвестиции

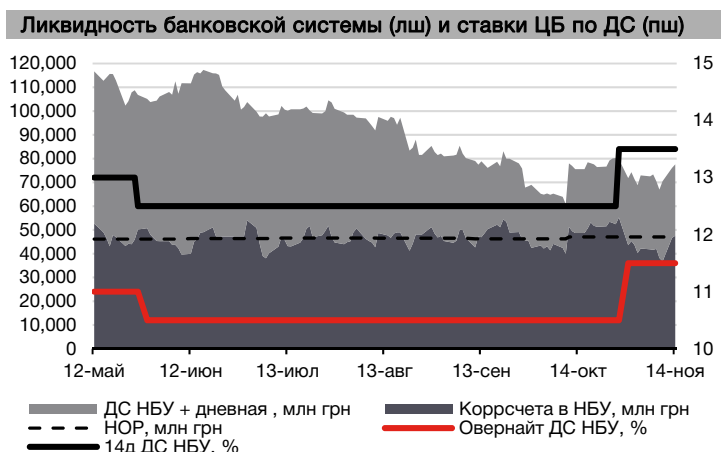
(5) Свободный денежный поток

(6) Включает гарантии по долгам бывших дочерних компаний

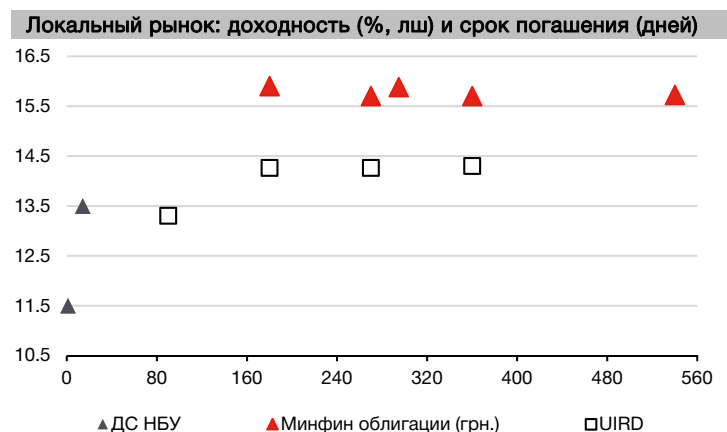
(7) Площадь сбора урожая, которая относится к доходам периода, тыс га

Источник: данные компании, Adamant Capital

Приложение



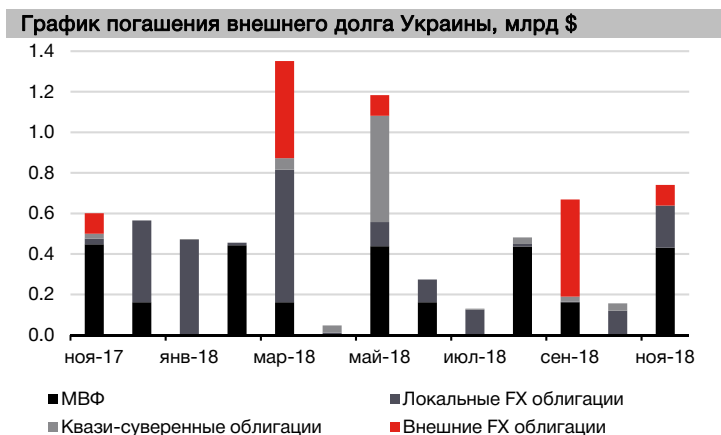
Источник: НБУ, Adamant Capital



Источник: НБУ, Bloomberg, Adamant Capital

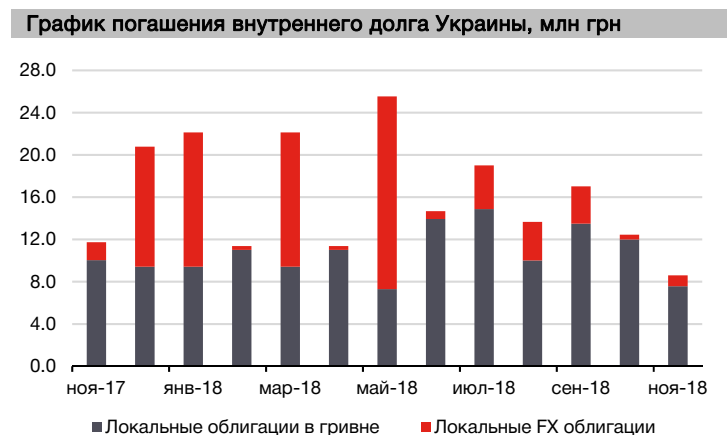
Ликвидность локального рынка (сумма коррсчетов в НБУ, депозитных сертификатов и других внутридневных изменений) увеличилась на 4.26 млрд грн до 77.56 млрд грн за неделю.

Межбанковский курс грн/\$ на этой неделе укрепился на 1%, открывшись на отметке 26.75 и закрывшись к концу на уровне 26.49.



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

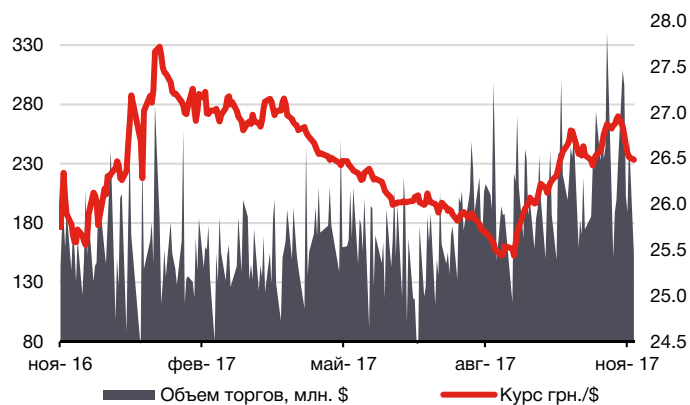
Источник: Bloomberg, Adamant Capital



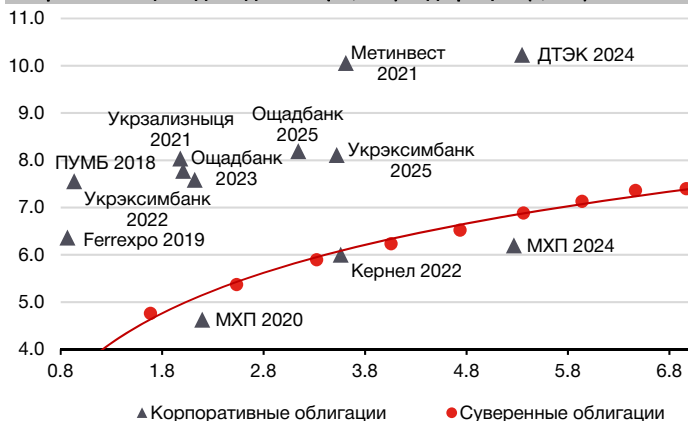
По курсу грн/\$ на уровне 26.49; EUR/\$ курс на уровне 1.18

Источник: Минфин

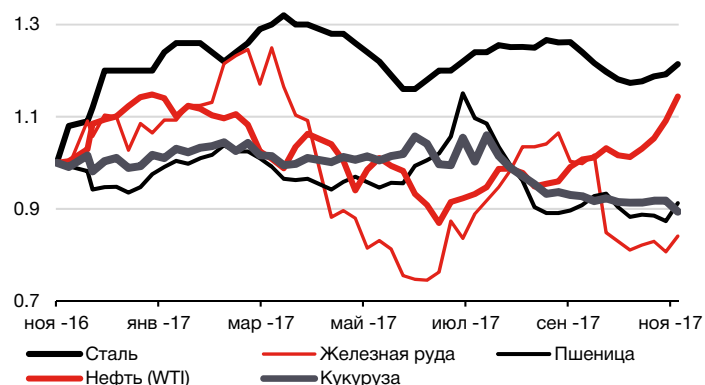
Курс валюты (пш) и объем межбанковских торгов (лш)



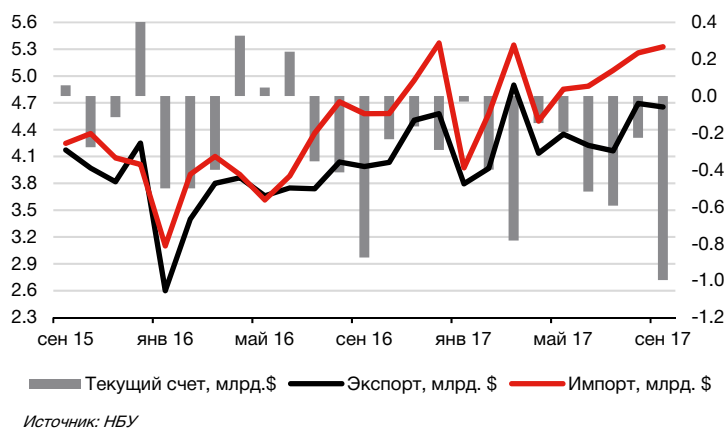
Еврооблигации: доходность (% лш) и дюрация (г, пш)



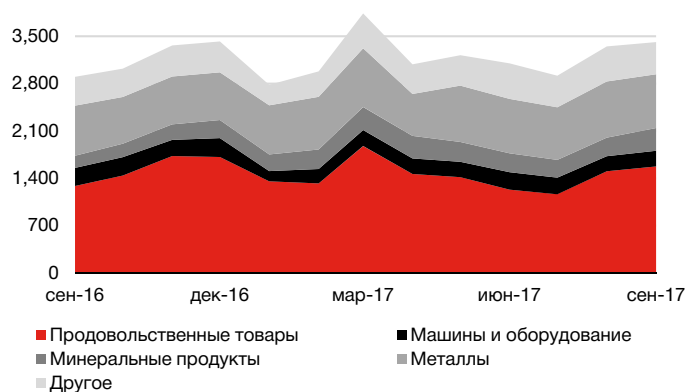
Мировые индексы цен на сырье



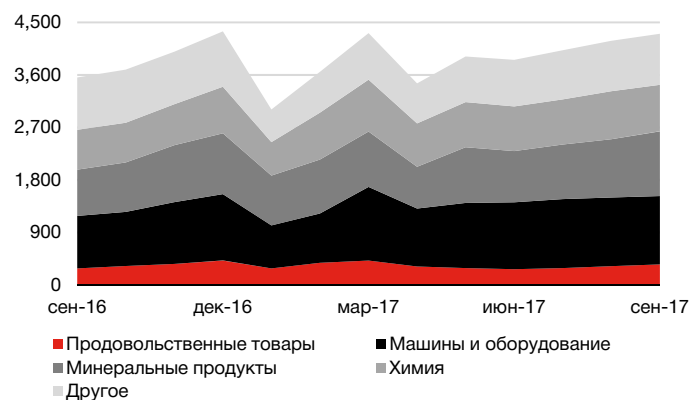
Внешняя торговля (лш) и баланс текущих операций (пш)



Распределение экспорта Украины за 12м, млн \$



Распределение импорта Украины за 12м, млн \$



Основные макроэкономические показатели								
	2Q16	3Q16	4Q16	2016	1Q17	2Q17	3Q17E	2017E
Рост реального ВВП, г/г %	1.5%	2.3%	4.8%	2.3%	2.4%	2.4%	2.0%	2.2%
Номинальный ВВП, млрд грн	535	669	723	2,383	584	657	806	2,825
Номинальный ВВП, млрд \$	21	26	28	93	22	25	31	105
Рост дефлятора ВВП, г/г % ¹	15.6%	15.7%	19.2%	17.1%	25.1%	20.0%	17.0%	16.0%
ИПЦ (средний за период),г/г %	8.1%	8.1%	12.3%	14.9%	14.0%	13.8%	16.1%	14.0%
ИПЦ (на конец периода),г/г %	6.9%	7.9%	12.4%	12.4%	15.1%	15.6%	16.4%	11.5%
Дефицит бюджета, % ВВП ^{1,2,6}	2.9%	3.0%	3.4%	2.3%	-0.8%	-7.7%	1.2%	3.7%
Широкий дефицит бюджета, % ВВП ³	2.9%	3.0%	22.6%	8.8%	4.2%	-7.7%	3.7%	6.1%
Государственный долг, % ВВП	78.0%	79.2%	80.8%	80.8%	77.7%	75.3%	na	68.2%
Внешний государственный долг, % ВВП ⁴	49.3%	51.2%	49.0%	49.0%	47.1%	47.7%	na	43.6%
Общий внешний долг, млрд \$	115.0	116.1	113.5	113.5	113.6	114.8	na	116.5
Экспорт товаров и услуг, млрд \$	11.3	11.7	13.1	46.0	12.7	12.8	13.5	49.4
Импорт товаров и услуг, млрд \$	11.4	13.6	14.7	51.8	13.9	14.2	15.6	56.0
Сальдо торгового баланса, млрд \$	-0.1	-1.9	-1.6	-5.8	-1.2	-1.4	-2.1	-6.3
Текущий счет, млрд \$	0.6	-1.7	-0.7	-3.8	-1.2	-0.8	-1.8	-4.0
Финансовый счет, млрд \$ ⁵	-0.3	-2.2	-1.0	-5.0	-0.6	-2.4	-2.6	-6.7
Резервы НБУ, млрд \$	14.0	15.6	15.5	15.5	15.1	18.0	18.6	18.5
Средний курс на межбанке, грн/\$ ⁷	25.2	25.4	25.9	25.6	27.1	26.0	25.9	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	105.1	0.3	1.7	661
Украина 2023	Держать	1-дек-16	7.8	сен-23	6.5	105.8	0.0	4.8	1,355
Украина 2027	Держать	1-дек-16	7.8	сен-27	7.4	102.4	-0.1	7.0	1,307
Украина 2032	Держать	1-дек-16	7.4	сен-32	7.7	97.3	0.0	8.9	3,000
МХП 2020	Держать	24-окт-17	8.3	апр-20	4.6	108.1	-0.2	2.2	505
МХП 2024	Держать	24-окт-17	7.8	май-24	6.2	108.2	0.0	5.1	500
ДТЭК 2024	Покупать	5-сен-17	10.8	дек-24	10.2	103.4	0.2	5.4	1,309
Феррэкспо 2019	Покупать	10-окт-17	10.4	апр-19	6.4	105.2	0.1	0.9	161
Метинвест 2021	Покупать	7-ноя-17	9.4	дек-21	10.1	104.1	0.2	3.6	1,217
Укрлендфарминг 2018	Продавать	17-июн-17	10.9	мар-18	793.3	25.9	-1.0	nm	543
Авангард 2018	Продавать	4-апр-17	10.0	окт-18	294.4	20.6	-1.3	0.9	214
ПУМБ 2018	Покупать	7-ноя-17	11.0	дек-18	7.6	103.7	0.2	1.0	103
ПриватБанк 2018 (10.250)	Продавать	7-ноя-17	10.3	янв-18	1535.7	25.9	6.0	0.2	160
ПриватБанк 2018 (10.875)	Продавать	7-ноя-17	10.9	фев-21	907.6	28.0	8.1	0.3	175
Ощадбанк 2023	Покупать	7-ноя-17	9.4	мар-23	7.8	106.8	0.3	2.0	700
Ощадбанк 2025	Покупать	7-ноя-17	9.6	мар-25	8.2	107.8	-0.1	3.2	500
Укрэксимбанк 2022	Покупать	7-ноя-17	9.6	апр-22	7.6	107.6	0.0	2.1	750
Укрэксимбанк 2025	Покупать	7-ноя-17	9.8	янв-25	8.1	108.8	0.0	3.5	600
Укрзализныця 2021	Покупать	24-окт-17	9.9	сен-21	8.0	105.9	-0.2	2.0	500
Мрия 2018	Держать	14-ноя-17	9.5	апр-18	4470.6	5.0	0.0	0.4	400
Кернел 2022	Держать	25-июл-17	8.8	янв-22	6.0	110.1	-0.2	3.6	500

Источник: Bloomberg, Adamant Capital

Календарь событий на 2 недели		
Событие	Тип даты	Дата
МХП - финансовые результаты за 3кв и 9мес 2017	Точная	16 ноя
ГССУ - статистика по сельхозпроизводству	Точная	16 ноя
ДТЭК - операционные результаты за 9мес 2017	Индикативная	20 ноя
ГССУ - статистика по транспорту	Точная	20 ноя
ГССУ - статистика по товарообороту	Точная	20 ноя
ГССУ - статистика промышленности	Точная	22 ноя
Кернел - финансовые результаты за 1 кв 2018	Точная	27 ноя

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.