



Еженедельный обзор

- В августе международные резервы НБУ составили 14.1 млрд. \$
- МВФ может выделить следующий транш Украине в сентябре
- ПУМБ объявил о завершении программы докапитализации в размере 50 млн. \$, составленной вместе с НБУ
- Скорректированная EBITDA компании Метинвест во 2кв16 утроилась до 461 млн. \$ кв/кв
- Во 2кв16 EBITDA Авангарда составила -1млн. \$

В августе международные резервы НБУ составили 14.1 млрд. \$, показав незначительное увеличение по сравнению с июлем, согласно предварительным данным. Отток валюты в основном был вызван расходами на обслуживание и погашение государственного и гарантированного государством долга в размере 360 млн. \$ (в том числе 54 млн. \$ выплат МВФ), и чистой продажей 13 млн. \$ НБУ на межбанковском рынке. Приток валюты был вызван размещением ОВГЗ Министерством Финансов на сумму 368 млн. \$.

Наш взгляд: Сведение августовского платежного баланса в ноль, несмотря на более низкие продажи валюты населением (по официальным данным объемы снизились почти на 60% м/м), указывает на относительно небольшой дефицит текущего счета в этом месяце (при условии отсутствия резкого роста внешнего долга в частном секторе). Положительные новости касательно выделения следующего транша от МВФ повышают вероятность получения Украиной дополнительной финансовой помощи в этом году от США и ЕС (на общую сумму 1.7 млрд. \$), что необходимо для достижения уровня резервов нашей прогнозной отметки в 16.6 млрд. \$ на конец года (по нашим ожиданиям дефицит текущего счета за 2п16 составит порядка 0.5 млрд. \$).

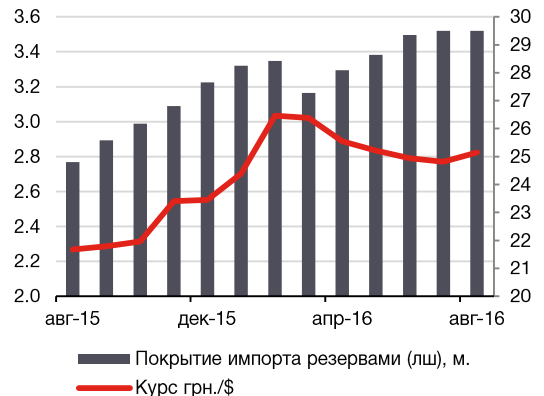
МВФ может выделить следующий транш Украине до конца сентября. В интервью изданию Reuters глава МВФ Кристин Лагард заявила, что фонд в скором времени примет окончательное решение по этому вопросу. Министр финансов Украины А. Данилюк сообщил, что дата принятия решения уже назначена.

Наш взгляд. Мы считаем, что вероятность получения Украиной следующего транша МВФ очень высока, учитывая заявления высшего руководства обеих сторон и приближающегося окончания фискального года США (до 30 сентября), что в более поздние строки может осложнить ранее оговоренную выдачу гарантий Украине. Ближайшие дни, скорее всего, пройдут под знаком давления на украинские власти со стороны запада с целью запустить надлежащим образом недавно введенную систему электронного декларирования доходов.

ПУМБ объявил о завершении программы докапитализации в размере 50 млн. \$, составленной вместе с НБУ. Согласно пресс-релизу, банк ожидает подтверждения от регулятора.

Наш взгляд. Учитывая, что дополнительный капитал (внесенный, в том числе, за счет увеличения залоговых активов) добавит порядка 34% к текущему значению, мы считаем данную новость однозначно положительной. В то же время, нас несколько беспокоит относительно низкий уровень ликвидности банка, который может ухудшиться еще больше, учитывая предстоящие ежеквартальные выплаты по еврооблигациям в размере 20 млн. \$ начиная с сентября. Напомним, что соотношение ликвидных активов ПУМБ к депозитам на конец 2кв16 составило всего 36%. В целом, же, мы считаем еврооблигации ПУМБ 2018 достаточно привлекательными при текущей цене, несмотря на вышеуказанные риски.

Покрытие импорта резервами и курс грн./\$



Источник: НБУ

Скорректированная EBITDA компании Метинвест во 2кв16 утроилась до 461 млн. \$ кв/кв, согласно предварительным данным. Маржинальность по EBITDA увеличилась на 20 пп. кв/кв до 29%. EBITDA металлургического дивизиона компании увеличилась в 5.5 раз до 339 млн. \$ кв/кв в результате повышения на 24% средних цен реализации и увеличения доходов от совместных предприятий. Соотношение чистого долга к 12 месячной EBITDA составило 4.3, что практически эквивалентно уровню предыдущего квартала и на 141% выше прошлогоднего показателя.

Наш взгляд: Во 2кв16 скорректированная EBITDA оказалась на 15% ниже нашего прогнозного значения в результате сокращения операционной прибыли компании в июне на сумму внутригрупповых продаж нереализованных третьим лицам (64 млн. \$). Причиной последнего, скорее всего, послужило резкое сокращение реализации стали в связи с забастовками железнодорожников на востоке. По нашим ожиданиям EBITDA Метинвеста в 3кв16 останется примерно на уровне предыдущего квартала поскольку будет одновременно отражать эффекты от восстановления логистики в регионе и ухудшения ценовой конъюнктуры на мировых рынках (сталь подешевела в начале сентября на 13% относительно июня). Несмотря на то, что в 4кв16 маржинальность Метинвеста, скорее всего, сократится, скорректированная EBITDA компании за весь 2016 год должна достигнуть порядка 1.3 млрд. \$ (рост 160% г/г), что снизит ее соотношение к чистому долгу до 2.0. В целом, мы считаем, что облигации эмитента на сегодняшний день несколько недооценены, учитывая высокую вероятность успешной реструктуризации долговых бумаг до конца года (в соответствии с объявленными ранее условиями).

Во 2кв16 EBITDA Авангарда составила -1млн. \$, снизившись на 10 млн. \$ кв/кв, но увеличившись на 5 млн. \$ г/г. Выручка снизилась на 37% кв/кв и на 49% г/г, составив всего 25 млн. \$. Прибыль увеличилась на 130 млн. \$ г/г до -29 млн. \$, в связи со значительным сокращением потерь связанных со списанием активов и курсовыми разницеми. Объемы продаж яиц снизились на 56% г/г и на 42% кв/кв до 276 млн. штук, со средней ценой реализации 0.04 \$/шт (сокращение, как в годовом, так и в квартальном соотношении на 21% и 33%, соответственно). В ходе конференц-звонка менеджмент отметил, что компания планирует совершить предстоящую выплату денежной части купона по еврооблигациям в размере 2,7 млн. \$ в полном объеме и продолжает вести переговоры с банками по реструктуризации краткосрочных долгов (44 млн. \$ должно быть погашено до конца 2016 года). Соотношение чистого долга к 12 месячной EBITDA составило 9.9.

Наш взгляд: Несмотря на то, что 2кв16 был более трудным, чем обычно для производителей яиц (внутренние цены упали не только в связи с сезонностью, но и на 18% в годовом сопоставлении по причине сокращения зарубежного спроса), нас несколько удивляет насколько хуже оказались финансовые результаты Авангарда по сравнению с его прямым конкурентом компанией Овостар (маржинальность по EBITDA которой достигла 22% за аналогичный период). Кроме того, обеспокоенность вызывают заявления руководства о проблемах с возвратом дебиторской задолженности супермаркетами (отразились в отчете о прибылях и убытках как потери от формирования резервов на 21 млн. \$), с которыми не сталкивается ни одна другая известная нам компания (Овостар и МХП реализуют продукцию через те же каналы сбыта). По нашему мнению долговая нагрузка Авангарда выглядит очень неустойчивой, особенно учитывая отсутствие четкого плана компании по увеличению доходов и неспособность генерировать положительный денежный поток. В целом, мы оцениваем еврооблигации эмитента как очень рискованные, и ожидаем увидеть еще одну попытку менеджмента их реструктуризировать до погашения в 2018 году.

Результаты Метинвест за 2кв16 млн. \$

	2кв16	2кв15	г/г	1кв16	кв/кв
Выручка	1,594	1,829	-13%	1,287	24%
EBITDA ¹	461	279	65%	118	291%
EBITDA маржа	29%	15%	14пп	9%	20пп
EBITDA ¹ от стали	339	168	102%	52	552%
EBITDA ¹ от добычи	199	112	78%	73	173%
Продажи стали, млн.\$	1,142	1,258	-9%	892	28%
Продажи стали, тыс. т	2,821	2,793	1%	2,739	3%
Произ-во руды, тыс. т	7,902	8,357	-5%	7,911	0%
Цена на сталь ² , \$/т	405	450	-10%	326	24%
Цена на руду, \$/т	57	59	-3%	40	43%
EBITDA ¹ стали, \$/т	120.2	133.5	-10%	19.0	533%
EBITDA ¹ руды, \$/т	25.2	13.4	88%	9.2	173%
Общий долг	2,981	3,070	-3%	2,917	2%
Чистый долг	2,798	2,919	-4%	2,721	3%
Чистый долг/ EBITDA ³	4.3	1.8	141%	4.2	3%

(1) Включает доходы от совместных предприятий,

(2) Средняя цена реализации готовой продукции и полуфабрикатов из стали

(3) EBITDA за последние 12 месяцев

Источник: данные компании, Adamant Capital

Результаты Avangardco за 1кв16, млн. \$

	2кв16	2кв15	г/г	1кв16	кв/кв
Выручка	25	49	-49%	40	-37%
НДС субсидия	4	0	нс	0	нс
EBITDA ¹	-1	-6	нс	10	нс
EBITDA маржа	-4%	-13%	9пп	24%	-28пп
Прибыль	-29	-159	нс	-4	нс
Прибыль маржа	нс	нс	нс	-10%	нс
OCF ²	0	-63	нс	2	нс
FCF ³	-4	-84	нс	-5	нс
Общий долг	343	340	1%	341	1%
Чистый долг	326	288	13%	317	3%
Чистый долг/EBITDA	9.9	5.1	96%	11.6	-15%
Производ. яиц, млн шт	622	841	-26%	627	-1%
Продажа яиц, млн шт	276	633	-56%	475	-42%
Продажа яйцепрод, т	2,280	2,440	-7%	1,638	39%
Цена на яйцо, грн/шт	1.00	1.09	-8%	1.53	-35%
Цена на яйцо, \$/шт	4.00	5.04	-21%	5.96	-33%
Цена яйцепрод., \$/кг	5.64	5.67	-1%	5.68	-1%
EBITDA/яйцо ⁴ , \$/шт	-0.22	-0.75	нс	1.58	нс

(1) Исключая обесценение активов

(2) Операционный денежный поток

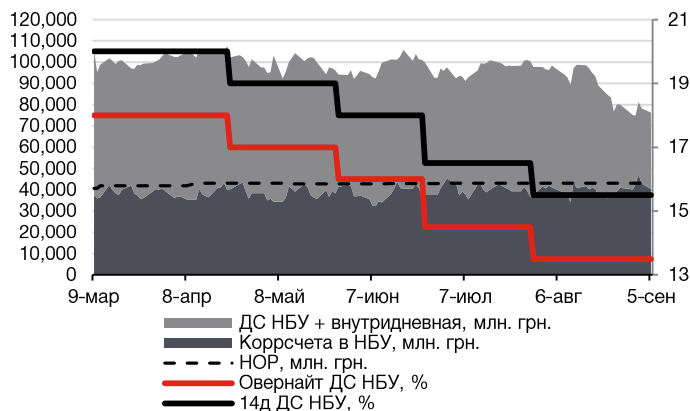
(3) Свободный денежный поток

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

Источник: данные компании, Adamant Capital

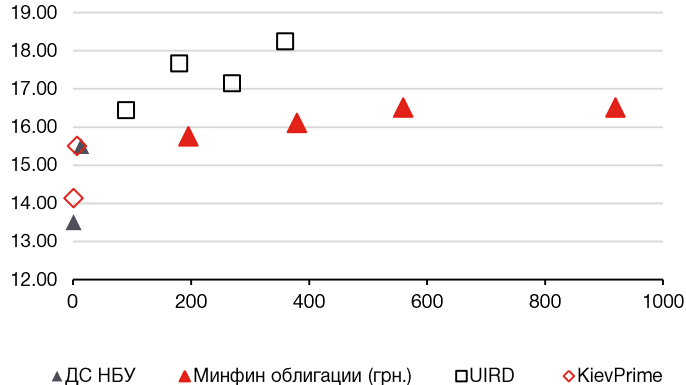
Приложение

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



Источник: НБУ, Adamant Capital

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



Источник: НБУ, Bloomberg, Adamant Capital

Ликвидность локального рынка (сумма коррсчетов в НБУ, депозитных сертификатов и других внутридневных изменений) снизилась на 0.3 млрд. грн. до 76.3 млрд. грн. за неделю. 6 сентября Министерство финансов провело аукцион по размещению ОВГЗ со сроками погашения в 2017 и 2018 годах и средней доходностью 15.50-16.75%, соответственно. Но ни одна заявка со стороны банков не была подана.

Межбанковский курс грн./\$ на этой неделе показал резкое падение, открывшись в начале недели на отметке 25.48 и закрывшись к концу на уровне 26.78. Девальвация составила 4.8%

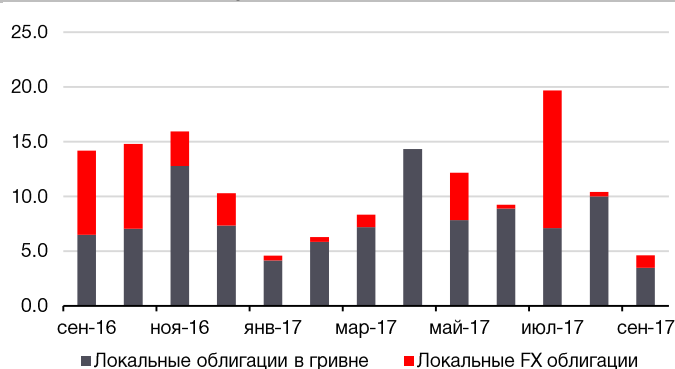
График погашения внешнего долга Украины, млрд. \$



Кваси-суверенный долг включает тело и проценты облигации государственных банков, Укрзалізнички и муниципалитетов

Источник: Bloomberg, Adamant Capital

График погашения внутреннего долга Украины, млн. грн.

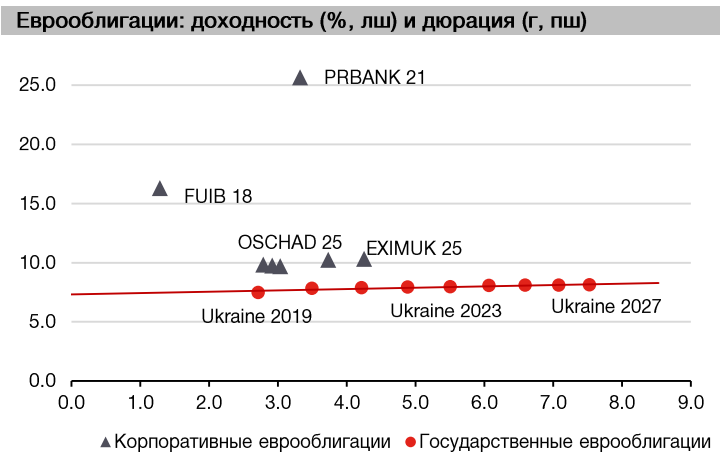


По курсу грн./\$ на уровне 25; EUR/\$ курс на уровне 1.15

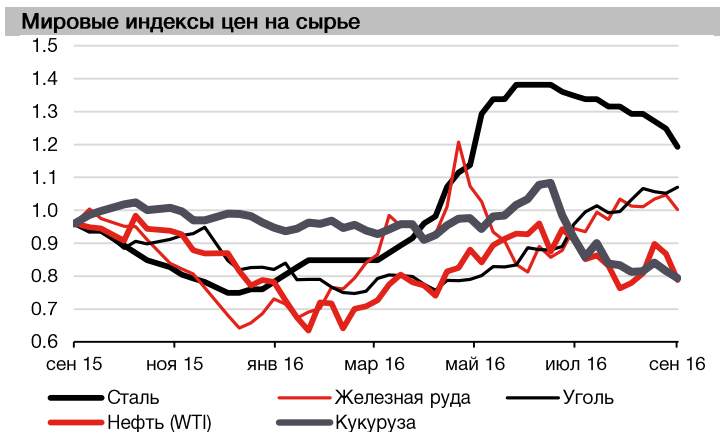
Источник: Минфин



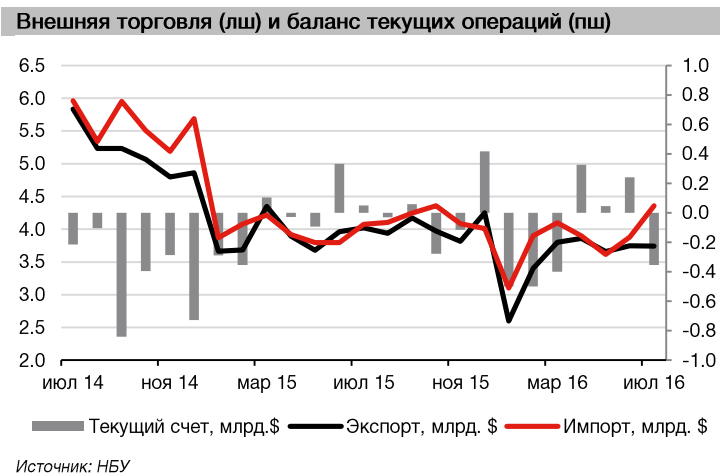
На основе официальных данных межбанковского рынка
Источник: НБУ



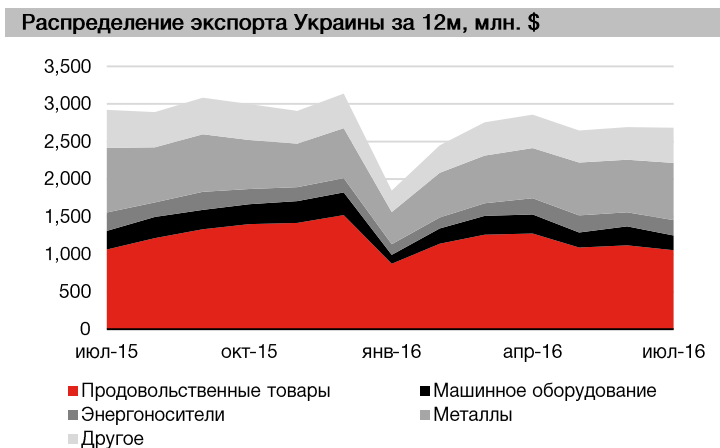
Источник: Bloomberg, Adamant Capital



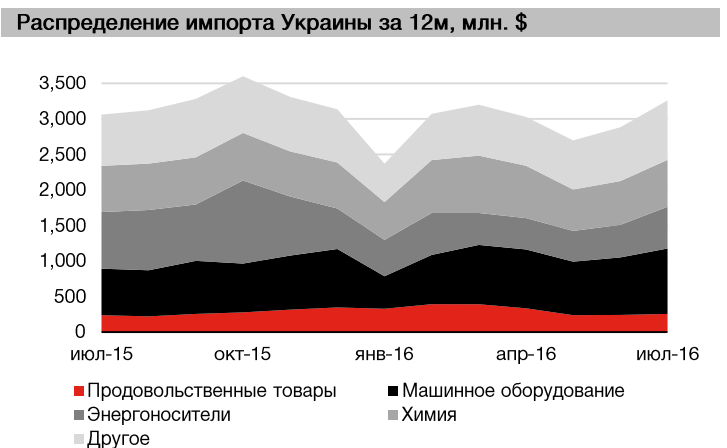
Источник: Bloomberg, Adamant Capital



Источник: НБУ



Источник: НБУ



Источник: НБУ

Основные макроэкономические показатели								
	2014	2кв15	3кв15	4кв15	2015	1кв16	2кв16	2016П
Рост реального ВВП, г./г. %	-1.6%	-14.7%	-7.2%	-1.4%	-9.9%	0.1%	1.3%	1.0%
Номинальный ВВП, млрд. грн.	1,567	455	564	585	1,979	453	411	2,273
Номинальный ВВП, млрд. \$	132	21	25	25	90	18	16	89
Рост дефлятора ВВП, г./г. % ¹	14.8%	42.0%	40.0%	33.9%	40.2%	20.5%	8.1%	13.7%
ИПЦ (средний за период), г./г. %	12.1%	58.9%	53.3%	45.4%	48.5%	38.8%	8.1%	13.7%
ИПЦ (на конец периода), г./г. %	24.9%	57.5%	51.9%	43.3%	43.3%	32.7%	6.9%	8.9%
Дефицит бюджета, % ВВП ^{1,2}	-4.6%	-0.4%	3.6%	-10.8%	-1.6%	-0.1%	-3.3%	-2.9%
Широкий дефицит бюджета, % ВВП ³	-13.6%	-10.3%	1.7%	-10.8%	-5.8%	-0.1%	нд	-3.7%
Государственный долг, % ВВП	52%	84.2%	82.8%	79.4%	79.4%	76.4%	83%	78.0%
Внешний государственный долг, % ВВП ⁴	31%	42.2%	49.2%	47.8%	47.8%	50.0%	нд	52.3%
Общий внешний долг, млрд. \$	137.1	125.7	125.1	125.1	118.7	117.4	нд	130.0
Экспорт товаров и услуг, млрд. \$	68.5	11.6	12.3	12.2	47.8	9.9	11.3	48.0
Импорт товаров и услуг, млрд. \$	73.8	11.7	12.7	12.9	49.5	11.0	11.4	49.5
Сальдо торгового баланса, млрд. \$	-5.3	-0.1	-0.4	-0.7	-1.7	-1.1	-1.5	0.5
Текущий счет, млрд. \$	-5.3	0.3	0.2	-0.3	-0.2	-1.0	0.9	0.5
Капитальный и финансовый счет, млрд. \$	8.0	-0.2	-1.0	-1.1	-0.6	0.6	0.3	1.5
Резервы НБУ, млрд. \$	7.5	10.3	12.8	13.3	13.3	13.5	14.0	17.9
Средний курс на межбанке, грн./\$ ⁵	11.9	21.8	22.4	22.9	21.9	25.8	25.2	25.6

(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) На основе официальных данных НБУ без взвешивания на объемы торговли

Источник: НБУ, ГССУ, Минфин, МВФ, Adamant Capital

Индикативные цены еврооблигаций и их доходность									
Название облигации	Купон	Погашение	Доходность	Bid	Δ неделя	Дюрация, г.	Объем, млн. \$	Валюта	
Украина 2019	7.8	Сен-19	7.5	100.8	1.8	2.7	1,743	USD	
Украина 2023	7.8	Сен-23	8.0	98.9	2.3	5.5	1,355	USD	
Украина 2027	7.8	Сен-27	8.1	97.5	3.1	7.5	1,307	USD	
МХП 2020	8.3	Апр-20	9.7	95.8	0.0	3.0	750	USD	
ДТЭК 2018 (7.875)	7.9	Апр-18	-	63.6	0.6	-	793	USD	
ДТЭК 2018 (10.375)	10.4	Мар-18	-	63.7	-0.4	-	156	USD	
Феррэкспо 2019	10.4	Апр-19	12.4	95.6	0.3	1.8	160	USD	
Метинвест 2016	10.3	Май-16	-	74.9	0.5	-	89	USD	
Метинвест 2017	10.5	Ноя-18	-	74.5	0.4	-	304	USD	
Метинвест 2018	8.8	Фев-18	-	74.6	0.3	-	795	USD	
Укрлендфарминг 2018	10.9	Мар-18	122.3	30.0	0.0	1.4	521	USD	
Авангард 2018	10.0	Окт-18	140.1	14.9	0.0	1.8	213	USD	
ПУМБ 2018	11.0	Дек-18	16.3	90.0	2.0	1.3	197	USD	
ПриватБанк 2018 (10.250)	10.3	Янв-18	24.2	84.5	0.0	0.8	200	USD	
ПриватБанк 2018 (10.875)	10.9	Фев-18	29.1	79.3	0.0	1.4	175	USD	
ПриватБанк 2021	11.0	Фев-21	25.6	62.5	0.0	3.3	220	USD	
Ощадбанк 2023	9.4	Мар-23	9.8	97.9	0.8	2.8	700	USD	
Ощадбанк 2025	9.6	Мар-25	10.2	96.6	1.7	3.7	500	USD	
Укрэксимбанк 2022	9.6	Апр-22	9.7	99.5	1.3	2.9	750	USD	
Укрэксимбанк 2025	9.8	Янв-25	10.3	97.0	1.1	4.3	600	USD	
Укрэксимбанк 2021	9.9	Сен-21	11.1	95.4	1.3	2.7	500	USD	

Данные на 6 сентября, 2016

Источник: Bloomberg

Календарь событий на 2 недели		
Событие	Тип даты	Дата
ГССУ - месячная статистика по инфляции	Точная	08-Сен
ГССУ - месячная статистика по сельхозпроизводству	Точная	15-Сен
ГССУ - статистика ВВП за квартал	Точная	19-Сен
ГССУ - месячная статистика по транспорту	Точная	20-Сен
ГССУ - месячная статистика по товарообороту	Точная	20-Сен

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

Константин Вьюшинский | vka@adamant-capital.com
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 отчет 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.