

Еженедельный обзор

- Дефицит текущего счета в декабре увеличился на 273 млн \$ г/г до 690 млн \$.
- Операционные результаты Метинвеста за 4кв17 и финансовые за ноябрь: EBITDA за 2017 год достигнет 1,750 млн \$

Дефицит текущего счета в декабре увеличился на 273 млн \$ г/г до 690 млн \$. Годовой показатель достиг 3.8 млрд \$ или 3.5% от номинального ВВП. Месячный торговый баланс ухудшился на 203 млн \$. Финансовый счет продемонстрировал приток в размере 702 млн \$ (на 76 млн \$ меньше чем в прошлом году), полностью уравновесив платежный баланс.

Наш взгляд: Дефицит текущего счета в этом месяце оказался выше наших ожиданий, поскольку рост экспорта в годовом выражении замедлился больше роста импорта, в сравнении с ноябрем. Наиболее существенный спад темпа поставок за рубеж наблюдался в сельскохозяйственном секторе (в результате снижения урожая в этом сезоне – производство зерновых и семечек подсолнуха сократился на 7% и 11% г/г, соответственно), в машиностроении (высокая база сравнения +83% г/г в ноябре, вероятно, на фоне продаж реактивных двигателей в Китай и одноразовых факторов), а также металлургии (в основном благодаря 13% скачку цен м/м в декабре 2016). Замедление роста закупок из других стран произошло, прежде всего, в энергетике (приобретение природного газа в объемах уменьшилось на 42% г/г против 40% прироста в ноябре) и в химической промышленности (вследствие увеличения объемов производства удобрений на внутреннем рынке). Учитывая новые данные и текущий уровень цен сырьевых товаров, мы повышаем наш прогноз дефицита текущего счета на 2018 до 4.2 млрд \$ (3.4% от номинального ВВП) с предыдущих 3.0 млрд \$. В течение следующих 12 месяцев мы ожидаем сохранение высоких объемов поставок в Украину продукции машиностроения, потребительских товаров и удобрений наряду с более слабым экспортом сельскохозяйственного сектора. Несмотря на размещение валютных ОВГЗ на сумму порядка 600 млн \$ и низких объемов розничных продаж валюты, финансовый счет в декабре полностью перекрыл дефицит текущего посредством внешних кредитов и прямых иностранных инвестиций в частном секторе. В наших прогнозах мы предполагаем, что подобный тренд продолжится и в 2018 - потребление импортной продукции населением и реальным сектором будет финансироваться, главным образом, валютными сбережениями и кредитами (за исключением государственных предприятий). Мы также обновляем нашу оценку резервов на конец декабря следующего года до 19.1 млрд \$.

Показатели платежного баланса, млн \$					
	дек-17	ноя-17	окт-17	2017	2016
Экспорт:	4 956	5 195	4 716	53 956	46 008
м/м	-5%	10%	0%	0%	0%
г/г	8%	17%	15%	17%	-4%
Импорт:	5 848	5 635	5 491	60 804	51 478
м/м	4%	3%	2%	0%	0%
г/г	11%	16%	21%	18%	4%
ТБ ⁽¹⁾ :	-892	-440	-775	-6 848	-5 470
м/м	-452	335	-94	0	0
г/г	-203	-21	-357	-1 378	-3 766
CA ⁽²⁾ :	-690	28	-377	-3 835	-3 450
м/м	-718	405	494	0	0
г/г	-273	182	-197	-385	-3 261
FA ⁽³⁾ :	-702	-468	-531	-6 405	-4 704
м/м	-234	63	976	0	0
г/г	76	-395	-274	-1 701	-4 122
BoP ⁽⁴⁾ :	1	491	155	2 566	1 346
м/м	-490	336	-482	0	0
г/г	-358	571	64	1 220	497
Funding flow ⁽⁵⁾ :	558	17	-233	2 894	-4 842

(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

Операционные результаты Метинвеста за 4кв17 и финансовые за ноябрь: EBITDA за 2017 год достигнет 1,750 млн \$ (исключая доходы от совместных предприятий). Согласно пресс-релизу компании, выпуск чугуна в последнем квартале вырос на 6% кв/кв до 2.2 млн т в связи с увеличением загрузки МК «Азовсталь» (сокращение простоев из-за ремонтов). Объем производства железной руды остался на прежнем уровне. EBITDA группы, в соответствии с месячным отчетом за ноябрь, составила 176 млн \$ (из которых 125 млн \$ - вклад металлургического сегмента), в результате чего показатель за 11 месяцев 2017 достиг 1,580 млн \$.

Наш взгляд: В то время как квартальные операционные результаты в целом соответствовали нашим ожиданиям, финансовые показатели в ноябре оказались более сильными, чем мы предполагали (в основном в связи со снижением себестоимости производства стали по сравнению с третьим кварталом). Как следствие, мы повышаем наш прогноз EBITDA на декабрь и 2017 год в целом до 165 млн \$ и 1,750 млн \$, соответственно (с 30 млн \$ и 1,540 млн \$ указанных в нашем последнем обзоре). Соотношение чистого долга к 12 месячной EBITDA к концу декабря должно будет достигнуть 1.5, указывая на низкий уровень кредитной нагрузки. Согласно нашим расчетам, в 2018ом EBITDA компании может превысить 2.0 млрд \$, при условии, что мировые индексы цен на сталь и железную останутся на текущих отметках. При реализации такого сценария, уровень ликвидности будет достаточным для обслуживания всех обязательств Метинвеста, включая платежи по купонам (вместе с порцией «catch up»), даже если холдинг направит максимально допустимую сумму на капитальные инвестиции (750 млн \$, согласно ковенантам по еврооблигациям). Хотя риски досрочного погашения бумаг компании, по нашему мнению, повышаются (долг группы может быть амортизирован посредством выплат «waterfall» без согласия держателей), мы все же находим их достаточно умеренными. Во-первых, холдингу, скорее всего, удастся добиться только частичного рефинансирования, поскольку основная сумма по еврооблигациям может выплачиваться только синхронно с кредитами PXF, а, следовательно, необходимо будет привлечь более 2.2 млрд \$. Во-вторых, текущие инвесторы наверняка получат возможность реинвестировать в новый инструмент и не столкнутся с досрочным погашением в чистом виде. В целом же, мы считаем текущую премию по доходности бумаг Метинвеста к суверенной кривой необоснованной (более 420 бп, по нашим расчетам), в связи с чем оставляем нашу рекомендацию на отметке «покупать».

Операционные результаты Метинвест за 4кв17

	4кв17	3кв17	кв/кв	4кв16	г/г
Сталь, тыс т	1 906	1 802	6%	2 058	-7%
Чугун, тыс т	2 154	2 026	6%	2 211	-3%
Азовсталь, тыс т	1 011	868	16%	805	26%
ММКИ, тыс т	1 143	1 158	-1%	959	19%
ЕМЗ, тыс т	0	0	нс	447	нс
Железная руда, тыс т ⁽¹⁾	7 024	6 791	3%	6 692	5%
Железная руда, \$/т ⁽²⁾	65	71	-8%	69	-6%
Сталь, \$/т ⁽³⁾	631	628	0%	539	17%

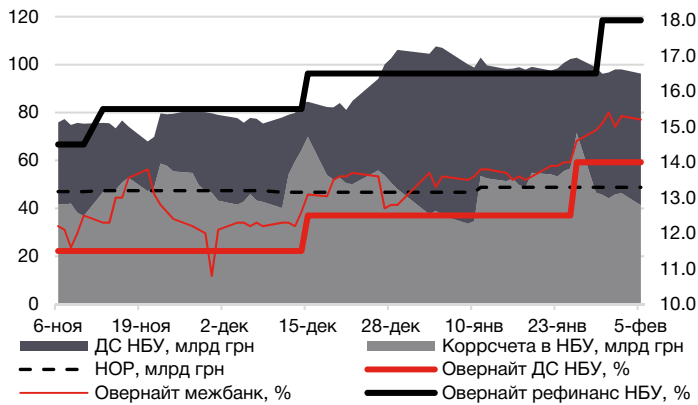
(1) Железорудный концентрат

(2) Железорудный концентрат (Fe 62%) Китай

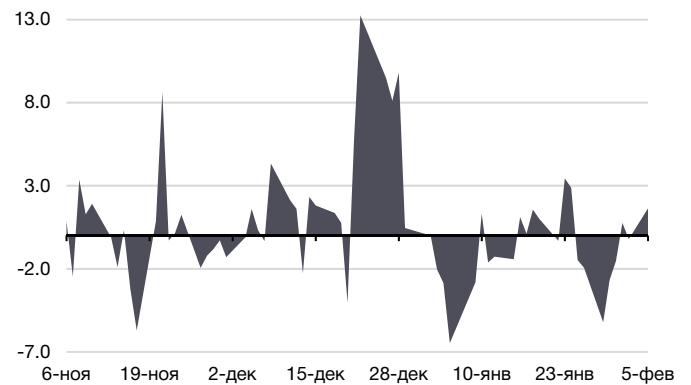
(3) Горячий прокат США

Источник: Bloomberg, данные компании, Adamant Capital

Приложение

Ликвидность банковской системы (лш) и ставки ЦБ по ДС (пш)


Источник: НБУ, Adamant Capital

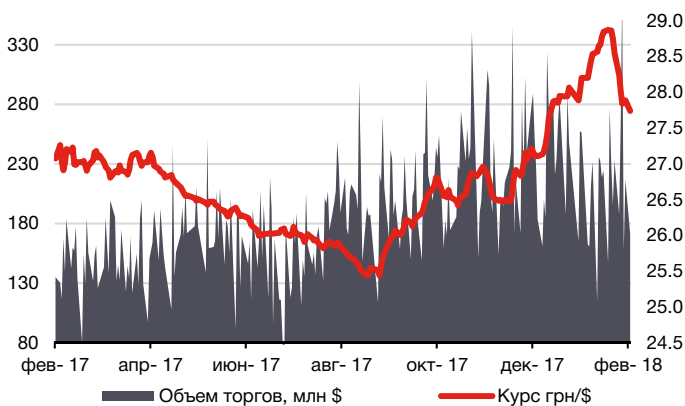
Приток от Госказначейства и ФГВФЛ в систему¹, млрд грн


(1) Банковская система

Источник: НБУ

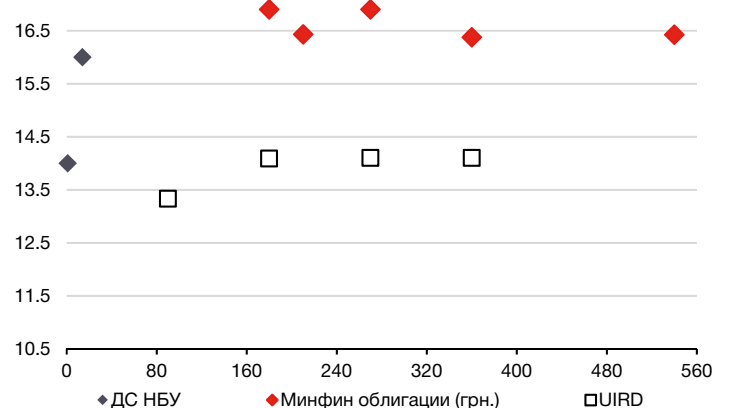
Ликвидность локального рынка (сумма коррсчетов в НБУ и депозитных сертификатов) сократилась на 2.61 млрд грн до 96.26 млрд грн за неделю. Министерство финансов 6 февраля разместило облигации в гривне с погашением в апреле, июле и октябре 2018 с доходностью 16.50%, а также с погашением в январе 2019 с доходностью 16.40%. В результате, было привлечено 5.24 млрд грн.

Межбанковский курс грн/\$ на этой неделе укрепился на 2.0%, открывшись на отметке 28.01 и закрывшись к концу на уровне 27.46.

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


На основе официальных данных межбанковского рынка

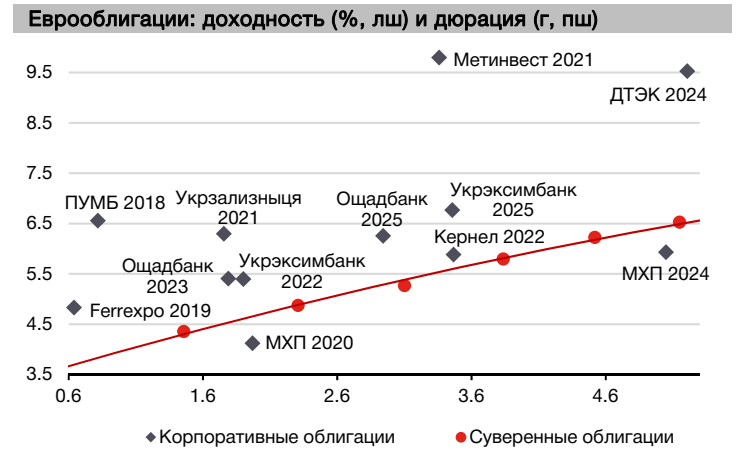
Источник: НБУ

Локальный рынок: доходность (% , лш) и срок погашения (дней)


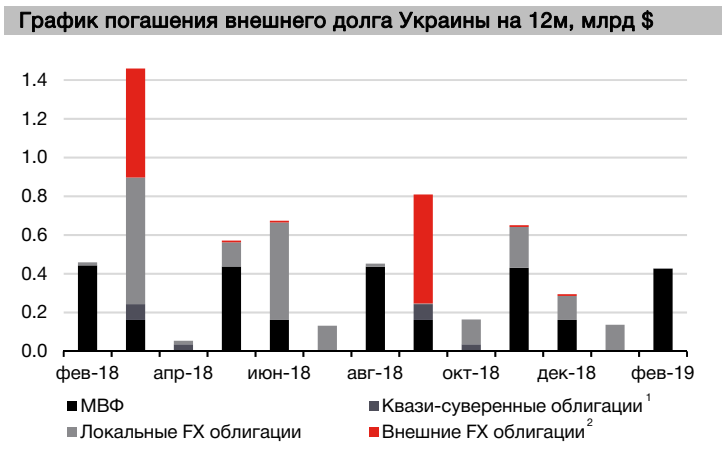
Источник: НБУ, Bloomberg, Adamant Capital



Источник: Bloomberg, Adamant Capital



Источник: Bloomberg, Adamant Capital



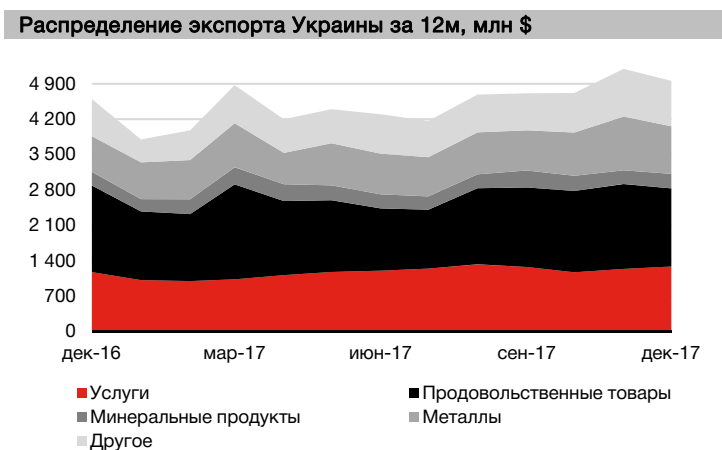
Процентные платежи включены в каждую категорию
(1) Долг государственных банков, Укрзалізниця и муниципалитетов
(2) Включают кредитные гарантии США

Источник: Bloomberg, Adamant Capital

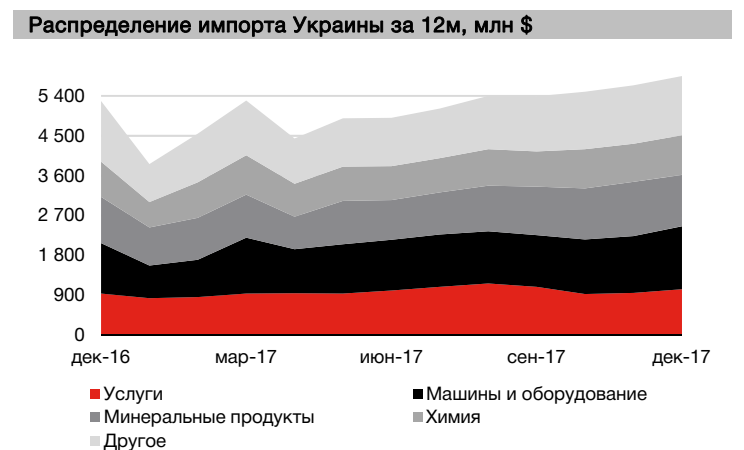


Процентные платежи включены в каждую категорию
(1) Долг государственных банков, Укрзалізниця и муниципалитетов
(2) Включают кредитные гарантии США

Источник: Bloomberg, Adamant Capital



Источник: НБУ



Источник: НБУ

Основные макроэкономические показатели								
	4кв16	2016	1кв17	2кв17	3кв17	4кв17П	2017П	2018П
Рост реального ВВП, г/г %	4.8%	2.2%	2.4%	2.4%	2.1%	1.5%	2.0%	3.1%
Номинальный ВВП, млрд грн	723	2 383	584	657	821	867	2 929	3 382
Номинальный ВВП, млрд \$	28	93	22	25	32	32	110	123
Рост дефлятора ВВП, г/г % ¹	17.2%	17.2%	25.1%	20.0%	20.2%	18.3%	20.5%	12.0%
ИПЦ (средний за период), г/г %	12.3%	14.9%	14.0%	13.8%	16.1%	14.0%	14.5%	10.3%
ИПЦ (на конец периода), г/г %	12.4%	12.4%	15.1%	15.6%	16.4%	13.7%	13.7%	8.5%
Дефицит бюджета, % ВВП ^{1,2,6}	3.4%	2.3%	-0.8%	-7.7%	1.2%	9.7%	1.4%	3.0%
Широкий дефицит бюджета, % ВВП ³	22.6%	8.8%	4.2%	-7.7%	3.7%	12.2%	3.9%	3.0%
Государственный долг, % ВВП	80.8%	80.8%	77.7%	74.3%	73.4%	73.1%	65.8%	66.5%
Внешний государственный долг, % ВВП ⁴	49.0%	49.0%	47.1%	47.7%	46.9%	44.5%	41.4%	40.8%
Общий внешний долг, млрд \$	114	114	114	115	117	116	116	117
Экспорт товаров и услуг, млрд \$	13.2	46.0	12.6	12.9	13.6	14.9	60.8	58.2
Импорт товаров и услуг, млрд \$	14.7	51.5	13.7	14.2	15.9	17.0	54.0	65.4
Сальдо торгового баланса, млрд \$	-1.5	-5.5	-1.1	-1.3	-2.3	-2.1	6.8	-7.2
Текущий счет, млрд \$	-0.8	-3.5	-0.8	-0.3	-1.7	-1.0	-3.8	-4.2
Финансовый счет, млрд \$ ⁵	-1.1	-4.7	-0.2	-1.9	-2.5	-1.7	-6.4	-4.9
Резервы НБУ, млрд \$	15.5	15.5	15.1	18.0	18.6	18.8	18.8	19.1
Средний курс на межбанке, грн/\$ ⁷	25.9	25.6	27.1	26.0	25.9	26.9	26.6	27.5
Курс на межбанке (на конец периода), грн/\$	27.2	27.2	27.0	26.0	26.6	28.1	28.1	28.0
Учетная ставка НБУ (на конец периода), %	14.0%	14.0%	14.0%	12.5%	12.5%	14.5%	14.5%	15.0%

(1) Квартальные показатели рассчитываются при помощи данных за прошлые 12 мес

(2) Исключает весь дефицит, не включенный в официальные 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 РГББ 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	4.4	105.1	-0.5	1.5	661	
Украина 2023	Держать	1-дек-16	7.8	сен-23	6.2	107.1	-1.6	4.5	1,355	
Украина 2027	Держать	1-дек-16	7.8	сен-27	7.1	104.5	-2.3	6.8	1,307	
Украина 2032	Держать	1-дек-16	7.4	сен-32	7.5	98.6	-2.8	8.6	3,000	
МХП 2020	Держать	30-январь-18	8.3	апр-20	4.1	108.4	-0.2	2.0	505	
МХП 2024	Держать	30-январь-18	7.8	май-24	5.9	109.4	0.1	5.0	500	
ДТЭК 2024	Покупать	5-дек-17	10.8	дек-24	9.5	107.0	-0.7	5.2	1,309	
Феррэкспо 2019	Покупать	21-ноя-17	10.4	апр-19	4.8	103.5	-0.1	0.6	346	
Метинвест 2021	Покупать	6-фев-18	10.9	дек-21	9.7	102.6	-0.6	3.4	1,187	
Укрлендфарминг 2018	Продавать	17-июн-17	10.9	мар-18	3000.0	20.0	-0.3	нд	543	
Авангард 2018	Продавать	5-дек-17	10.0	окт-18	533.3	18.3	-0.1	0.7	214	
ПУМБ 2018	Покупать	7-ноя-17	11.0	дек-18	6.6	103.6	0.6	0.8	103	
ПриватБанк 2018 (10.250)	Продавать	21-ноя-17	10.3	январь-18	34.7	29.5	1.4	3.4	200	
ПриватБанк 2018 (10.875)	Продавать	21-ноя-17	10.9	фев-21	3348.0	35.0	0.0	0.1	175	
Ощадбанк 2023	Покупать	7-ноя-17	9.4	мар-23	5.4	107.2	-1.0	1.8	700	
Ощадбанк 2025	Покупать	7-ноя-17	9.6	мар-25	6.3	110.2	-1.0	2.9	500	
Укрэксимбанк 2022	Покупать	7-ноя-17	9.6	апр-22	5.4	108.1	-0.9	1.9	750	
Укрэксимбанк 2025	Покупать	7-ноя-17	9.8	январь-25	6.8	110.3	-0.7	3.5	600	
Укрзалізниця 2021	Покупать	24-окт-17	9.9	сен-21	6.3	106.4	-0.5	1.8	500	
Мрия 2018	Продавать	14-ноя-17	9.5	апр-18	8376.0	5.7	-0.2	0.2	400	
Кернел 2022	Держать	23-январь-18	8.8	январь-22	5.9	110.0	-0.3	3.5	500	

Источник: Bloomberg, Adamant Capital

Календарь событий на 2 недели		
Событие	Тип даты	Дата
НБУ - статистика по международным резервам	Точная	7 фев
ГССУ - статистика по инфляции	Точная	9 фев
ГССУ - статистика по сельхозпроизводству	Точная	13 фев
ГССУ - статистика по товарообороту	Точная	20 фев
ГССУ - статистика по транспорту	Точная	20 фев

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 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.