

Еженедельный обзор

- Дефицит текущего счета в мае увеличился на 60 млн \$ г/г до 40 млн \$
- Во 2кв18 компания Ferrexpo сократила производство окатышей на 3% кв/кв до 2.5 тыс т

Дефицит текущего счета в мае увеличился на 60 млн \$ г/г до 40 млн \$. Показатель за последние двенадцать месяцев составил 2.6 млрд \$, по сравнению с 1.4 млрд \$ год назад. Месячный торговый баланс ухудшился на 160 млн \$ г/г до -790 млн \$. Финансовый счет продемонстрировал чистый приток в размере 300 млн \$ (на 30 млн \$ меньше, чем в прошлом году).

Наш взгляд: Текущий счет был сведен с дефицитом после профицита в прошлом месяце, в основном на фоне замедления экспорта (рост сократился на 5 пп м/м до 13%) при стабильной динамике импорта. Снижение темпов поставок за границу произошло преимущественно в металлургической отрасли (высокие показатели апреля г/г были вызваны низкой базой сравнения вследствие захвата украинских предприятий на востоке в 2017) и в сельскохозяйственном секторе (в частности, продажи кукурузы в другие страны заметно уменьшились в результате единоразового скачка объемов в мае прошлого года). Трансферты от нерезидентов (включая денежные переводы) увеличились в рамках сезонности (на 7% м/м), что свидетельствует о потенциальной стабилизации эффекта трудовой миграции. В целом же, опубликованные цифры позволяют оставить без изменений наш годовой прогноз дефицита ТС равный 2.2 млрд \$ (1.7% от ВВП). Финансовый счет продемонстрировал приток на фоне размещения валютных ОВГЗ на сумму 350 млн \$ и резкого увеличения объемов привлеченных торговых кредитов бизнесом (500 млн \$). Прямые иностранные инвестиции остались на уровне прошлого месяца (149 млн \$), а наш расчетный показатель финансирования частного сектора достиг 494 млн \$.

Во 2кв18 компания Ferrexpo сократила производство окатышей на 3% кв/кв до 2.5 тыс т. Доля высококачественной продукции (с 65% содержанием железа) в общем объеме снизилась на 1 пп до 93%. Индекс цен на железную руду 62% Fe CFR China уменьшился на 12% кв/кв до 65 \$/т.

Наш взгляд: Сокращение выхода соответствовало нашим ожиданиям и было связано с 65-дневным плановым ремонтом одной из производственных линий. Поскольку выпуск продукции во 2п18 будет, скорее всего, таким же, как и в прошлом году, объемы продаж Ferrexpo за 12 месяцев должны достигнуть порядка 10.3 млн т, что всего на -2% меньше, чем в 2017. Учитывая текущие рыночные цены на руду и индикативную премию за окатыши, мы рассчитали, что показатель EBITDA за 1п18 и за 2018 в целом, составят 220 млн \$ и 420 млн \$, соответственно (последняя цифра была пересмотрена вниз на 7%). Риски дефолта эмитента, по нашему мнению, остаются низкими, поскольку все погашения, приходящиеся на этот год, уже перекрыты наличными средствами, а долговая нагрузка холдинга продолжает стремительно снижаться (соотношение чистого долга к EBITDA на конец декабря должно составить меньше 0.5). В то же время, учитывая недавний сдвиг цен на рынке (дисконт по доходности к суверенной кривой бумаг уже составляет 150 бп), мы понижаем нашу рекомендацию по еврооблигациям Ferrexpo до отметки «держать».

Показатели платежного баланса, млн \$					
	май-18	апр-18	мар-18	12 мес	12 мес-1
Экспорт:	4,959	4,944	4,897	56,270	49,949
м/м	0%	1%	11%		
г/г	13%	18%	1%	13%	9%
Импорт:	5,745	5,300	5,496	65,430	56,720
м/м	8%	-4%	8%		
г/г	14%	15%	2%	15%	15%
ТБ ⁽¹⁾ :	-786	-356	-599	-9,160	-6,771
м/м	-430	243	55		
г/г	-164	36	-71	-2,389	-3,322
ТС ⁽²⁾ :	-41	193	-676	-2,553	-1,425
м/м	-234	869	-691		
г/г	-64	38	-125	-1,128	-2,594
ФС ⁽³⁾ :	-307	-101	-598	-4,667	-3,434
м/м	-206	497	-360		
г/г	32	714	-403	-1,233	-4,853
ПБ ⁽⁴⁾ :	266	290	-76	2,107	2,059
м/м	-24	366	-329		
г/г	-91	-680	279	48	2,780
Funding flow ⁽⁵⁾ :	494	62	172	3,017	1,564

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

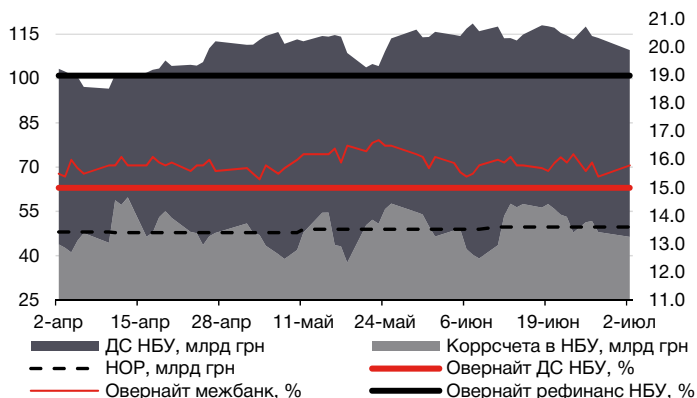
Производственные показатели Ferrexpo					
	2кв18	1кв18	4кв17	3кв17	2кв17
Выпуск окатышей	2,511	2,585	2,791	2,493	2,536
кв/кв	-3%	-7%	12%	-2%	-3%
г/г	-1%	-1%	-3%	-4%	-10%
Доля окатышей 65% Fe	93%	94%	95%	94%	96%
62% Fe CFR China, \$/т ¹	65	74	65	71	63
кв/кв	-12%	13%	-8%	13%	-25%
г/г	4%	-12%	-6%	23%	16%

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

Источник: данные компании, Bloomberg

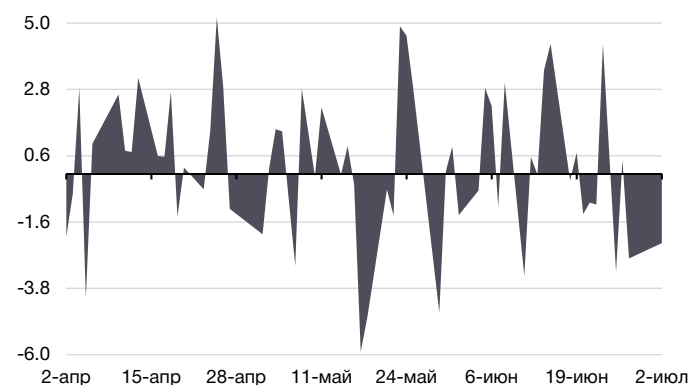
Приложение

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



Источник: НБУ, Adamant Capital

Приток от Госказначейства и ФГВФЛ в систему¹, млрд грн



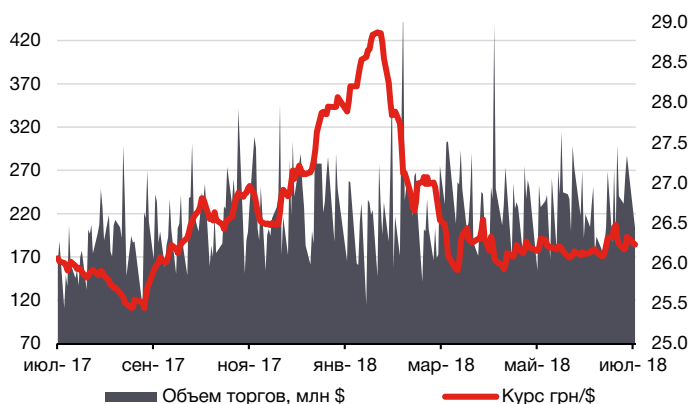
(1) Банковская система

Источник: НБУ

Ликвидность локального рынка (сумма коррсчетов в НБУ и депозитных сертификатов) сократилась на 7.92 млрд грн до 109.64 млрд грн за неделю. Министерство финансов 3 июля разместило облигации в гривне с погашением в июне 2021 с доходностью 16.15%. Общие заимствования составили 0.21 млрд грн.

Межбанковский курс грн/\$ на этой неделе девальвировал на 0.4%, открывшись на отметке 26.19 и закрывшись к концу на уровне 26.30.

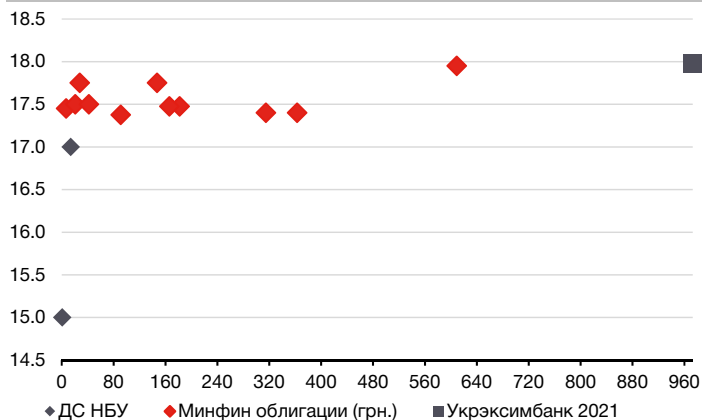
Курс валюты (пш) и объем межбанковских торгов (лш)



На основе официальных данных межбанковского рынка

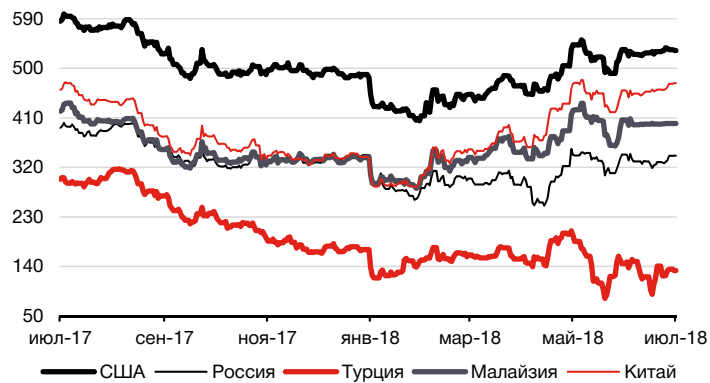
Источник: НБУ

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



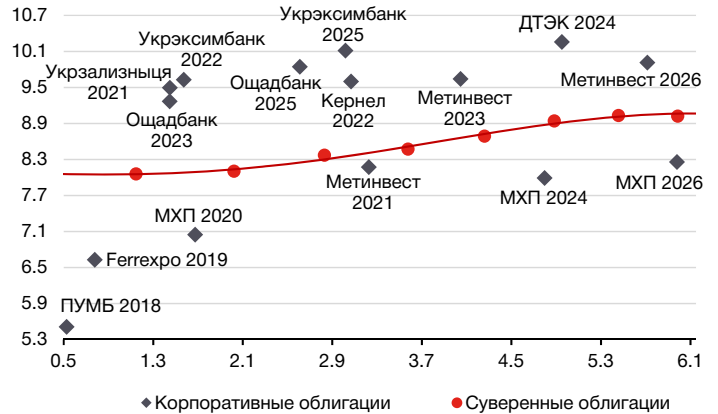
Источник: НБУ, Bloomberg, Adamant Capital

Премия 10 летней доходности Украины к другим странам, бп



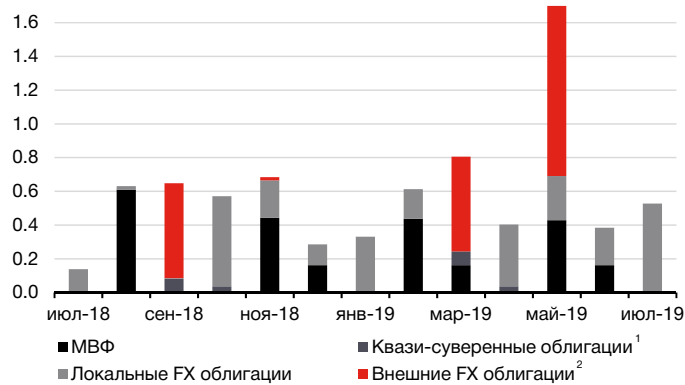
Источник: Bloomberg, Adamant Capital

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



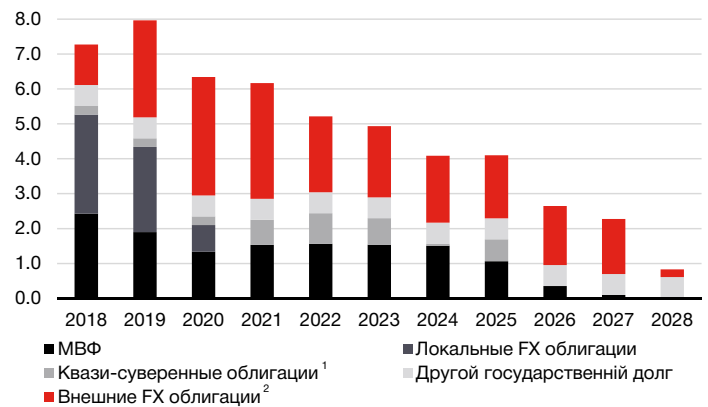
Источник: Bloomberg, Adamant Capital

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



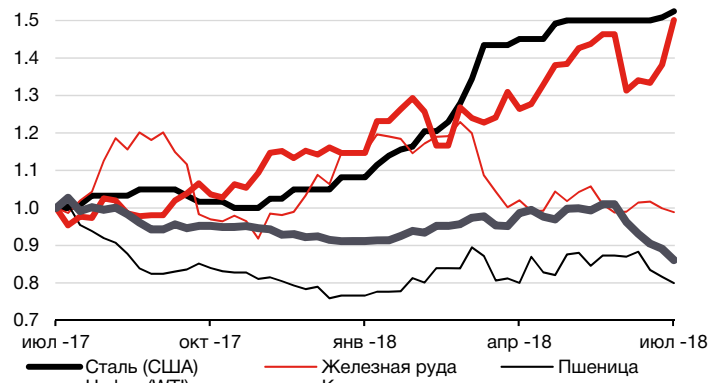
Процентные платежи включены в каждую категорию
(1) Долг государственных банков, Укрзалізниця и муниципалитетов
(2) Включают кредитные гарантии США
Источник: Bloomberg, Adamant Capital

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



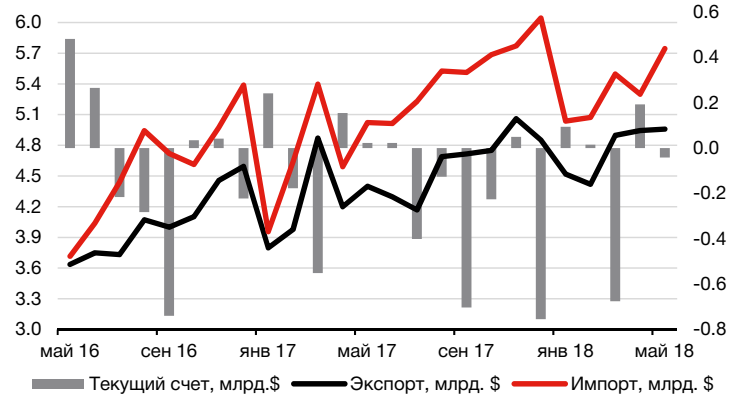
Процентные платежи включены в каждую категорию
(1) Долг государственных банков, Укрзалізниця и муниципалитетов
(2) Включают кредитные гарантии США
Источник: Bloomberg, Adamant Capital

Мировые индексы цен на сырье



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								
	2016	1Q17	2Q17	3Q17	4Q17	2017	1Q18	2018П
Рост реального ВВП, г/г %	2.4%	2.8%	2.6%	2.4%	2.2%	2.5%	3.1%	3.2%
Номинальный ВВП, млрд грн	2,385	591	665	833	894	2,983	700	3,571
Номинальный ВВП, млрд \$	93	22	26	32	33	112	26	130
Рост дефлятора ВВП, г/г % ¹	17.1%	26.2%	20.9%	21.1%	20.9%	22.0%	14.9%	16.0%
ИПЦ (средний за период), г/г %	14.9%	14.0%	13.8%	16.1%	14.0%	14.5%	13.8%	12.2%
ИПЦ (на конец периода), г/г %	12.4%	15.1%	15.6%	16.4%	13.7%	13.7%	13.2%	10.1%
Дефицит бюджета, % ВВП ^{1,2,6}	2.3%	-0.7%	-7.2%	1.3%	9.4%	1.4%	0.4%	3.0%
Широкий дефицит бюджета, % ВВП ³	8.6%	3.8%	-7.2%	4.0%	12.7%	4.1%	0.4%	3.0%
Государственный долг, % ВВП	80.8%	77.4%	73.9%	72.7%	71.8%	71.8%	66.4%	63.2%
Внешний государственный долг, % ВВП ⁴	48.9%	46.9%	47.4%	46.5%	43.7%	43.7%	41.7%	38.7%
Общий внешний долг, млрд \$	114	114	115	117	117	117	116	117
Экспорт товаров и услуг, млрд \$	46.0	12.6	12.9	13.6	14.9	60.8	13.8	58.2
Импорт товаров и услуг, млрд \$	51.5	13.7	14.2	15.9	17.0	54.0	15.5	65.4
Сальдо торгового баланса, млрд \$	-5.5	-1.1	-1.3	-2.3	-2.1	6.8	-1.7	-7.2
Текущий счет, млрд \$	-3.5	-0.8	-0.3	-1.7	-1.0	-3.8	-0.6	-2.2
Финансовый счет, млрд \$ ⁵	-4.7	-0.2	-1.9	-2.5	-1.7	-6.4	-0.3	-2.9
Резервы НБУ, млрд \$	15.5	15.1	18.0	18.6	18.8	18.8	18.2	20.8
Средний курс на межбанке, грн/\$ ⁷	25.6	27.1	26.0	25.9	26.9	26.6	27.3	27.5
Курс на межбанке (на конец периода), грн/\$	27.2	27.0	26.0	26.6	28.1	28.1	26.3	28.0
Учетная ставка НБУ (на конец периода), %	14.0%	14.0%	12.5%	12.5%	14.5%	14.5%	17.0%	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 РПББ 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	8.1	99.7	-0.3	1.1	661
Украина 2023	Держать	1-дек-16	7.8	сен-23	8.7	96.1	-0.8	4.2	1,355
Украина 2027	Держать	1-дек-16	7.8	сен-27	9.1	91.9	-0.6	6.4	1,307
Украина 2032	Держать	1-дек-16	7.4	сен-32	9.3	85.5	-0.7	8.1	3,000
МХП 2024	Держать	22-май-18	7.8	май-24	8.0	98.9	-2.2	4.7	500
МХП 2026	Держать	22-май-18	7.0	апр-26	8.3	92.6	-1.9	5.9	550
ДТЭК 2024	Покупать	5-июн-18	10.8	дек-24	10.3	102.4	-1.5	4.9	1,344
Феррэкспо 2019	Держать	3-июл-18	10.4	апр-19	6.6	102.7	-0.2	0.7	346
Метинвест 2023	Держать	5-июн-18	7.8	апр-23	9.6	92.9	-2.0	4.0	945
Метинвест 2026	Держать	5-июн-18	8.5	апр-26	9.9	92.4	-2.0	5.7	648
Укрлендфарминг 2018	Продавать	13-июн-17	10.9	мар-18	нс	20.3	-0.1	2.4	543
Авангард 2018	Продавать	5-июн-18	10.0	окт-18	нс	19.9	-0.3	0.3	214
ПУМБ 2018	Покупать	15-мая-18	11.0	дек-18	5.5	102.6	-0.2	0.5	59
ПриватБанк в дефолте (10.250)	Не оценен	8-мая-18	10.3	янв-18	нс	22.3	0.0	2.7	160
ПриватБанк в дефолте (10.875)	Не оценен	8-мая-18	10.9	фев-21	нс	25.0	0.0	2.8	175
Ощадбанк 2023	Покупать	15-мая-18	9.4	мар-23	9.3	100.1	-1.3	1.4	700
Ощадбанк 2025	Покупать	15-мая-18	9.6	мар-25	9.8	99.4	-1.3	2.6	500
Укрэксимбанк 2021 (в гривне)	Покупать	15-мая-18	16.5	мар-21	18.3	96.2	-2.0	2.1	150
Укрэксимбанк 2022	Покупать	15-мая-18	9.6	апр-22	9.6	100.0	-1.3	1.5	750
Укрэксимбанк 2025	Покупать	15-мая-18	9.8	янв-25	10.1	98.9	-1.8	3.0	600
Укрзализныця 2021	Покупать	17-апр-18	9.9	сен-21	9.5	100.5	-1.1	1.4	500
Мрия 2018	Держать	19-июн-18	9.5	апр-18	нс	8.1	-0.1	1.4	400
Кернел 2022	Покупать	29-май-18	8.8	янв-22	9.6	97.5	-4.0	3.0	500

Источник: Bloomberg, Adamant Capital

Календарь событий на 2 недели		
Событие	Тип даты	Дата
Метинвест - отчет за апрель	Индикативная	5 июл
НБУ - статистика по международным резервам	Точная	6 июл
ГССУ - статистика по инфляции	Точная	9 июл
НБУ - пересмотр учетной ставки	Точная	12 июл
ГССУ - статистика по сельхозпроизводству	Точная	17 июл
Кернел - операционные результаты за 4кв18	Точная	17 июл

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.