

Еженедельный обзор

- Рост реального ВВП Украины в 2017 и 4кв17 составил 2.5% и 2.2%, соответственно
- НБУ уменьшил дефицит текущего счета за 2017 на 2.0 млрд \$ до 1.8 млрд \$ (1.6% от ВВП)
- В феврале выход основных секторов увеличился на 1.4% г/г
- МХП разместил новые 8-летние еврооблигаций на сумму 550 млн \$ со ставкой 6.95% и заявил о получении заявок на выкуп старых бумаг на 409 млн \$
- Компания Ferrexpo опубликовала результаты за 2п17: EBITDA сократилась на 9% п/п до 255 млн \$

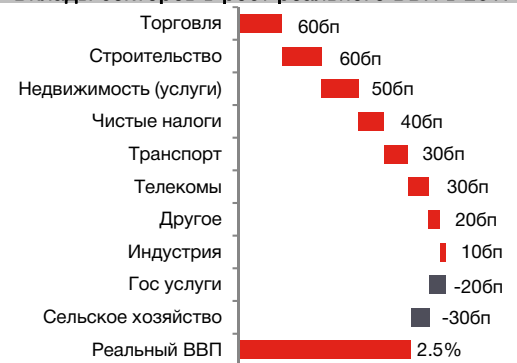
Рост реального ВВП Украины в 2017 и 4кв17 составил 2.5% и 2.2%, соответственно, согласно окончательным данным ГССУ.

Наш взгляд: Служба статистики пересмотрела данные за 9м17 и 4кв17, увеличив реальный ВВП на 60 бп и 40 бп, соответственно, по сравнению с предварительными оценками. Как и ожидалось, согласно структуре вкладов производственных секторов в годовой рост, внутренняя торговля, строительство, услуги в сфере недвижимости и транспорт послужили основными источниками добавленной стоимости, в то время как промышленность практически не оказала никакого влияния (в связи с потерей активов на востоке). Сегментами, оказавшими отрицательный эффект, оказались сельское хозяйство (вследствие низкого урожая) и государственные услуги. Анализ разбивки реального ВВП по расходам указывает на достаточно высокий объем инвестиций как в основные фонды, так и в рабочий капитал (в сумме 23% от общей добавленной стоимости, что на 500 бп больше среднего значения за докризисные 2010-13). Хотя данный фактор делает более агрессивное развитие экономики потенциально возможным, на сегодняшний день мы оставляем наш прогноз роста реального ВВП на 2018 консервативным (равным 3.1%). Наш базовый сценарий на следующие 12 месяцев предполагает реализацию эффекта низкой базы сравнения (преимущественно в сегментах добычи и генерации электроэнергии, но также и в производстве зерновых), продолжающееся восстановление внутренней торговли и незначительное прибавление добавленной стоимости в большинстве других секторов.

НБУ уменьшил дефицит текущего счета за 2017 на 2.0 млрд \$ до 1.8 млрд \$ (1.6% от ВВП) в связи с пересмотром объемов денежных переводов. Согласно пресс-релизу регулятора, суммы привезенной или переведенной валюты украинцами, которые работают за границей, были переоценены на основе данных «зеркальной статистики» центральных банков Польши и России (самые крупные страны-реципиенты наших трудовых мигрантов).

Наш взгляд: Поскольку пересмотр не повлиял на итоговую цифру платежного баланса, финансовый счет был сокращен аналогично текущему (чтобы отразить меньший приток). Мы переносим данные изменения напрямую в наши прогнозы, понизив ожидаемый дефицит ТС и профицит ФС на 2 млрд \$ до 2.2 млрд \$ и 2.9 млрд \$ в 2018 году, соответственно.

Вклады секторов в рост реального ВВП в 2017

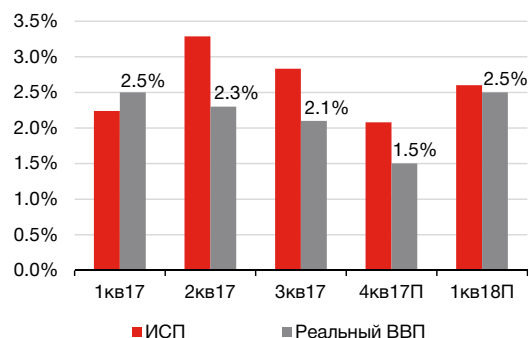


Источник: ГССУ, Adamant Capital

В феврале выход основных секторов увеличился на 1.4% г/г, согласно нашему расчетному индексу ИСП. Объемы промышленного производства выросли на 1.9% г/г (2.0% с учетом коррекции на сезонность), по сравнению со скачком на 3.6% в прошлом месяце. Сельскохозяйственный сектор сократился на 1.8% г/г после увеличения на 1.1% в январе. Объемы пассажирских и грузовых перевозок уменьшились на 6.4%. Внутренняя торговля снова показала прирост на 7.2%, причем оптовые продажи подскочили на 9.0%. Строительство продемонстрировало спад второй месяц кряду, в этот раз потеряв 2.3%, по сравнению с прошлым годом.

Наш взгляд: Консолидированный показатель оказался несколько ниже наших ожиданий после сильных результатов прошлого месяца, но в целом соответствовал установленным ранее квартальным прогнозам. Согласно опубликованным данным добыча угля не увеличилась по сравнению с прошлым годом, несмотря на эффект низкой базы (блокада НКТ стартовала 26 января 2017), объем транспортных услуг резко сократился (хотя этот индикатор может быть потенциально занижен, поскольку сильно зависит от количества транзитного газа), а строительство, как и в предыдущем месяце, продемонстрировало спад. Основными драйверами роста остались внутренняя торговля, химическая продукция (в основном, удобрения) и сталь (+4.6% г/г). Поскольку наш ИСП за два первых месяца квартала прибавил 2.6% г/г, мы оставляем наш прогноз увеличения реального ВВП за 1кв18 равным 2.5%.

Динамика роста ИСП против реального ВВП



Примечание: Индекс совокупного производства - средневзвешенное значение промышленного производства, розничных и оптовых продаж, перевозок, строительства и выхода с/х продукции
Источник: ГССУ, Adamant Capital

МХП разместил новые 8-летние еврооблигаций на сумму 550 млн \$ со ставкой 6.95% и заявил о получении заявок на выкуп старых бумаг на 409 млн \$. Агентства Fitch и S&P присвоили предварительный кредитный рейтинг выпуску на уровне «В». Окончательный расчет ожидается 10 апреля.

Наш взгляд: Мы считаем доходность размещения умеренно привлекательной для инвесторов, учитывая, что дисконт по доходности к суверенной кривой составил 70 бп против 100 бп у других еврооблигаций МХП перед объявлением о сделке. Принимая во внимание, что 83% (по номиналу) держателей старых бумаг согласились на досрочный выкуп, рефинансирование, по нашему мнению, состоится. По итогу компания получит порядка 100 млн \$ дополнительного долга, который может быть использован для амортизации краткосрочных обязательств (равны 60 млн \$ на конец 2017 года). Наша текущая оценка соотношения чистого долга к 12 месячной EBITDA составляет 2.1.

Компания Ferrexpo опубликовала результаты за 2п17: EBITDA сократилась на 9% п/п до 255 млн \$. Выручка выросла на 3%, а маржа EBITDA снизилась на 6 пп до 42%. Чистая прибыль уменьшилась на 17% п/п, достигнув 179 млн \$. Операционный денежный поток компании сократился на 18% вследствие роста инвестиций в рабочий капитал. Соотношение чистого долга к 12 месячной EBITDA продемонстрировало спад на 22% п/п и 52% г/г, дойдя до отметки 0.8. В ходе презентации для инвесторов менеджмент сообщил, что размер капитальных инвестиций в 2018 году ожидается на уровне 120 млн \$, из которых часть планируется направить на увеличение мощностей концентраторов Полтавского ГОКа (позволит производить дополнительные 1.5 млн т окатышей к 2020). Модернизация производственных линий продолжится в 2018 и 2019 с ожидаемыми 65 днями простоя во 2кв18 (по сравнению с 55 в 2017).

Наш взгляд: EBITDA группы во 2п17 соответствовала нашим прогнозам, отклонившись лишь на 2% от оценки. В то же время, сумма премий за окатыши и содержание железа, а также размер расходов на тонну не относящихся к C1 (включают остальные операционные издержки за вычетом стоимости международного фрахта) прибавили в большей степени, чем мы ожидали. Маржа компании в 2018 году, при стабильных ценах на продукцию, вероятно, продолжит сокращаться на фоне увеличения расходов (в результате роста инфляции в Украине, поднятия заработной платы вследствие трудовой миграции, повышения тарифов на железнодорожные перевозки и коммунальные услуги). Объемы продаж, по нашему мнению, останутся на прежнем уровне, учитывая озвученные руководством планы касательно ремонтных работ. Основываясь на этих предположениях, EBITDA в 2017 году, по нашим расчетам, достигнет 450 млн \$ (-12% г/г), а соотношение чистого долга к 12 месячной EBITDA дойдет до 0.4 (если дивиденды составят 60 млн \$, капитальные инвестиции 120 млн \$, а рабочий капитал не изменится). Учитывая также, что размер наличных средств компании на конец декабря полностью покрывает все погашения приходящиеся на 2018 год, мы считаем, что кредитные риски Ferrexpo являются низкими. Нашу рекомендацию по бумагам мы оставляем на отметке «покупать», поскольку текущая премия по доходности к суверенной кривой все еще составляет 50 бп, в то время как еврооблигации некоторых других украинских эмитентов, например МХП, торгуются с дисконтом.

Результаты Ferrexpo за 2п17, млн \$ (МСФО)

	2п17	2п16	г/г	1п17	п/п
Выручка	606	528	15%	591	3%
Валютные разницы	12	11	5%	-5	нс
EBITDA	255	215	19%	281	-9%
EBITDA маржа	42%	41%	1пп	48%	-6пп
Чистая прибыль	179	111	60%	216	-17%
Маржа по прибыли	29%	21%	8пп	36%	-7пп
OCF ¹	181	220	-18%	221	-18%
FCF ²	124	195	-37%	175	-30%
Чистый долг	403	589	-32%	481	-16%
Чистый долг/EBITDA	0.8	1.6	-52%	1.0	-22%
Окатыши, тыс т	5,402	5,680	-5%	5,065	7%
Расходы C1, \$/т	33	30	10%	32	4%
Остальные расходы ³ , \$/т	20	15	33%	15	30%
62% Fe Platts, \$/т ⁴	68	65	5%	75	-9%
62% Fe Platts - C3, \$/т ⁵	98	81	21%	104	-6%
Цена окатышей, \$/т ⁶	47	27	73%	42	10%
EBITDA/т окатышей, \$	45	36	25%	57	-20%

(1) Операционный денежный поток

(2) Свободный денежный поток

(3) Расходы на тонну, кроме C1 и международного фрахта

(4) Индекс цен на железную руду (Iron Ore Spot Price Index Fe 62% Import Fine Ore in USD)

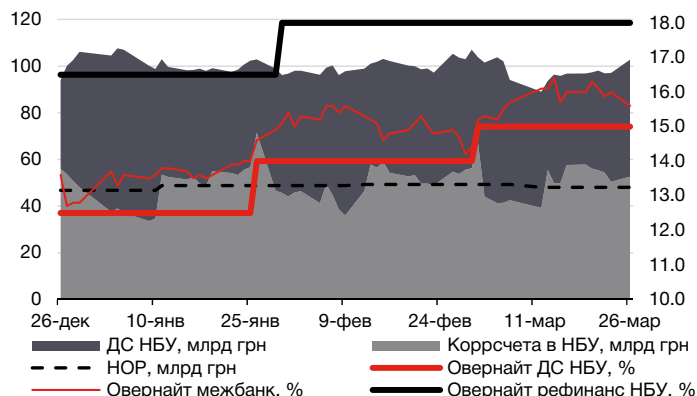
(5) C3 – индекс фрахта публикуемый Baltic Exchange

(6) Нетбэк цена железной руды для Ferrexpo

Источник: данные компании, Adamant Capital

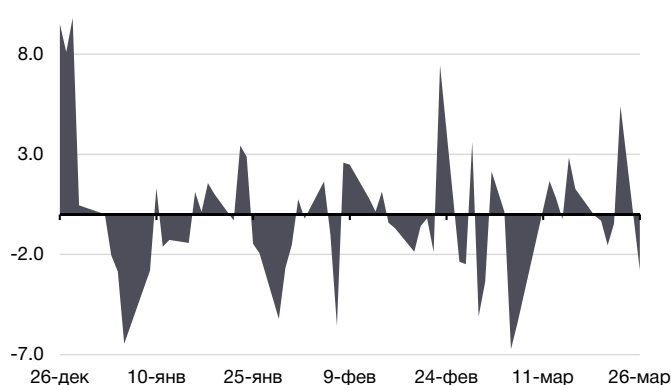
Приложение

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



Источник: НБУ, Adamant Capital

Приток от Госказначейства и ФГВФЛ в систему¹, млрд грн



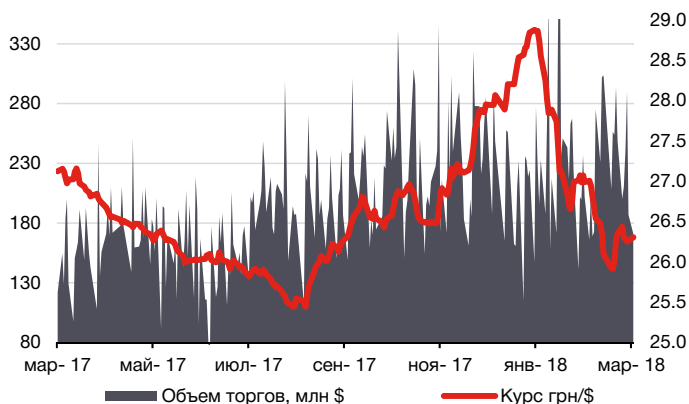
(1) Банковская система

Источник: НБУ

Ликвидность локального рынка (сумма коррсчетов в НБУ и депозитных сертификатов) увеличилась на 5.86 млрд грн до 102.69 млрд грн за неделю. Министерство финансов 27 марта разместило облигации в гривне с погашением в июне 2018, ноябре 2018 и марте 2019 с доходностью 17.44%, 17.30% и 17.10%, соответственно. Проведены были также валютные размещения в долларах США с погашением в октябре 2018, январе 2019 и феврале 2020 с доходностью 5.10%, 5.30% и 5.40%, соответственно. В результате, было привлечено 2.71 млрд грн и 0.67 млрд \$.

Межбанковский курс грн/\$ на этой неделе практически не изменился, открывшись на отметке 26.30 и закрывшись к концу на уровне 26.31.

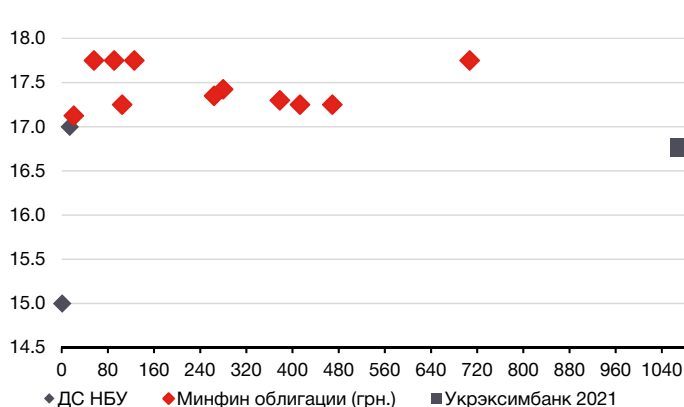
Курс валюты (пш) и объем межбанковских торгов (лш)



На основе официальных данных межбанковского рынка

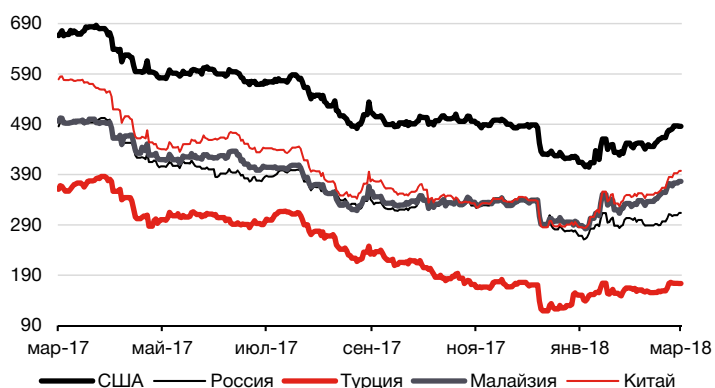
Источник: НБУ

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



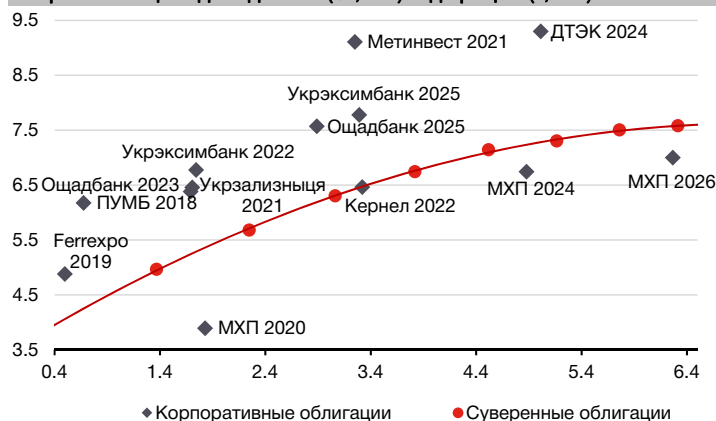
Источник: НБУ, Bloomberg, Adamant Capital

Премия 10 летней доходности Украины к другим странам, бп



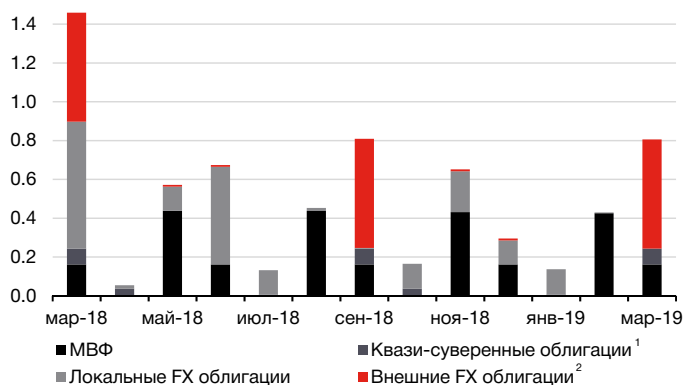
Источник: Bloomberg, Adamant Capital

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



Источник: Bloomberg, Adamant Capital

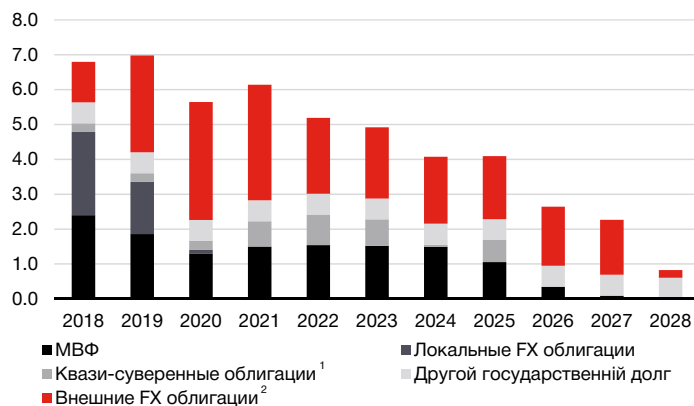
График погашения внешнего долга Украины на 12м, млрд \$



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

Источник: Bloomberg, Adamant Capital

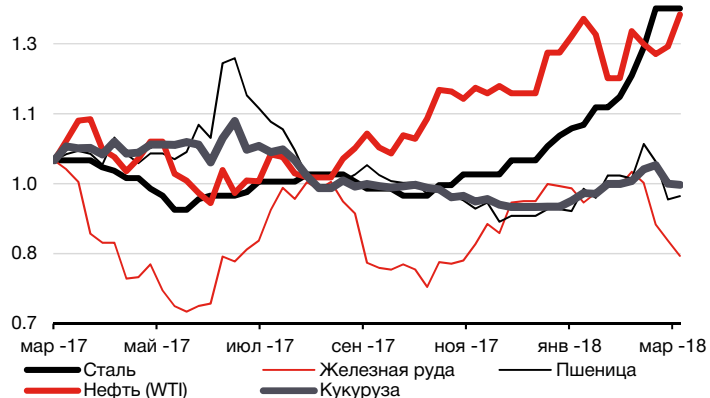
График погашения внешнего долга Украины на 2018-28, млрд \$



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

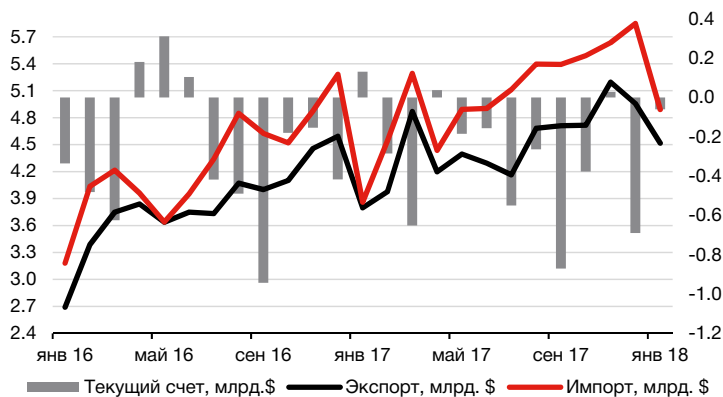
Источник: Bloomberg, Adamant Capital

Мировые индексы цен на сырье



Источник: Bloomberg, Adamant Capital

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



Источник: НБУ

Основные макроэкономические показатели								
	4кв16	2016	1кв17	2кв17	3кв17	4кв17	2017	2018П
Рост реального ВВП, г/г %	4.6%	2.4%	2.8%	2.6%	2.4%	2.2%	2.5%	3.1%
Номинальный ВВП, млрд грн	723	2,385	591	665	833	894	2,983	3,444
Номинальный ВВП, млрд \$	28	93	22	26	32	33	112	125
Рост дефлятора ВВП, г/г % ¹	17.4%	17.1%	26.2%	20.9%	21.1%	20.9%	22.0%	12.0%
ИПЦ (средний за период),г/г %	12.3%	14.9%	14.0%	13.8%	16.1%	14.0%	14.5%	12.2%
ИПЦ (на конец периода),г/г %	12.4%	12.4%	15.1%	15.6%	16.4%	13.7%	13.7%	10.1%
Дефицит бюджета, % ВВП ^{1,2,6}	3.2%	2.3%	-0.7%	-7.2%	1.3%	9.4%	1.4%	3.0%
Широкий дефицит бюджета, % ВВП ³	21.4%	8.6%	3.8%	-7.2%	4.0%	11.8%	3.8%	3.0%
Государственный долг, % ВВП	80.8%	80.8%	77.4%	73.9%	72.7%	71.8%	71.8%	65.4%
Внешний государственный долг, % ВВП ⁴	48.9%	48.9%	46.9%	47.4%	46.5%	43.7%	43.7%	40.1%
Общий внешний долг, млрд \$	114	114	114	115	117	117	117	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	-2.2
Финансовый счет, млрд \$ ⁵	-1.1	-4.7	-0.2	-1.9	-2.5	-1.7	-6.4	-2.9
Резервы НБУ, млрд \$	15.5	15.5	15.1	18.0	18.6	18.8	18.8	20.8
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%	17.0%

(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	5.0	103.8	0.0	1.4	661
Украина 2023	Держать	1-дек-16	7.8	сен-23	7.1	102.7	-0.6	4.5	1,355
Украина 2027	Держать	1-дек-16	7.8	сен-27	7.6	100.9	-0.1	6.8	1,307
Украина 2032	Держать	1-дек-16	7.4	сен-32	8.0	94.9	0.5	8.7	3,000
МХП 2020	Держать	13-мар-18	8.3	апр-20	3.9	108.3	-0.1	1.8	496
МХП 2024	Держать	13-мар-18	7.8	май-24	6.7	105.0	-2.8	4.9	500
ДТЭК 2024	Покупать	28-фев-18	10.8	дек-24	9.3	107.5	0.3	5.0	1,309
Феррэкспо 2019	Покупать	27-мар-18	10.4	апр-19	4.9	102.8	-0.1	0.5	346
Метинвест 2021	Покупать	6-мар-18	10.9	дек-21	9.1	104.6	0.3	3.3	1,187
Укрлендфарминг 2018	Продавать	17-июн-17	10.9	мар-18	нс	21.0	0.9	2.4	543
Авангард 2018	Продавать	5-дек-17	10.0	окт-18	нс	19.8	-0.6	0.5	214
ПУМБ 2018	Покупать	7-ноя-17	11.0	дек-18	6.2	103.3	0.1	0.7	103
ПриватБанк в дефолте (10.250)	Продавать	21-ноя-17	10.3	янв-18	нс	19.8	0.0	нс	200
ПриватБанк в дефолте (10.875)	Продавать	21-ноя-17	10.9	фев-21	нс	29.0	-0.1	нс	175
Ощадбанк 2023	Покупать	7-ноя-17	9.4	мар-23	6.5	104.9	-0.2	1.7	700
Ощадбанк 2025	Покупать	7-ноя-17	9.6	мар-25	7.6	105.8	-0.2	2.9	500
Укрэксимбанк 2022	Покупать	7-ноя-17	9.6	апр-22	6.8	105.0	-0.4	1.7	750
Укрэксимбанк 2025	Покупать	7-ноя-17	9.8	янв-25	7.8	106.4	-0.1	3.3	600
Укрэлизныця 2021	Покупать	20-фев-18	9.9	сен-21	6.4	105.8	-0.2	1.7	500
Мрия 2018	Продавать	14-ноя-17	9.5	апр-18	нс	7.5	0.1	0.1	400
Кернел 2022	Покупать	6-мар-18	8.8	янв-22	6.5	107.6	-0.6	3.3	500

Источник: Bloomberg, Adamant Capital

Календарь событий на 2 недели		
Событие	Тип даты	Дата
НБУ - статистика по платежному балансу	Точная	30 мар
Метинвест - отчет за январь	Индикативная	30 мар
Егетехро - операционные результаты за 1кв18	Точная	5 апр
НБУ - статистика по международным резервам	Точная	7 апр
ГССУ - статистика по инфляции	Точная	10 апр

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 | fkf@adamant-capital.com

Людмила Дунаева | ldu@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.