

Еженедельный обзор

- Дефицит текущего счета в феврале сократился на 140 млн \$ г/г до нуля
- Украина отложила повышение цены на газ до 1 июня
- EBITDA компании Метинвест в январе сократилась на 11% м/м до 203 млн \$
- НБУ смягчил ряд ограничений валютного контроля
- EBITDA компании Авангард за 4кв17 удвоилась г/г до 19 млн \$, но сократилась на 64% г/г до 7 млн за 2017 год в целом

Дефицит текущего счета в феврале сократился на 140 млн \$ г/г до нуля. Показатель за последние двенадцать месяцев составил 2.1 млрд \$, по сравнению с 0.6 млрд \$ год назад. Месячный торговый баланс ухудшился на 170 млн \$ г/г. Финансовый счет продемонстрировал приток в размере 240 млн \$ (на 140 млн \$ больше, чем в прошлом году), в результате которого профицит платежного баланса достиг 250 млн \$.

Наш взгляд: Дефицит текущего счета в феврале оказался несколько ниже наших ожиданий, в основном, на фоне увеличенных объемов денежных переводов. Ежемесячные исторические данные о привезенной или переведенной валюте были пересмотрены НБУ с учетом оценок центральных банков России и Польши. Рост экспорта товаров и услуг г/г замедлился на 8 пп м/м до 11%, главным образом, в связи с сокращением объемов поставок продукции машиностроения (в январе наблюдался единоразовый скачок), металлов (падение как цен, так и объемов) и минералов (в большей степени, на фоне низких цен). Темп роста импорта существенно снизился вследствие относительного уменьшения закупок энергоносителей (включая нефть, которая прибавила лишь 1% м/м, по сравнению с 26% в январе), удобрений (вероятно в результате более позднего начала весенней посевной кампании) и пестицидов (потенциально, как следствие юридических сложностей с оформлением). В целом, с учетом коррекции годовых данных на пересмотр регулятора, результаты за февраль позволяют оставить наш прогноз дефицита текущего счета на 2018 год без изменений (2.2 млрд \$). Финансовый счет в феврале продемонстрировал приток, вызванный, главным образом, приобретением гривневых ОВГЗ нерезидентами на сумму 200 млн \$ и скачком торгового финансирования частного сектора (450 млн \$), который одновременно сопровождался ростом банковских активов. Помимо этого, прямые инвестиции в Украину составили порядка 100 млн \$, а также снова активизировались розничные продажи валюты (150 млн \$). Как мы и ожидали, приток капитала значительно увеличился, по сравнению с январем.

Показатели платежного баланса, млн \$					
	фев-18	январь-18	дек-17	12 мес	12 мес-1
Экспорт:	4,416	4,528	4,852	54,946	47,703
м/м	-2%	-7%	-4%		
г/г	11%	19%	6%	15%	3%
Импорт:	5,056	4,995	6,044	63,843	53,728
м/м	1%	-17%	5%		
г/г	9%	26%	12%	19%	9%
ТБ ⁽¹⁾ :	-640	-467	-1,192	-8,897	-6,025
м/м	-173	725	-481		
г/г	22	-309	-398	-2,872	-3,132
ТС ⁽²⁾ :	9	119	-742	-2,112	-623
м/м	-110	861	-805		
г/г	142	-166	-520	-1,489	-2,078
ФС ⁽³⁾ :	-243	568	-754	-4,719	-1,621
м/м	-811	1,322	-321		
г/г	-141	80	-171	-3,098	-1,029
ПБ ⁽⁴⁾ :	252	-449	1	2,598	1,071
м/м	701	-450	-490		
г/г	279	-247	-358	1,527	-1,457
Funding flow ⁽⁵⁾	591	-454	630	3,104	790

Примечание: 12 мес и 12 мес-1 – последние двенадцать месяцев и последние двенадцать месяцев год назад, соответственно

(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

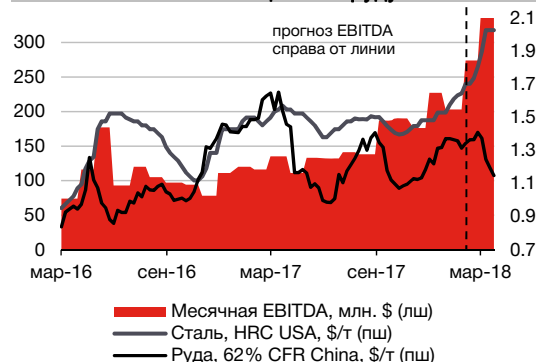
Украина отложила повышение цены на газ до 1 июня. Кабинет министров 28 марта выдал постановление продлевающее срок действия спецобязательств компании «Нафтогаз Украины» относительно поставок населению на два месяца.

Наш взгляд: Хотя поднятие цен на газ до рыночного уровня было одним из ключевых требований МВФ, отопительный сезон 2017 начался без соответствующей корректировки. Таким образом, отложенное повышение стало необходимым условием получения следующего транша и уже составляет порядка 20-30%, согласно нашим оценкам. Решение об отсрочке на два месяца не является для нас удивительным, учитывая непопулярность меры в преддверии президентских выборов и неопределенность относительно выполнения других структурных маяков меморандума, таких как создание антикоррупционного суда. Наш базовый сценарий предполагает, что властям все же удастся найти компромисс с западными партнерами касательно всех нерешенных вопросов, однако уровень риска мы оцениваем как повышенный.

EBITDA компании Метинвест в январе сократилась на 11% м/м до 203 млн \$ (без учета доходов от совместных предприятий). Согласно нашим подсчетам, средние цены реализации железной руды и стали выросли на 6% и 2% м/м, соответственно. Денежный поток от операционной деятельности составил 77 млн \$ против 107 млн \$ в декабре в связи с инвестициями в оборотный капитал в размере 109 млн \$. Остатки денежных средств на конец периода уменьшились на 5% м/м, достигнув 273 млн \$.

Наш взгляд: EBITDA компании в этом месяце оказалась на 30% ниже нашей оценки, поскольку себестоимость на тонну в металлургическом сегменте неожиданно подскочила на 13%, по сравнению с декабрем (возможно, как результат пересмотра отчетности в конце года). В то же время, объемы продаж полуфабрикатов и готовой продукции превысили наши прогнозы и, наряду с недавним скачком цен на сталь, предвещают стремительный рост прибыли в следующих периодах. Учитывая новые данные, мы рассчитали, что EBITDA группы (без доходов от совместных предприятий) в 2018 может достигнуть 2.9 млрд \$, если отклонение среднегодовой себестоимости от январской составит не более 10%. Учитывая волатильность (а, следовательно, и низкую предсказуемость) последнего, мы повышаем наш прогноз лишь до 2.5 млрд \$ (против 2.3 млрд \$ ранее). Поскольку кредитные метрики компании выглядят привлекательно (соотношение чистого долга к 12 месячной EBITDA уже достигло 1.5 и, скорее всего, будет понижаться дальше), мы рекомендуем инвесторам присмотреться к новому выпуску еврооблигаций, особенно если премия по установленной доходности к суверенной кривой будет находиться в диапазоне 100-200 бп.

EBITDA Метинвеста и цены на руду и сталь



Примечание: цены на сталь и железную руду перебазируются к 1; прогнозные данные EBITDA — с февраля 2018
Источник: данные компании, Bloomberg, Adamant Capital

НБУ смягчил ряд ограничений валютного контроля. К ним относится разрешение банкам проводить операции для собственных нужд в неограниченном объеме (при условии выполнения нормативов открытой позиции Л13-1 и Л13-2), а также возможность досрочного погашения кредитов перед нерезидентами, акционерами которых являются иностранные государства.

Наш взгляд: Мы считаем, что изменения вряд ли приведут к волатильности на валютном рынке, где на текущий момент преобладает избыток предложения. Новые меры соответствуют ранее озвученному плану НБУ переходить от ограничительных мер к финансовому мониторингу. Более радикальных изменений мы ожидаем после принятия недавно обнародованного закона «о валюте» в Парламенте.

EBITDA компании Авангард за 4кв17 удвоилась г/г до 19 млн \$, но сократилась на 64% г/г до 7 млн за 2017 год в целом.

Квартальная выручка уменьшилась на 45%, в основном, в связи с отсутствием торговых операций с зерном в данном периоде. Операционный денежный поток за квартал снизился на 21%, в то время как FCF увеличился на 7% (хотя оба показателя составили менее 5 млн \$). Соотношение чистого долга к 12 месячной EBITDA достигло 48. Согласно пресс-релизу, холдинг все еще находится в процессе переговоров о реструктуризации с держателями еврооблигаций (проценты уже не выплачиваются).

Наш взгляд: Учитывая, что компании удалось увеличить прибыль в 4кв17 исключительно благодаря большему объему государственных субсидий (63% от EBITDA), бизнес продолжает выглядеть очень проблемно. Хотя менеджмент по-прежнему ссылается в своих объяснениях на рыночную конъюнктуру, конкуренты в сельскохозяйственном секторе демонстрируют положительную динамику. К примеру, компания Овостар, объем производства яйца которой на 30% меньше чем у Авангарда, сгенерировала на 70% больше EBITDA за первые 9 месяцев (по сравнению с годовым показателем холдинга). Для Мироновского Хлебопродукта (МХП) 2017 год стал одним из лучшим за последние несколько периодов, поскольку маржа по производству мяса в 4кв17 уже достигла докризисного уровня. Таким образом, учитывая потенциальное наличие фундаментальных проблем в бизнес модели эмитента, мы оставляем нашу рекомендацию по бумагам на отметке «продавать». Держателям, ведущим переговоры с компанией в текущий момент, советуем требовать залог от материнской структуры Укрлэндфарминг.

Результаты компании Авангард за 4кв17, млн \$

	4кв17	4кв16	г/г	2017	г/г
Выручка	44	80	-45%	128	-33%
Торговля зерном	0	35	-100%	10	-81%
Гос. субсидии	12	0	нс	19	252%
EBITDA ¹	19	10	101%	7	-64%
EBITDA маржа	44%	12%	32pps	6%	-5pps
Прибыль	13	-18	нс	-7	нс
Прибыль маржа	30%	-22%	нс	-6%	нс
OCF ²	2.4	3.0	-21%	7.9	711%
FCF ³	1.8	1.7	7%	6.3	нс
Общий долг	366	344	6%	366	6%
Чистый долг	348	332	5%	348	5%
Чистый долг/EBITDA	48	17	190%	48	190%
Производ. яиц, млн шт	706	601	17%	2,399	-4%
Продажа яиц, млн шт	538	422	27%	1,869	23%
Продажа яйцепрод., т	1,054	2,859	-63%	3,264	-64%
Цена на яйцо, грн/шт	1.7	1.6	9%	1.2	-13%
Цена на яйцо, \$/шт	6.3	6.0	5%	4.4	-17%
Цена яйцепрод., \$/кг	3.7	5.4	-31%	4.3	-23%
Общ средняя цена ⁴ , \$	6.0	6.2	-3%	4.5	-22%
EBITDA/яйцо ⁵ , \$/шт	3.1	1.5	110%	0.3	-62%

Примечание: \$ - цент США

(1) Исключая обесценение активов

(2) Операционный денежный поток

(3) Свободный денежный поток

(4) EBITDA на одно яйцо, включая яичные продукты в эквиваленте

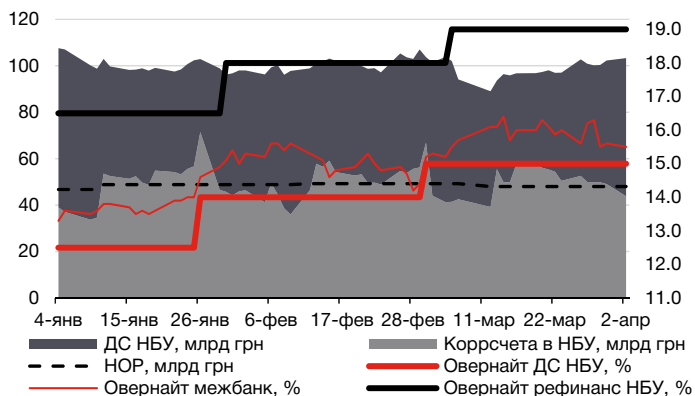
(5) Средневзвешенная цена реализации яиц в скорлупе и

яйцепродуктов (в пересчете на яйцо)

Источник: данные компании, Adamant Capital

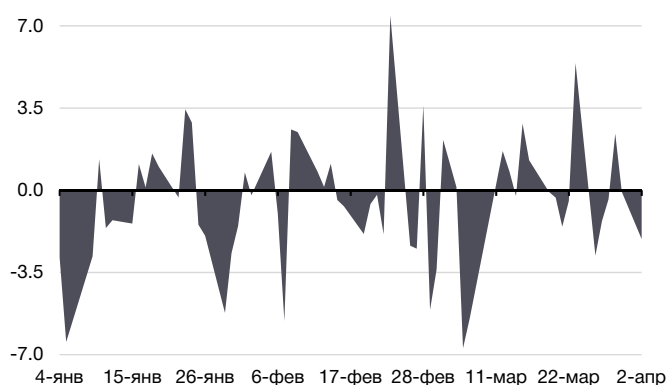
Приложение

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



Источник: НБУ, Adamant Capital

Приток от Госказначейства и ФГВФЛ в систему¹, млрд грн



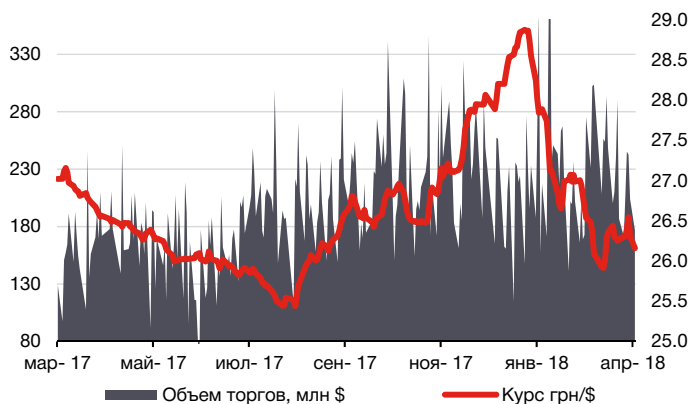
(1) Банковская система

Источник: НБУ

Ликвидность локального рынка (сумма коррсчетов в НБУ и депозитных сертификатов) увеличилась на 0.57 млрд грн до 103.26 млрд грн за неделю. Министерство финансов 3 апреля разместило облигации в гривне с погашением в июле 2018 с доходностью 17.44%. В результате, было привлечено 0.18 млрд грн.

Межбанковский курс грн/\$ на этой неделе девальвировал на 0.1%, открывшись на отметке 26.31 и закрывшись к концу на уровне 26.33.

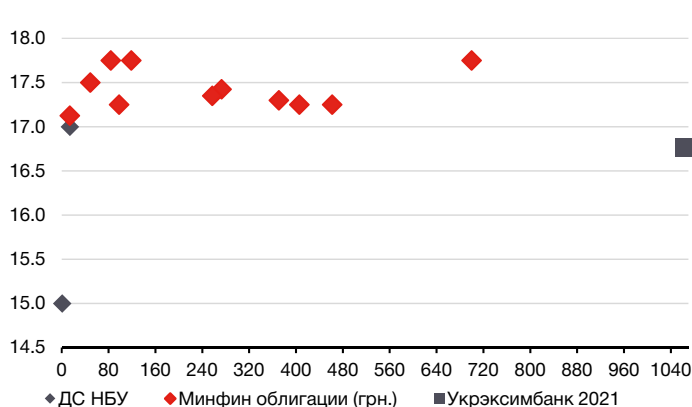
Курс валюты (пш) и объем межбанковских торгов (лш)



На основе официальных данных межбанковского рынка

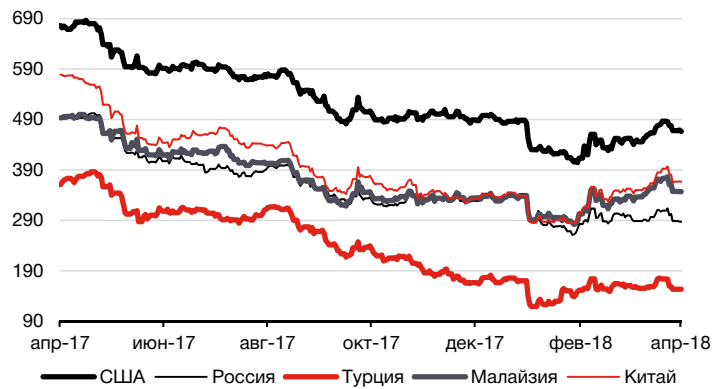
Источник: НБУ

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



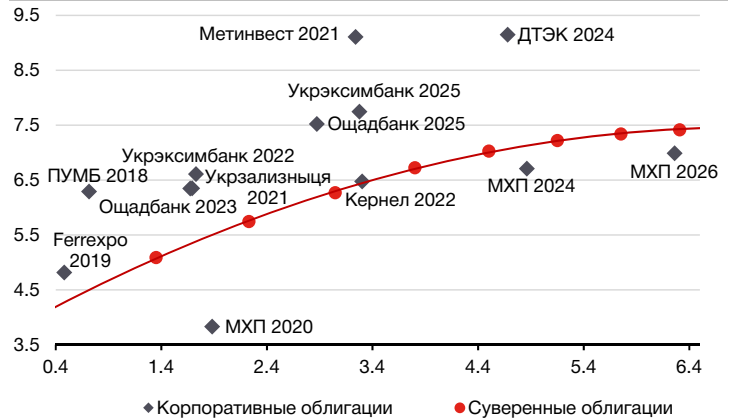
Источник: НБУ, Bloomberg, Adamant Capital

Премия 10 летней доходности Украины к другим странам, бп



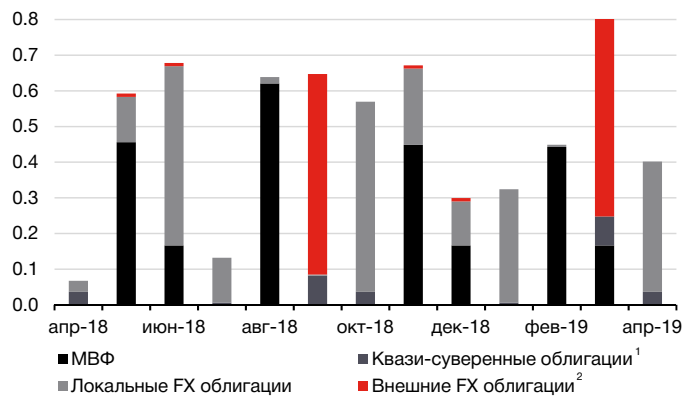
Источник: Bloomberg, Adamant Capital

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



Источник: Bloomberg, Adamant Capital

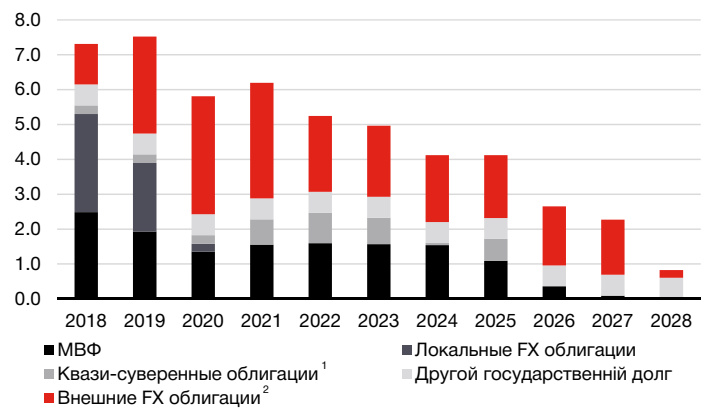
График погашения внешнего долга Украины на 12м, млрд \$



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

Источник: Bloomberg, Adamant Capital

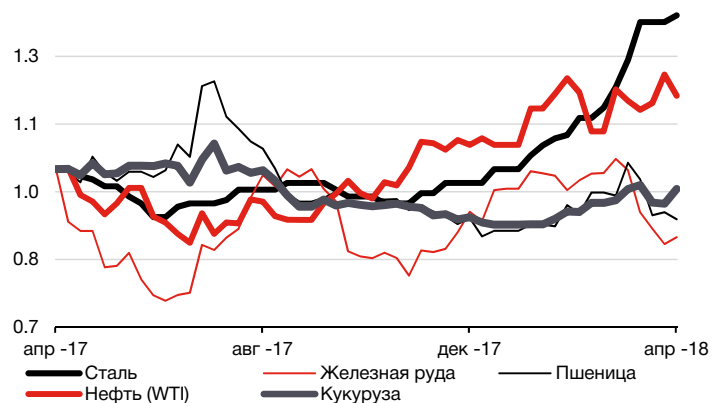
График погашения внешнего долга Украины на 2018-28, млрд \$



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

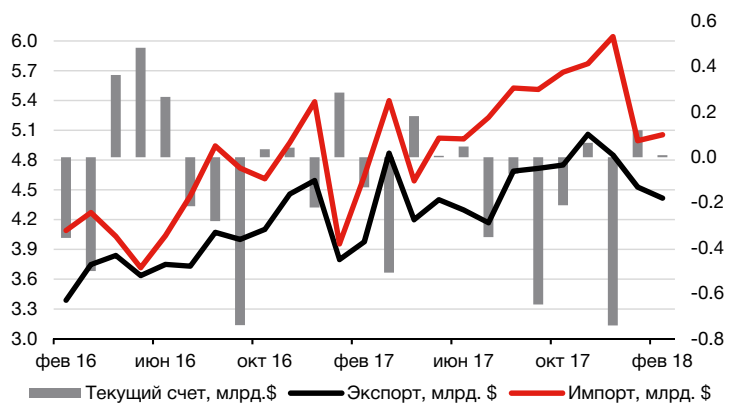
Источник: Bloomberg, Adamant Capital

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	5.1	103.6	-0.2	1.4	661
Украина 2023	Держать	1-дек-16	7.8	сен-23	7.0	103.2	0.2	4.5	1,355
Украина 2027	Держать	1-дек-16	7.8	сен-27	7.5	101.9	0.6	6.8	1,307
Украина 2032	Держать	1-дек-16	7.4	сен-32	7.8	96.3	1.0	8.7	3,000
МХП 2024	Держать	13-мар-18	7.8	май-24	6.7	105.1	0.2	4.9	500
МХП 2026	Держать	13-мар-18	7.0	апр-26	7.0	99.8	-0.1	6.3	550
ДТЭК 2024	Покупать	28-фев-18	10.8	дек-24	9.2	107.5	-0.2	4.7	1,344
Феррэкспо 2019	Покупать	27-мар-18	10.4	апр-19	4.8	102.7	0.1	0.5	161
Метинвест 2021	Покупать	6-мар-18	9.4	дек-21	9.1	104.6	-0.1	3.2	1,187
Укрлендфарминг 2018	Продавать	17-июн-17	10.9	мар-18	нс	21.3	0.3	2.5	543
Авангард 2018	Продавать	3-апр-18	10.0	окт-18	нс	19.8	0.1	0.5	214
ПУМБ 2018	Покупать	7-ноя-17	11.0	дек-18	6.3	103.4	0.1	0.7	103
ПриватБанк в дефолте (10.250)	Продавать	21-ноя-17	10.3	янв-18	нс	19.6	-0.1	нс	160
ПриватБанк в дефолте (10.875)	Продавать	21-ноя-17	10.9	фев-21	нс	28.6	-0.4	нс	175
Ощадбанк 2023	Покупать	7-ноя-17	9.4	мар-23	6.4	105.0	0.3	1.7	700
Ощадбанк 2025	Покупать	7-ноя-17	9.6	мар-25	7.5	105.9	0.2	2.9	500
Укрэксимбанк 2021 (в гривне)	нд	нд	16.5	мар-21	16.7	99.5	нс	2.4	4,051
Укрэксимбанк 2022	Покупать	7-ноя-17	9.6	апр-22	6.6	105.3	0.3	1.7	750
Укрэксимбанк 2025	Покупать	7-ноя-17	9.8	янв-25	7.7	106.5	0.4	3.3	600
Укрзалізниця 2021	Покупать	20-фев-18	9.9	сен-21	6.3	105.8	0.0	1.7	500
Мрия 2018	Продавать	14-ноя-17	9.5	апр-18	нс	7.5	0.0	0.0	400
Кернел 2022	Покупать	6-мар-18	8.8	янв-22	6.5	107.6	0.1	3.3	500

Источник: Bloomberg, Adamant Capital

Календарь событий на 2 недели		
Событие	Тип даты	Дата
Fegeхро - операционные результаты за 1кв18	Точная	5 апр
НБУ - статистика по международным резервам	Точная	9 апр
ГССУ - статистика по инфляции	Точная	10 апр
НБУ - пересмотр учетной ставки	Точная	12 апр
ГССУ - статистика по сельхозпроизводству	Точная	13 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 | fks@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.