

Еженедельный обзор

- В марте потребительская инфляция составила 1.1% м/м и 13.2% г/г
- Валютные резервы НБУ сократились на 0.2 млрд \$ м/м до 18.2 млрд \$
- В 1кв18 компания Ferrexpo сократила производство окатышей на 7% кв/кв до 2.6 тыс т
- Метинвест разместит еврооблигации с погашением в 2026 и 2023 по ставке 8.50% и 7.75%, соответственно

В марте потребительская инфляция составила 1.1% м/м и 13.2% г/г. Индекс вырос, как и ранее, вследствие повышения цен на еду (+47 бп в общем росте ИПЦ м/м, главным образом, в результате подорожания фруктов и хлеба) и одежду (цены поднялись на 9.6% м/м в связи с сезонностью). Базовая инфляция достигла 1.4% м/м.

Наш взгляд: Инфляция м/м полностью соответствовала нашим ожиданиям, продемонстрировав аналогичную февралю тенденцию. Продолжающееся подорожание еды, вероятно, было частично вызвано ростом номинальной заработной платы (+26% г/г за первые два месяца года). В то же время, мы отмечаем, что глобальные индексы цен на продовольствие также прибавили за этот период (те же 1.1%, согласно данным ФАО). Согласно нашим текущим прогнозам, инфляция несколько замедлится в апреле и мае перед ускорением снова в июне, в связи с пересмотром тарифов на газ. Наша оценка роста ИПЦ на конец года остается на уровне 10.1%.

Вклад отдельных категорий в рост ИПЦ, м/м

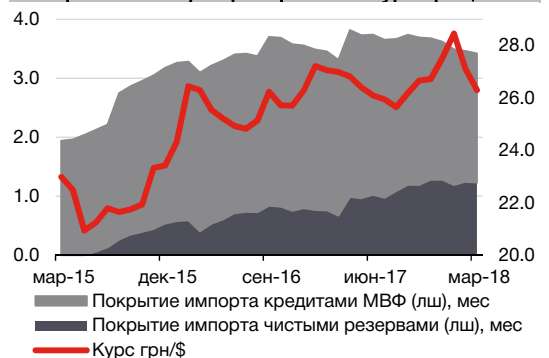


Источник: ГЦСУ, Adamant Capital

Валютные резервы НБУ сократились на 0.2 млрд \$ м/м до 18.2 млрд \$. Крупнейшими поступлениями послужили покупка регулятором 0.4 млрд \$ на межбанковском рынке и размещения ОВГЗ правительством на сумму 0.8 млрд \$. Отток был вызван, прежде всего, процентными и амортизационными платежами по государственному долгу в размере 1.4 млрд \$ (включая выплату 0.2 млрд \$ МВФ).

Наш взгляд: Опубликованные данные полностью соответствуют нашим ожиданиям, и указывают на платежный баланс частного сектора в размере 0.5 млрд \$ (включает эффект от покупки гривневых ОВГЗ нерезидентами). Динамика данного показателя на текущий момент подтверждает наш годовой прогноз, равный 2.0 млрд \$ (хотя сумма за последние 12 месяцев составляет 2.5 млрд \$). Согласно нашим оценкам, резервы на конец декабря выйдут на уровень 20.8 млрд \$, если правительству удастся получить следующий транш от МВФ на сумму 2.0 млрд \$, 0.5 млрд евро макрофинансовой помощи от ЕС, кредит от Всемирного банка в размере 0.5 млрд \$, а также осуществить размещение еврооблигаций в чистом виде на 1.0 млрд \$ (Министр финансов Данилюк уже анонсировал возможность нового выпуска).

Покрытие импорта резервами и курс грн/\$



Источник: НБУ, Adamant Capital

В 1кв18 компания Ferrexpo сократила производство окатышей на 7% кв/кв до 2.6 тыс т. Доля высококачественной продукции (с 65% содержанием железа) в общем объеме выпуска снизилась на 1 пп до 94 %. Индекс цен на железную руду 62% Fe CFR China вырос на 13% кв/кв до 74 \$/т.

Наш взгляд: Сокращение производства оказалось для нас неожиданным, поскольку выход упал даже ниже уровня 1кв17, когда холдинг проводил плановое техническое обслуживание и начал 55-дневный ремонт оборудования. Учитывая ожидаемые 65 дней простоя одной из производственных линии во 2кв18, мы оцениваем вероятность падения годовых объемов по сравнению с 2017ым как высокую. Наш прогноз EBITDA на 2018 пока остается без изменений, равным 450 млн \$.

Производственные показатели Ferrexpo

	1кв18	4кв17	3кв17	2кв17	1кв17
Выпуск окатышей	2,585	2,791	2,493	2,536	2,624
кв/кв	-7%	12%	-2%	-3%	-9%
г/г	-1%	-3%	-4%	-10%	-9%
Доля окатышей 65% Fe	94%	95%	94%	96%	94%
62% Fe Platts, \$/т ¹	74	65	71	63	84
кв/кв	13%	-8%	13%	-25%	21%
г/г	-12%	-6%	23%	16%	79%

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

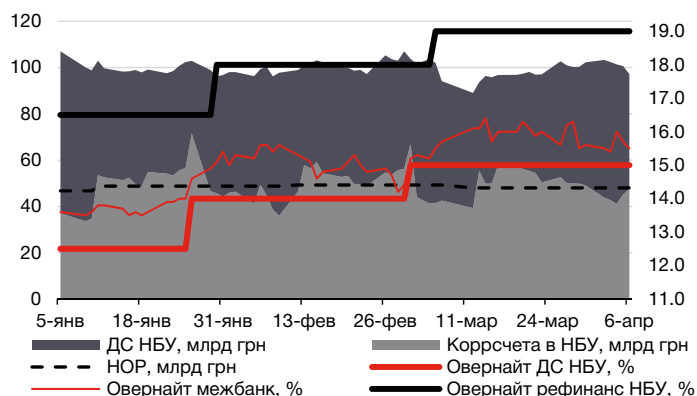
Источник: данные компании, Bloomberg

Метинвест разместит еврооблигации с погашением в 2026 и 2023 по ставке 8.50% и 7.75%, соответственно, согласно данным Bloomberg. Предварительные оценки по суммам выпусков составили 525 млн \$ и 825 млн \$. В официальном пресс-релизе холдинг объявил, что 90% держателей (от номинала) подали заявки на продажу бумаг с погашением в 2021 во время раннего тендера, и, что 97% кредиторов одобрили предложенные правки к изначальному соглашению. Среди прочих изменений, размер купона старой бумаги должен будет сократиться до 7.5% с 10.9% ранее.

Наш взгляд: Предварительные условия размещения (книга заявок официально закроется только 23 апреля) выглядят неожиданно привлекательными для Метинвеста, поскольку предполагают лишь 120 бп премию по доходности к суверенной кривой. Обе бумаги уже торгуются на рынке и были оценены по 99% от номинала. Несмотря на сильные кредитные метрики компании, мы считаем, что цены на ее еврооблигации вряд ли существенно вырастут с текущего уровня, учитывая присутствующие риски. От более качественных эмитентов (таких как МХП и Кернел), холдинг, по нашему мнению, отделяют более низкая степень прозрачности, структура корпоративного управления, и волатильность доходов (значительная зависимость от цен на два связанных между собой сырьевых товара). Таким образом, по выпускам со сроком погашения в 2023 и 2026 году мы устанавливаем рекомендацию «держателю». Поскольку доходность по бумаге Метинвест 2021, с учетом измененного купона, уже находится на уровне суверена, мы советуем инвесторам ее продавать.

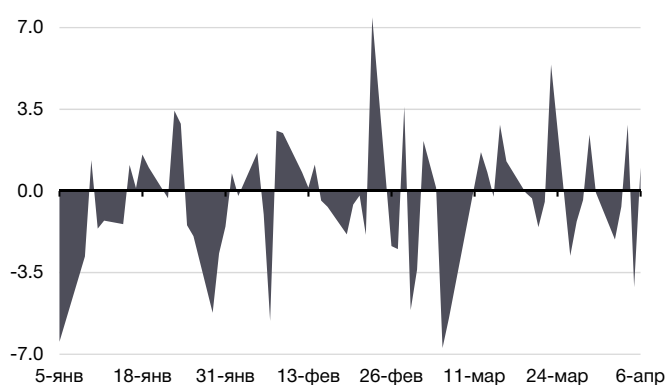
Приложение

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



Источник: НБУ, Adamant Capital

Приток от Госказначейства и ФГВФЛ в систему¹, млрд грн



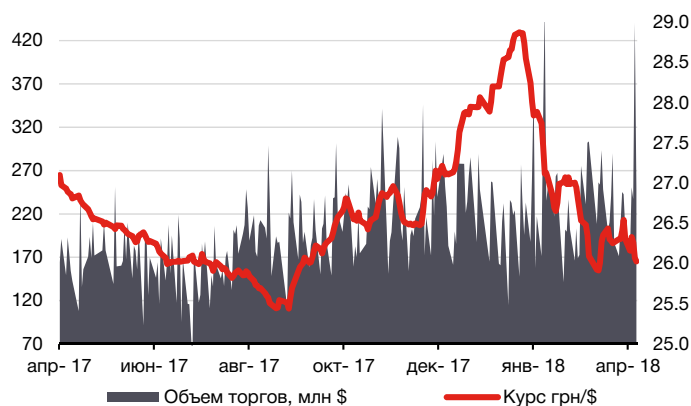
(1) Банковская система

Источник: НБУ

Ликвидность локального рынка (сумма коррсчетов в НБУ и депозитных сертификатов) сократилась на 5.09 млрд грн до 97.14 млрд грн за неделю. Министерство финансов 10 апреля разместило облигации в гривне с погашением в октябре 2018, марте 2019 и январе 2021 с доходностью 17.10%, 17.00% и 16.15%, соответственно. В результате, было привлечено 0.1 млрд грн.

Межбанковский курс грн/\$ на этой неделе укрепился на 1.4%, открывшись на отметке 26.33 и закрывшись к концу на уровне 25.98.

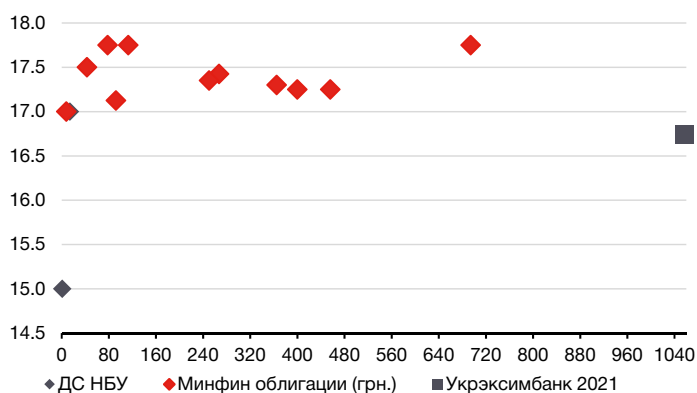
Курс валюты (пш) и объем межбанковских торгов (лш)



На основе официальных данных межбанковского рынка

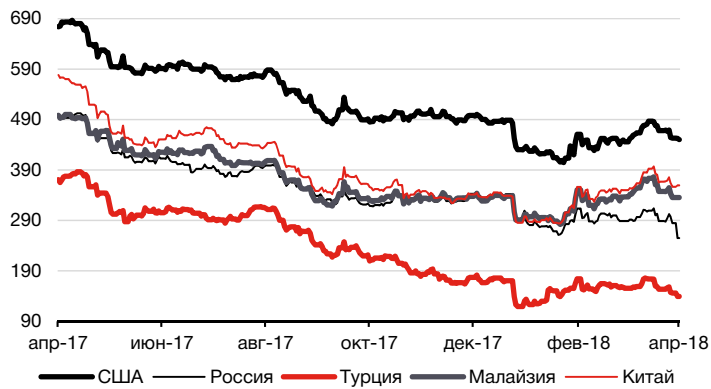
Источник: НБУ

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



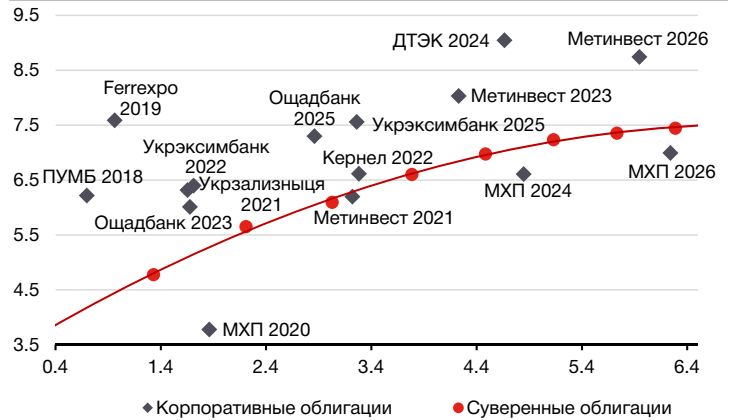
Источник: НБУ, Bloomberg, Adamant Capital

Премия 10 летней доходности Украины к другим странам, бп



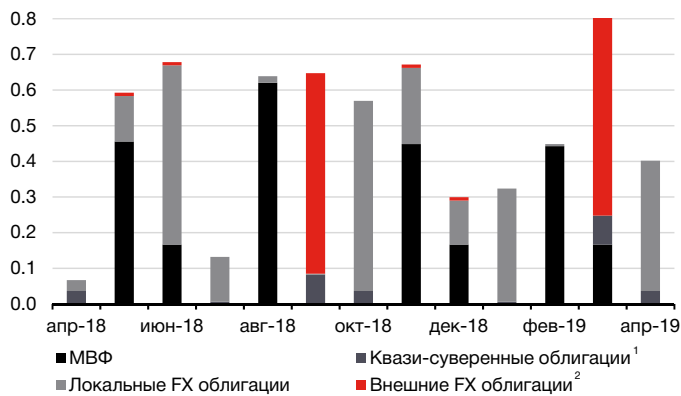
Источник: Bloomberg, Adamant Capital

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



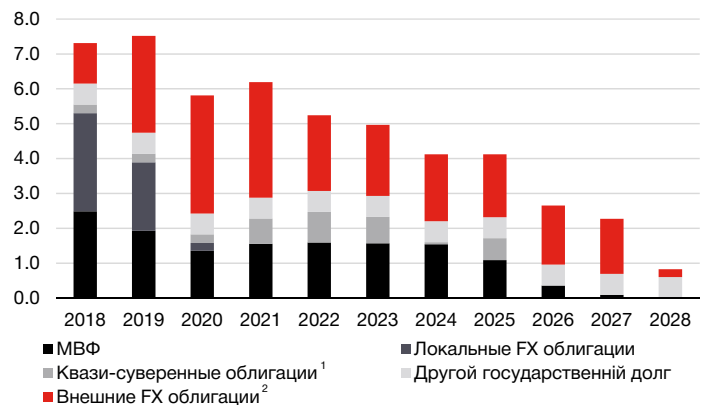
Источник: Bloomberg, Adamant Capital

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



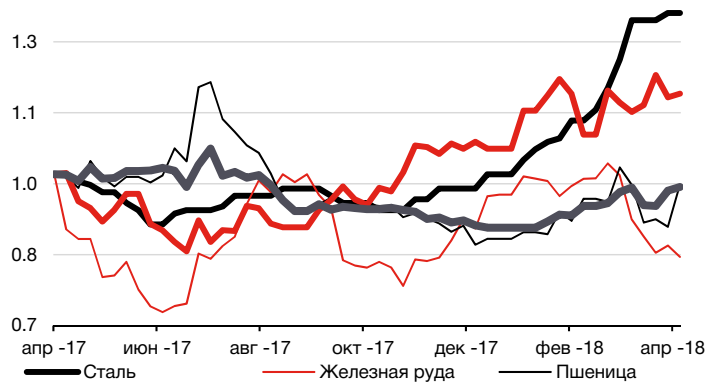
Процентные платежи включены в каждую категорию
(1) Долг государственных банков, Укрзаказницы и муниципалитетов
(2) Включают кредитные гарантии США
Источник: Bloomberg, Adamant Capital

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



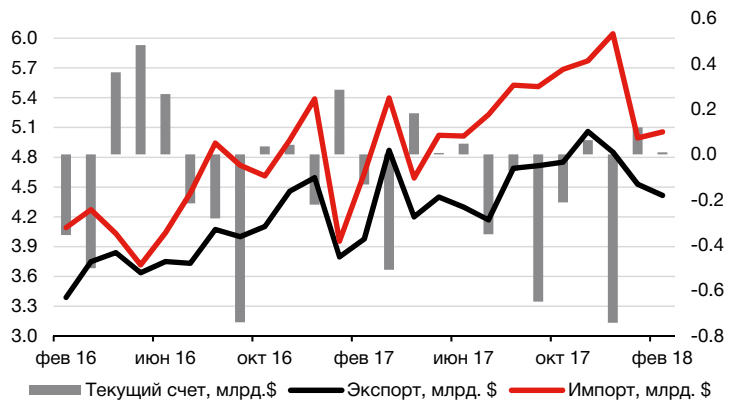
Процентные платежи включены в каждую категорию
(1) Долг государственных банков, Укрзаказницы и муниципалитетов
(2) Включают кредитные гарантии США
Источник: Bloomberg, Adamant Capital

Мировые индексы цен на сырье



Все индексы приведены к базису 1. Используются следующие котировки: North America HRC Spot; China Iron Ore 62% Fe; Wheat Futures (CBT); WTI Crude Oil Futures; Corn Futures (CBT)
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	4.8	103.9	0.3	1.3	661
Украина 2023	Держать	1-дек-16	7.8	сен-23	7.0	103.4	0.2	4.5	1,355
Украина 2027	Держать	1-дек-16	7.8	сен-27	7.5	101.6	-0.1	6.8	1,307
Украина 2032	Держать	1-дек-16	7.4	сен-32	7.9	95.8	-0.4	8.7	3,000
МХП 2024	Держать	13-мар-18	7.8	май-24	6.6	105.5	0.4	4.8	500
МХП 2026	Держать	13-мар-18	7.0	апр-26	7.0	99.6	-0.1	6.2	550
ДТЭК 2024	Покупать	28-фев-18	10.8	дек-24	9.1	107.9	-0.2	4.7	1,344
Феррэкспо 2019	Покупать	27-мар-18	10.4	апр-19	7.8	102.4	0.0	1.0	161
Метинвест 2021	Продавать	11-апр-18	7.5	дек-21	6.2	102.9	-1.5	3.2	1,187
Метинвест 2023	Держать	11-апр-18	7.8	апр-23	8.1	98.8	0.0	4.2	825
Метинвест 2026	Держать	11-апр-18	8.5	апр-26	8.8	98.5	0.0	5.9	525
Укрлендфарминг 2018	Продавать	17-июн-17	10.9	мар-18	нд	21.1	0.1	2.4	543
Авангард 2018	Продавать	3-апр-18	10.0	окт-18	нд	21.0	1.3	0.5	214
ПУМБ 2018	Покупать	7-ноя-17	11.0	дек-18	6.8	102.9	-0.2	0.7	103
ПриватБанк в дефолте (10.250)	Продавать	21-ноя-17	10.3	янв-18	нд	21.6	-0.3	2.6	160
ПриватБанк в дефолте (10.875)	Продавать	21-ноя-17	10.9	фев-21	нд	28.8	0.8	3.1	175
Ощадбанк 2023	Покупать	7-ноя-17	9.4	мар-23	6.2	105.2	0.3	1.7	700
Ощадбанк 2025	Покупать	7-ноя-17	9.6	мар-25	7.4	106.4	0.5	2.9	500
Укрэксимбанк 2021 (в гривне)	нд	нд	16.5	мар-21	17.0	98.8	-0.8	2.4	4,051
Укрэксимбанк 2022	Покупать	7-ноя-17	9.6	апр-22	6.5	105.5	0.3	1.7	750
Укрэксимбанк 2025	Покупать	7-ноя-17	9.8	янв-25	7.5	107.5	0.9	3.3	600
Укрзализныця 2021	Покупать	20-фев-18	9.9	сен-21	6.4	105.7	-0.2	1.7	500
Мрия 2018	Продавать	14-ноя-17	9.5	апр-18	нд	7.5	-0.1	0.0	400
Кернел 2022	Покупать	6-мар-18	8.8	янв-22	6.6	107.0	-0.3	3.3	500

Источник: Bloomberg, Adamant Capital

Календарь событий на 2 недели		
Событие	Тип даты	Дата
НБУ - пересмотр учетной ставки	Точная	12 апр
ГССУ - статистика по сельхозпроизводству	Точная	13 апр
Кернел - операционные результаты за 3кв18	Точная	18 апр
МХП - операционные результаты за 1кв18	Точная	18 апр
ГССУ - статистика по товарообороту	Точная	20 апр
ГССУ - статистика по транспорту	Точная	20 апр
ГССУ - статистика промышленности	Точная	23 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 | fsk@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.