

Еженедельный обзор

- В октябре дефицит текущего счета платежного баланса составил 0.2 млрд \$, в то время как финансовый счет закрылся с профицитом в 0.3 млрд \$
- В ноябре международные резервы НБУ снизились на 1.3% м/м до 15.3 млрд \$
- Официальный запуск процесса реструктуризации еврооблигаций компании Метинвест начнется 19 декабря
- В 3кв16 EBITDA ДТЭК утроилась кв/кв до 161 млн \$
- В 3кв16 EBITDA Авангарда составила 2млн \$

В октябре дефицит текущего счета платежного баланса составил 0.2 млрд \$, в то время как финансовый счет закрылся с профицитом в 0.3 млрд \$. Совокупный объем экспорта товаров и услуг увеличился на 1% м/м, значительно превысив средний показатель за 2010-16 в размере -3% (негативное отклонение существовало до 2014 года в силу значительного вклада сезонности туристических услуг в общий показатель), и оказался на 1% ниже уровня 2015 с наибольшим падением в категориях химической и машинной продукции. Импорт не изменился по сравнению с сентябрем, но увеличился на 1% г/г в основном под влиянием сектора машиностроения. Главными факторами, повлиявшими на финансовый счет в этом месяце стали выплата обязательств по валютным ОВГЗ (298 млн \$), продажа наличной валюты населением (315 млн \$), а также поступления в частный сектор (130 млн \$) и банковскую систему (220 млн \$ депозитов от нерезидентов). Общий приток внешнего финансирования в страну составил 397 млн \$.

Наш взгляд: Сокращение оттока валюты по текущему счету на 650 млн \$ м/м произошло в большей мере по причине отсутствия купонных платежей по суверенным еврооблигациям, которые в сентябре составили около 500 млн \$. Учитывая, что размер дефицита за 10мес16 уже находится на уровне 2.5 млрд \$, а высокие объемы импорта газа наверняка сохранятся по причине ранней зимы, мы ухудшаем наш годовой прогноз оттока по текущему счету до 2.8 млрд \$ (+0.6 млрд \$). Наша оценка по резервам НБУ на декабрь остается на отметке в 15.6 млрд \$, в силу большего чем ранее оптимизма относительно динамики финансового счета (в основном благодаря продолжающимся значительным продажам наличной валюты населением).

В ноябре международные резервы НБУ снизились на 1.3% м/м до 15.3 млрд \$, согласно предварительным данным. Приток средств был обеспечен благодаря чистой покупке 80 млн \$ НБУ на межбанковском рынке и финансовой помощи от Евросоюза в размере 60 млн \$. Отток был вызван расходами в размере 147 млн \$ на обслуживание и погашение внешнего долга, номинированного в валюте, и снижением стоимости резервов вследствие их переоценки (частично в силу падения цен на золото).

Наш взгляд: Судя по вышеупомянутым цифрам, дефицит платежного баланса в ноябре был в основном вызван переоценкой международных резервов. По нашим подсчетам, предполагая чистую продажу валюты населением на уровне 200-300 млн \$, дефицит текущего счета в этом месяце должен составить порядка 250 млн \$.

Показатели платежного баланса, млн \$

	окт-16	окт-15	окт-14	окт-13	окт-12
Экспорт:	4,034	4,058	5,069	6,833	7,583
м/м	1%	-4%	-3%	-4%	0%
г/г	-1%	-20%	-26%	-10%	11%
Импорт:	4,580	4,555	5,506	8,982	9,136
м/м	0%	6%	-8%	-4%	10%
г/г	1%	-17%	-39%	-2%	8%
ТБ ¹ :	-546	-497	-437	-2,149	-1,553
м/м	44	-427	285	165	-776
г/г	-49	-60	1,712	-596	39
CA ² приток:	-234	-416	-396	-2,073	-1,791
м/м	641	-561	444	425	-650
г/г	182	-20	1,677	-282	-228
FA ³ приток:	311	643	-3,124	1,627	-218
м/м	-1,032	445	-3,600	-767	-254
г/г	-332	3,767	-4,751	1,845	-141
BoP ⁴ приток:	91	229	-3,515	-492	-1,999
м/м	-383	-118	-3,155	-387	-896
г/г	-138	3,744	-3,023	1,507	-434
Инвестиции ⁵ :	397	-249	-2,508	607	670

(1) Торговый баланс

(2) Счет текущих операций

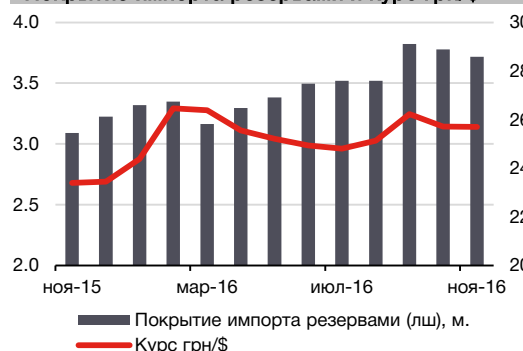
(3) Счет финансовых операций

(4) Платежный баланс

(5) Приток капитала в частный сектор из-за рубежа

Источник: НБУ, Adamant Capital

Покрытие импорта резервами и курс грн/\$



Источник: НБУ, Adamant Capital

Официальный запуск процесса реструктуризации еврооблигаций компании Метинвест начнется 19 декабря. Согласно пресс-релизу, Метинвест намерена продолжить соблюдать действующие условия моратория до 31 января 2017, если не наступит одно из следующих событий: успешный обмен бумаг на новые, или получение официального требования оплаты по обязательствам от кредиторов.

Наш взгляд: Хотя Метинвест по сути продлил срок моратория еще на месяц, мы считаем, что держатели пойдут на уступки ради успешного завершения долгожданной реструктуризации. Как и прежде, мы ожидаем благополучного исхода сделки в соответствии с ранее объявленными условиями.

В 3кв16 EBITDA ДТЭК утроилась кв/кв до 161 млн \$. Выручка выросла на 11% кв/кв, в то время как чистая прибыль снизилась на 80 млн \$ до 101 млн \$ (скорее всего в связи с увеличением потерь от курсовых разниц). Операционный денежный поток увеличился до 157 млн \$, также утроившись по сравнению с предыдущим кварталом. Показатель чистого долга к 12-месячной EBITDA снизился на 29% кв/кв до 5.9.

Наш взгляд: Квартальные результаты превзошли наши ожидания, преимущественно, благодаря более высоким, чем ожидалось, объемам генерации электроэнергии и поставочным ценам на электроэнергию ТЕС в Энергорынок (+13% кв/кв). Учитывая текущую динамику тарифов для последних (уже на 60% выше среднего значения за 3кв16), мы снова увеличиваем наш прогноз EBITDA на 2016 год и за 2п16 до 690 млн \$ и 550 млн \$, соответственно (в этот раз превысив прогнозы менеджмента). Хотя отмена привязки цены угля к формуле “Роттердам+” (в январе пройдет судебное слушание) может стать серьезным риском для доходности компании, мы сохраняем нашу рекомендацию по облигациям эмитента на уровне “покупать”, учитывая значительное улучшение рентабельности и высокую вероятность успешной реструктуризации долговых бумаг.

Результаты ДТЭК за 3кв16, млн \$

	3кв16	2кв16	кв/кв	1кв16	3кв1кв
Выручка	1,131	1,020	11%	1,208	-6%
EBITDA	161	49	227%	83	94%
EBITDA маржа	14%	5%	9пп	7%	7пп
Чистая прибыль	-101	-21	нс	-290	нс
Маржа по прибыли	-9%	-2%	-7пп	-24%	15пп
OCF ¹	157	42	272%	88	77%
Capex ²	83	41	103%	37	122%
FCF ³	74	1	нс	51	44%
Цена на э/э, грн/мВт-ч ⁴	1,143	1,015	13%	974	17%
Цена на э/э, \$/мВт-ч	44.1	40.9	8%	37.1	19%
Производство э/э, ТВт	11.0	7.8	42%	9.8	13%
Добыча угля, млн т	8.4	6.7	26%	7.2	16%
Чистый долг	2,259	2,622	-14%	2,703	-16%
Долг/EBITDA ⁵	5.9	8.3	-29%	8.1	-27%

(1) Денежный поток от операционной деятельности

(2) Капитальные инвестиции

(3) Свободный денежный поток

(4) Средняя цена продажи электроэнергии украинских ТЕС в

оптовый рынок

(5) EBITDA за последние 12 месяцев; основываясь на цифрах за

полугодие

Источник: данные компании, Adamant Capital

В 3кв16 EBITDA Авангарда составила 2млн \$, увеличившись на 3 млн \$ кв/кв. Выручка выросла на 86% кв/кв в основном благодаря интенсификации торговых операций с зерном материнской компании ULF (доход от таких транзакций составил 17 млн \$ против 1 млн \$ в прошлом квартале). Объемы продаж яиц третьим лицам увеличились на 24% кв/кв до 341 млн штук, но сократились в годовом измерении на 44%. Средняя цена на яйцо выросла на 10% кв/кв в долларовом эквиваленте. Авангард объявил о достижении соглашения с Ощадбанком о реструктуризации 50 млн \$ долга (дата погашения перенесена с 2016-17 на 2022 год), и о продолжении переговорного процесса с остальными кредиторами, выплаты по обязательствам перед которыми приходится на конец года (около 19 млн \$). Во время конференц-звонка менеджмент компании отметил, что в 4кв16 значительно увеличились цены на яйца, достигнув рекордной отметки в 1.8 грн/шт на октябрь, что должно положительно сказаться на финансовых результатах. В тоже время у компании осталась проблема просроченной дебиторской задолженности супермаркетов. Соотношение чистого долга к 12 месячной EBITDA составило 12.3.

Наш взгляд: Хотя в квартальном измерении маржинальность основных показателей улучшилась в соответствии с ростом средней цены на яйцо, доходы Авангарда остаются низкими по сравнению с ее прямым конкурентом Овостаром (за 9мес16 EBITDA на яйцо последней была выше более чем в два раза). Кроме того, у нас продолжает вызывать беспокойство сумма просроченной задолженности супермаркетов перед компанией в размере 34 млн \$, которая потенциально может быть списана в убытки. Проблема выглядит еще более странно, учитывая, что ни один из известных нам производителей еды в такой ситуации не находится. По нашим оценкам Авангард, скорее всего, справится с краткосрочными обязательствами, так как договоренность с Ощадбанком достигнута, а текущего размера денежных средств на балансе (14 млн \$) вместе с доходами за 4кв16, в крайнем случае, должно хватить для погашения остальной суммы кредитов (19 млн \$). Вместе с тем, учитывая текущий уровень чистого долга к 12 месячной EBITDA, мы видим серьезную угрозу неплатежеспособности эмитента в долгосрочной перспективе. В целом мы оставляем нашу рекомендацию по бумагам на отметке “продавать”.

Результаты Avangardco за 3кв16, млн \$

	3кв16	3кв15	г/г	2кв16	кв/кв
Выручка	46	55	-16%	25	86%
НДС субсидия	1	8	-88%	4	-75%
EBITDA ¹	2	8	-76%	-1	нс
EBITDA маржа	4%	15%	-10пп	-4%	8пп
Прибыль	-6	2	нс	-29	нс
Прибыль маржа	-113%	-96%	-17пп	-215%	102пп
OCF ²	-4	5	нс	0	нс
FCF ³	-4	-11	нс	-4	нс
Общий долг	345	340	2%	343	1%
Чистый долг	331	298	11%	326	1%
Чистый долг/EBITDA	12.3	7.1	74%	9.9	24%
Производ. яиц, млн шт	646	843	-23%	622	4%
Продажа яиц, млн шт	341	608	-44%	276	24%
Продажа яйцепрод., т	2,251	3,004	-25%	2,280	-1%
Цена на яйцо, грн/шт	1.11	1.28	-13%	1.0	11%
Цена на яйцо, \$/шт	4.37	5.89	-26%	3.96	10%
Цена яйцепрод., \$/кг	5.69	5.89	-3%	5.64	1%
EBITDA/яйцо ⁴ , \$/шт	0.37	0.94	-60%	-0.22	нс

(1) Исключая обесценение активов

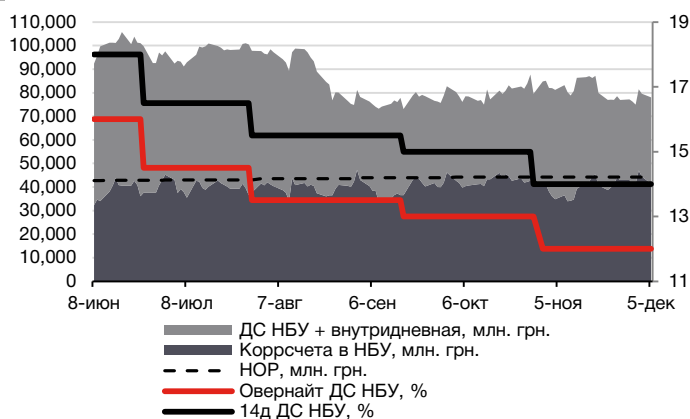
(2) Операционный денежный поток

(3) Свободный денежный поток

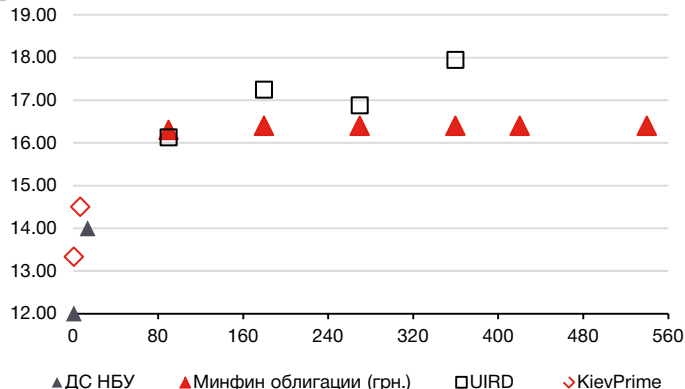
(4) EBITDA на одно яйцо, включая яичные продукты в эквиваленте

Источник: данные компании, Adamant Capital

Приложение

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


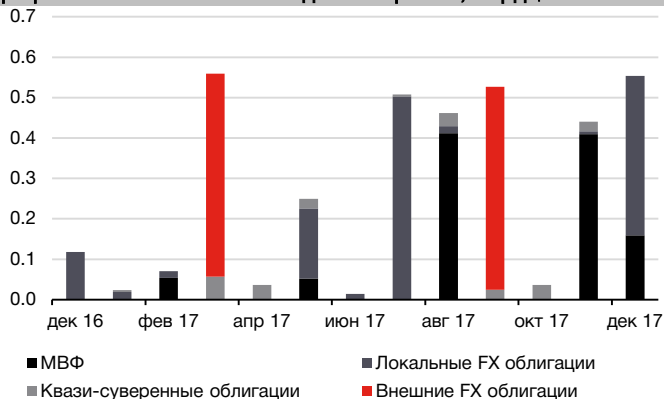
Источник: НБУ, Adamant Capital

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


Источник: НБУ, Bloomberg, Adamant Capital

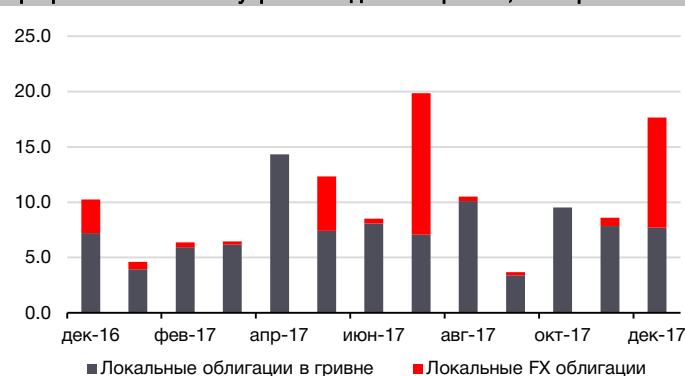
Ликвидность локального рынка (сумма коррсчетов в НБУ, депозитных сертификатов и других внутридневных изменений) увеличилась на 0.9 млрд грн до 78.0 млрд грн за неделю.

Межбанковский курс грн/\$ на этой неделе девальвировал на 1.8%, открывшись в начале недели на отметке 25.65 и закрывшись к концу на уровне 26.12.

График погашения внешнего долга Украины, млрд \$


Квazi-суверенный долг включает тело и проценты облигации государственных банков, Укрзапозначки и муниципалитетов

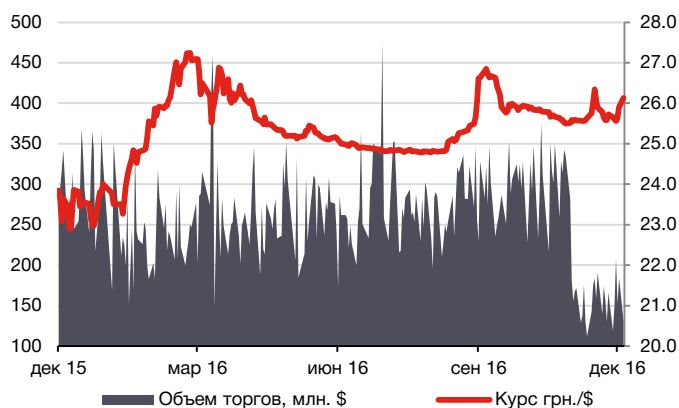
Источник: Bloomberg, Adamant Capital

График погашения внутреннего долга Украины, млн грн


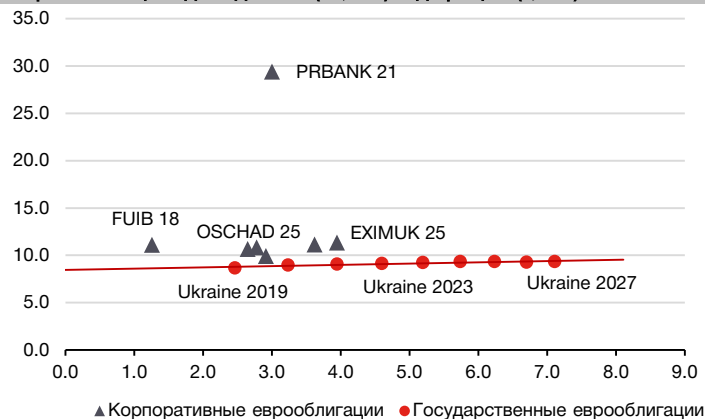
По курсу грн/\$ на уровне 25; EUR/\$ курс на уровне 1.15

Источник: Минфин

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

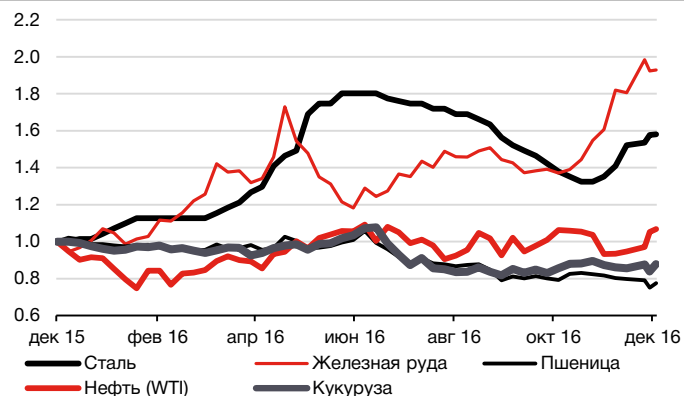


Еврооблигации: доходность (% лш) и дюрация (г, пш)



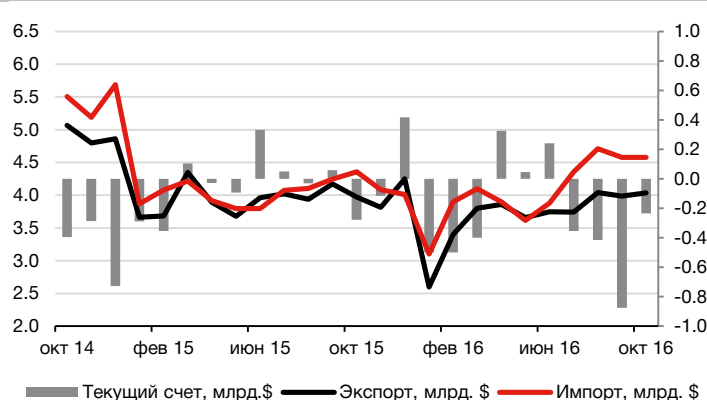
Источник: Bloomberg, Adamant Capital

Мировые индексы цен на сырье



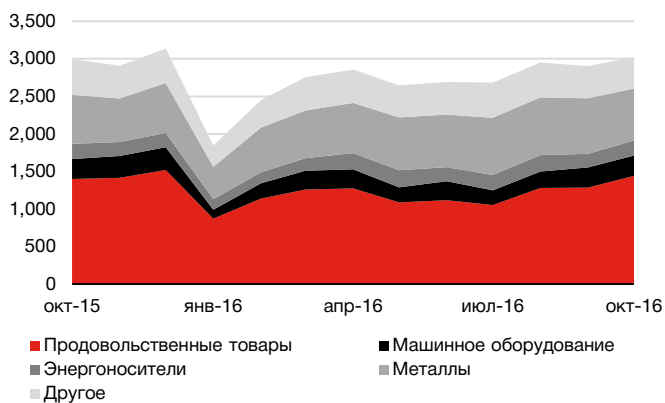
Источник: Bloomberg, Adamant Capital

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



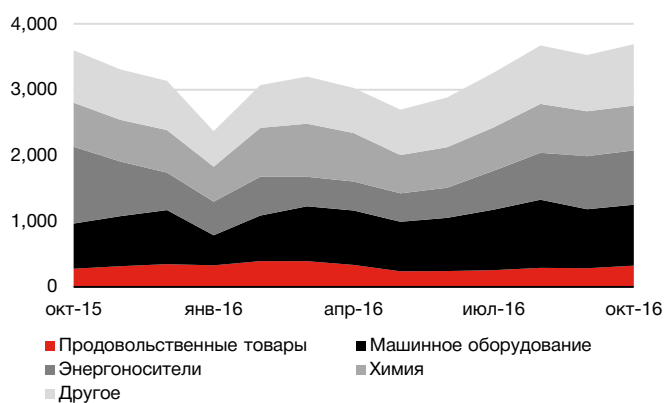
Источник: НБУ

Распределение экспорта Украины за 12м, млн \$



Источник: НБУ

Распределение импорта Украины за 12м, млн \$



Источник: НБУ

Основные макроэкономические показатели								
	2014	3кв15	4кв15	2015	1кв16	2кв16	3кв16	2016П
Рост реального ВВП, г/г %	-1.6%	-7.2%	-1.4%	-9.9%	0.1%	1.3%	1.8%	1.3%
Номинальный ВВП, млрд грн	1,567	564	585	1,979	453	532	698	2,273
Номинальный ВВП, млрд \$	132	25	25	90	18	21	27	89
Рост дефлятора ВВП, г/г % ¹	14.8%	40.0%	33.9%	40.2%	20.5%	15.2%	21.5%	13.3%
ИПЦ (средний за период), г/г %	12.1%	53.3%	45.4%	48.5%	38.8%	8.1%	8.1%	13.8%
ИПЦ (на конец периода), г/г %	24.9%	51.9%	43.3%	43.3%	32.7%	6.9%	7.9%	11.5%
Дефицит бюджета, % ВВП ^{1,2}	-4.6%	3.6%	-10.8%	-1.6%	-0.1%	-2.6%	-2.9%	-2.9%
Широкий дефицит бюджета, % ВВП ³	-13.6%	1.7%	-10.8%	-5.8%	-0.1%	-2.6%	-2.9%	-3.7%
Государственный долг, % ВВП	52%	82.8%	79.4%	79.4%	76.4%	78%	78.0%	78.0%
Внешний государственный долг, % ВВП ⁴	31%	49.2%	47.8%	47.8%	50.0%	49.4%	50.7%	52.3%
Общий внешний долг, млрд \$	137.1	125.1	125.1	118.7	117.4	115.0	нд	130.0
Экспорт товаров и услуг, млрд \$	68.5	12.3	12.2	47.8	9.9	11.3	11.7	43.1
Импорт товаров и услуг, млрд \$	73.8	12.7	12.9	49.5	11.0	11.4	13.6	46.4
Сальдо торгового баланса, млрд \$	-5.3	-0.4	-0.7	-1.7	-1.1	-1.5	-1.9	-4.6
Текущий счет, млрд \$	-5.3	0.2	-0.3	-0.2	-1.0	0.9	-1.7	-2.8
Финансовый счет, млрд \$	8.0	-1.0	-1.1	-0.6	0.6	0.3	2.2	3.6
Резервы НБУ, млрд \$	7.5	12.8	13.3	13.3	13.5	14.0	15.6	15.6
Средний курс на межбанке, грн/\$ ⁵	11.9	22.4	22.9	21.9	25.8	25.2	25.4	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	Рекомендация	Купон	Погашение	Доходность	Bid	Δ неделя	Дюрация, г.	Объем, млн \$	Валюта
Украина 2019	Держать	7.8	Сен-19	8.6	97.9	1.4	2.5	1,743	USD
Украина 2023	Держать	7.8	Сен-23	9.2	92.7	1.2	5.2	1,355	USD
Украина 2027	Держать	7.8	Сен-27	9.3	89.5	1.0	7.1	1,307	USD
МХП 2020	Держать	8.3	Апр-20	9.9	95.4	1.7	2.9	750	USD
ДТЭК 2018 (7.875)	Покупать	7.9	Апр-18	-	80.8	2.1	-	793	USD
ДТЭК 2018 (10.375)	Покупать	10.4	Мар-18	-	80.9	1.8	-	156	USD
Феррэкспо 2019	Держать	10.4	Апр-19	10.3	100.0	0.0	1.7	160	USD
Метинвест 2016	Покупать	10.3	Май-16	-	87.9	1.2	-	89	USD
Метинвест 2017	Покупать	10.5	Ноя-18	-	87.6	2.5	-	304	USD
Метинвест 2018	Покупать	8.8	Фев-18	-	87.7	2.2	-	795	USD
Укрлендфарминг 2018	Продавать	10.9	Мар-18	144.4	29.7	0.0	1.2	521	USD
Авангард 2018	Продавать	10.0	Окт-18	110.0	24.8	-0.3	1.7	213	USD
ПУМБ 2018	Держать	11.0	Дек-18	11.1	99.9	0.0	1.3	197	USD
ПриватБанк 2018 (10.250)	Держать	10.3	Янв-18	50.7	68.1	2.4	0.6	160	USD
ПриватБанк 2018 (10.875)	Держать	10.9	Фев-18	62.0	60.0	0.0	1.1	175	USD
ПриватБанк 2021	Держать	11.0	Фев-21	29.4	57.3	0.0	3.0	220	USD
Ощадбанк 2023	Покупать	9.4	Мар-23	10.6	94.3	2.1	2.7	700	USD
Ощадбанк 2025	Покупать	9.6	Мар-25	11.1	92.0	1.5	3.6	500	USD
Укрэксимбанк 2022	Покупать	9.6	Апр-22	10.8	95.2	1.7	2.8	750	USD
Укрэксимбанк 2025	Покупать	9.8	Янв-25	11.3	91.9	1.1	4.0	600	USD
Укрзализныця 2021	Держать	9.9	Сен-21	11.7	93.6	0.5	2.7	500	USD
Мрия 2018	-	9.5	Апр-18	-	6.7	нд	-	400	USD

Данные на 6 декабря 2016

Источник: Bloomberg

Календарь событий на 2 недели		
Событие	Тип даты	Дата
ГССУ – статистика по инфляции	Точная	8-Дек
ГССУ – статистика по сельхозпроизводству	Точная	13-Дек
ГССУ – реальный ВВП за 3кв16	Точная	19-Дек
ГССУ – статистика по транспорту	Точная	20-Дек
ГССУ – статистика по товарообороту	Точная	20-Дек

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
Валерия Васильчук | vvv@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 скопирована или воспроизведена без предварительного согласия Adamant Capital.