

Еженедельный обзор

- Дефицит текущего счета увеличился на 228 млн \$ до 408 млн \$ в октябре
- Валютные резервы в НБУ выросли на 1% м/м до 18.9 млрд \$ к концу ноября
- Компания Авангард опубликовала результаты за 3кв17: EBITDA сократилась на 3 млн \$ г/г до -1 млн \$
- EBITDA компании ДТЭК в 3кв17 увеличилась на 18% г/г и на 15% кв/кв до 189 млн \$

Дефицит текущего счета увеличился на 228 млн \$ до 408 млн \$ в октябре. Торговый баланс страны ухудшился на 328 млн \$. Финансовый счет продемонстрировал приток в размере 563 млн \$ (+306 млн \$ по сравнению с прошлым годом), в результате которого профицит платежного баланса достиг 155 млн \$ (+64 млн \$ г/г).

Наш взгляд: Дефицит текущего счета в этом месяце оказался немного выше наших ожиданий, поскольку разница между ростом импорта и экспорта в годовом сопоставлении существенно увеличилась. Импорт в октябре повысился на 20% г/г (в сентябре - на 15%) в связи с большими объемами поставок угля, удобрений и оборудования (в основном сельскохозяйственной техники и ТВЭЛов), а также более активным потреблением услуг (вероятно, туристических) по сравнению с аналогичным периодом прошлого года. Рост экспорта замедлился с 17% г/г в сентябре до 14% г/г на фоне уменьшения продаж сельскохозяйственной продукции (в результате снижения урожая) и железной руды (в связи с менее значительной разницей в цене), а также меньшего объема предоставляемых услуг (частично вследствие сокращения транзита газа через территорию Украины). Тем не менее, поскольку дефицит текущего счета за 10 месяцев 2017 дошел до отметки лишь в 3.3 млрд \$ (+0.4 млрд г/г), мы считаем, что наш годовой прогноз в размере 4.0 млрд \$ (+0.5 млрд г/г) пока не нуждается в пересмотре. По нашим оценкам негативный эффект от сокращения объемов сельскохозяйственного производства будет частично нивелирован в течение нескольких следующих месяцев, и проявится более сильно к концу с/х сезона (май-июнь). Финансовому счету в этом месяце удалось полностью перекрыть дефицит текущего, в основном, благодаря оттоку обязательств нерезидентов в банковском секторе (в общей сложности порядка 1.0 млрд \$, из которых 170 млн \$ были связаны с размещениями ОВГЗ Минфином). Розничные продажи валюты, которые традиционно являются одним из основных источников финансирования в октябре практически отсутствовали.

Показатели платежного баланса, млн \$

	окт-17	сен-17	10м17	10м16
Экспорт:	4,694	4,672	43,770	36,957
м/м	0%	-1%	0%	0%
г/г	14%	17%	18%	-7%
Импорт:	5,440	5,310	48,768	41,319
м/м	2%	1%	0%	0%
г/г	20%	15%	18%	0%
ТБ ⁽¹⁾ :	-746	-638	-4,998	-4,362
м/м	-108	-105	0%	0
г/г	-328	-12	-636	-2,843
CA ⁽²⁾ :	-408	-901	-3,275	-2,879
м/м	493	-754	0	0
г/г	-228	42	-396	-2,570
FA ⁽³⁾ :	-563	-1,537	-5,338	-3,853
м/м	974	-873	0	0
г/г	-306	-157	-1,485	-3,769
BoP ⁽⁴⁾ :	155	637	2,074	1,067
м/м	-482	119	0	0
г/г	64	194	1,007	840
Приток в ЧС ⁽⁵⁾ :	-253	362	2,115	1,294

(1) Торговый баланс

(2) Счет текущих операций

(3) Счет финансовых операций

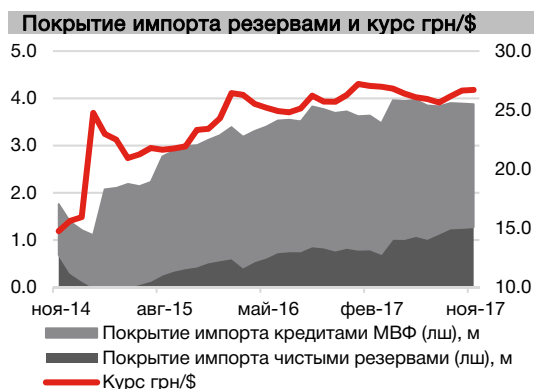
(4) Платежный баланс

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

Источник: НБУ, Adamant Capital

Валютные резервы в НБУ выросли на 1% м/м до 18.9 млрд \$ к концу ноября. Крупнейшими поступлениями послужили размещения ОВГЗ на сумму 664 млн \$ и чистая покупка валюты на межбанковском рынке в размере 139 млн \$. Отток был вызван, прежде всего, процентными и амортизационными платежами по государственному долгу (включая выплату 447 млн \$ МВФ), а также погашением на 100 млн \$ по операции swap с локальным банком (сделка была заключена в октябре).

Наш взгляд: Несмотря на то, что выплаты по государственным долгам в ноябре повысились на 300 млн \$ по сравнению с предыдущим месяцем (за исключением отчислений для МВФ), мы считаем, что факт выкупа валюты регулятором с межбанковского рынка в условиях практически отсутствующих розничных продаж населением (всего 43 млн \$, согласно официальным данным) говорит об относительно небольшом дефиците текущего счета. Принимая во внимание неожиданное размещение Минфином долларовых ОВГЗ (а также тот факт, что до конца года остается всего один месяц), мы повышаем наш прогноз резервов на конец года до 19 млрд \$ с 18.5 млрд \$ ранее. Наш базовый сценарий на 2018 на сегодняшний день остается без изменений: медленный но все-же существующий прогресс по внедрению реформ должен будет привести к получению следующего транша в размере 2.0 млрд \$ от МВФ, что позволит также привлечь 0.5 млрд \$ от Всемирного банка и провести размещение суверенных еврооблигаций на сумму 1.5 млрд \$. Учитывая предстоящие платежи, резервы должны будут составить порядка 21.0 млрд \$.



Источник: НБУ, Adamant Capital

Компания Авангард опубликовала результаты за 3кв17: EBITDA сократилась на 3 млн \$ г/г до -1 млн \$, а маржа составила -5%. Выручка снизилась на 37% до 29 млн \$. Как операционный, так и свободный денежный поток увеличились на 8 млн \$ кв/кв до 4 млн \$. Поскольку EBITDA за последние 12 месяцев оказалась отрицательной (-2.4 млн \$), ее соотношение с чистым долгом потеряло смысловую нагрузку. Согласно пресс-релизу, холдинг все еще находится в процессе переговоров о реструктуризации с держателями еврооблигаций.

Наш взгляд: Хотя, маржинальность Авангарда в текущем квартале увеличилась по сравнению с предыдущим (EBITDA на одно яйцо в эквиваленте выросла с -2.38 до -0.24 цента, а маржа с -51% до -5%) компания по-прежнему остается убыточной, а ее перспективы восстановления туманными. Более того, сокращение себестоимости производства на 16% кв/кв, которое, в том числе, помогло сократить убытки в этом периоде, является труднообъяснимым, особенно учитывая, что противоположная тенденция наблюдалась во 2кв16 (рост себестоимости на те же 16% кв/кв). Как и ранее, сравнение ключевых показателей Авангарда с его ближайшим публичным аналогом Овостаром оказывается неутешительным для первого, учитывая очень значительную разницу в способности генерировать прибыль (EBITDA маржа последнего составила 21% за аналогичный период). В целом, мы продолжаем считать, что основные показатели эмитента остаются проблемными, и оставляем рекомендацию по его бумагам на отметке «продавать».

Результаты компании Авангард за 3кв17, млн					
	3кв17	3кв16	г/г	2кв17	кв/кв
Выручка	29	46	-37%	21	41%
Торговля зерном	0	15	-99%	2	-93%
Гос. субсидии	6	1	505%	1	375%
EBITDA ¹	-1	2	-173%	-11	нс
EBITDA маржа	-5%	4%	-9pps	-51%	46pps
Прибыль	-9	-6	нс	-6	нс
Прибыль маржа	-31%	-13%	нс	-31%	нс
OCF ²	4.1	-3.8	нс	-2.8	нс
FCF ³	4.0	-4.0	нс	-3.4	нс
Общий долг	365	344	6%	360	1%
Чистый долг	348	332	5%	347	0%
Чистый долг/EBITDA	нс	12	нс	354	нс
Производ. яиц, млн шт	700	646	8%	531	32%
Продажа яиц, млн шт	568	342	66%	403	41%
Продажа яйцепрод., т	490	2,251	-78%	532	-8%
Цена на яйцо, грн/шт	1.0	1.1	-13%	0.8	23%
Цена на яйцо, ¢/шт	3.7	4.4	-14%	3.0	25%
Цена яйцепрод., \$/кг	2.7	5.7	-52%	4.6	-41%
Общ средняя цена ⁴ , ¢	3.7	5.3	-30%	3.3	14%
EBITDA/яйцо ⁵ , ¢/шт	-0.2	0.4	-163%	-2.4	-90%

(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

EBITDA компании ДТЭК в 3кв17 увеличилась на 18% г/г и на 15% кв/кв до 189 млн \$, согласно консолидированным неаудированным результатам. Выручка выросла на 9% г/г и 10% кв/кв до 1.2 млрд \$. Чистая прибыль достигла всего 1 млн \$, сократившись значительно с прошлого квартала в связи с превращением доходов от курсовых разниц в убытки (в основном на фоне переоценки долга в иностранной валюте по курсу на конец периода). Согласно данным Энергорынка, средняя оптовая цена на тепловую электроэнергию в стране поднялась на 29% г/г до 1,469 грн/мВт-ч. Объемы генерации ДТЭК снизились на 13% г/г до 9.6 ТВт-ч. Соотношение чистого долга к EBITDA за последние двенадцать месяцев уменьшилось на 60% г/г до 2.4. В отдельном сообщении компания заявила о намерении выплатить следующий купон по еврооблигациям (1 января) полностью денежными средствами (вместо частичной капитализации). ДТЭК также проинформировал о покупке производителя техники и оборудования для добычи угля, оставив сумму сделки неразглашенной.

Наш взгляд: EBITDA компании в 3кв17 оказалась немного выше, чем ожидалось, поскольку себестоимость производства электроэнергии на мВт-ч осталась на уровне предыдущего квартала, несмотря на 44% рост объемов импорта угля (в настоящее время составляет порядка 15% от потребляемого). Учитывая текущие тарифы для украинских ТЭС, мы ожидаем, что EBITDA ДТЭК в 4кв17 превысит 200 млн \$, вследствие чего показатель за год составит порядка 800 млн \$, вместо 750 млн \$ прогнозируемых ранее. Таким образом, к концу декабря соотношение чистого долга к 12-месячной EBITDA наверняка останется на нынешнем уровне (порядка 2.5), а риск ликвидности продолжит быть незначительным, поскольку на 2п17 приходится лишь 51 млн \$ погашений по всем обязательствам. Доходы холдинга в 2018, как и раньше, будут значительно зависеть от государственного регулирования. При этом, поскольку ДТЭК вырабатывает порядка 75% тепловой энергии в стране, мы считаем, что сценарий банкротства компании (или дефолта, что практически эквивалентно) является маловероятным. В целом, мы оставляем рекомендацию "покупать" по бумагам эмитента, учитывая существенную премию в размере 290 бп к доходности суверенной кривой.

Результаты ДТЭК за 3кв17, млн \$

	3кв17	3кв16	г/г	2кв17	кв/кв
Выручка	1,231	1,131	9%	1,116	10%
EBITDA ¹	189	161	18%	164	15%
EBITDA маржа	15%	14%	1pps	15%	1pps
Чистая прибыль	1	-101	нс	147	нс
Чистая маржа	0%	-9%	9pps	13%	-13pps
OCF ²	137	157	-13%	208	-34%
CAPEX ³	62	83	-26%	120	-49%
FCF ⁴	75	74	2%	88	-15%
Цена на э/э, грн/мВт-ч ⁵	1,469	1,143	29%	1,823	-19%
Цена на э/э, \$/мВт-ч	56.7	44.1	28%	70.1	-19%
Производство э/э, ТВт-ч	9.6	11.0	-13%	7.0	37%
Добыча угля, тыс т	6.2	8.4	-26%	6.4	-3%
EBITDA/мВт, \$	19.7	14.5	35%	23.4	-16%
Чистый долг	2,100	2,259	-7%	2,067	2%
Чистый долг/ EBITDA ⁶	2.4	5.9	-60%	2.3	4%

(1) Исключает убытки от курсовых разниц, списания и переоценки активов

(2) Денежный поток от операционной деятельности

(3) Капитальные инвестиции

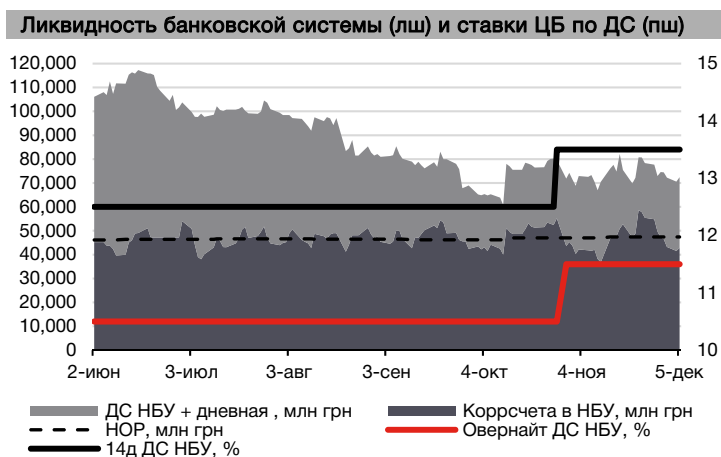
(4) Свободный денежный поток

(5) Средняя цена продажи электроэнергии украинских ТЭС в оптовый рынок

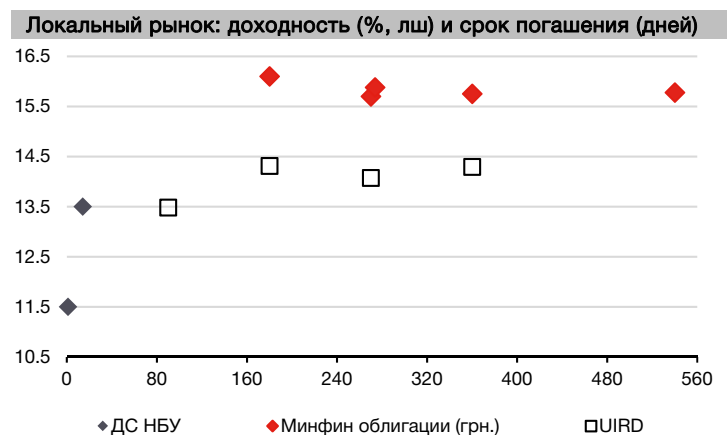
(6) EBITDA за последние 12 месяцев

Источник: данные компании, Adamant Capital

Приложение



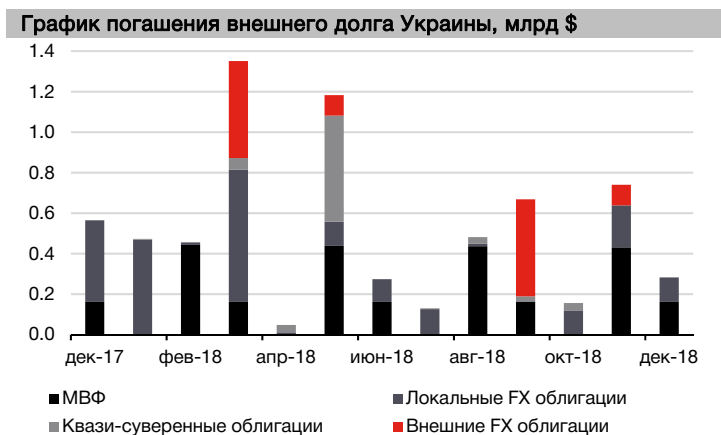
Источник: НБУ, Adamant Capital



Источник: НБУ, Bloomberg, Adamant Capital

Ликвидность локального рынка (сумма коррсчетов в НБУ, депозитных сертификатов и других внутридневных изменений) сократилась на 0.47 млрд грн до 72.42 млрд грн за неделю. Министерство финансов 5 декабря разместило облигации в национальной валюте с погашением в феврале и октябре 2018 и доходностью 16% и 15.3%, соответственно, а также в евро и долларах США с погашением в июне и мае 2019 и доходностью 3.95% и 3.85%, соответственно. В результате, было привлечено 4.11 млрд грн.

Межбанковский курс грн/\$ на этой неделе девальвировал на 1%, открывшись на отметке 26.87 и закрывшись к концу на уровне 27.16.



Квази-суверенный долг включает тело и проценты облигации государственных банков, Укрзалізничці и муниципалитетов

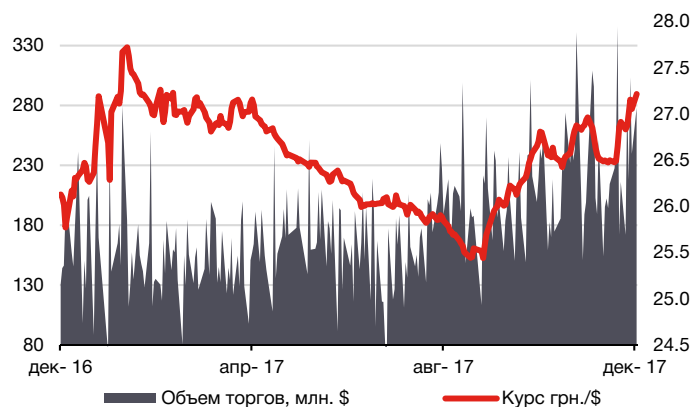
Источник: Bloomberg, Adamant Capital



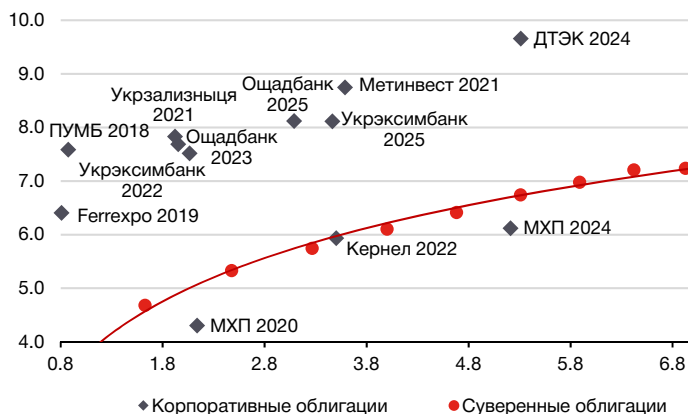
По курсу грн/\$ на уровне 27.16; EUR/\$ курс на уровне 1.18

Источник: Минфин

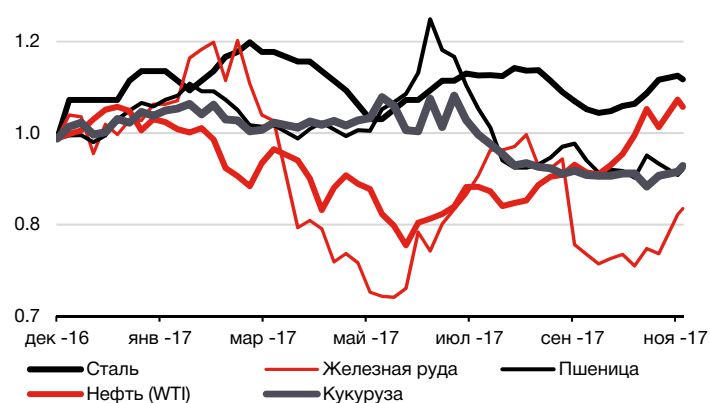
Курс валюты (пш) и объем межбанковских торгов (лш)



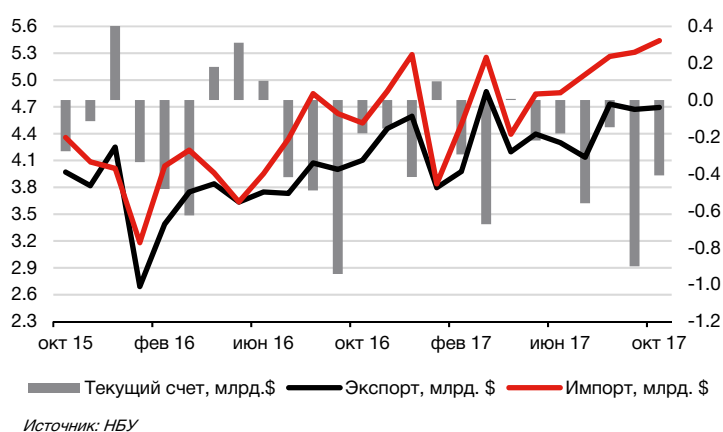
Еврооблигации: доходность (% лш) и дюрация (г, пш)



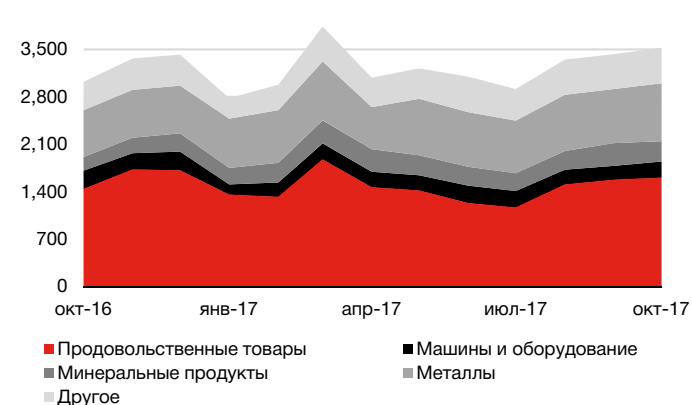
Мировые индексы цен на сырье



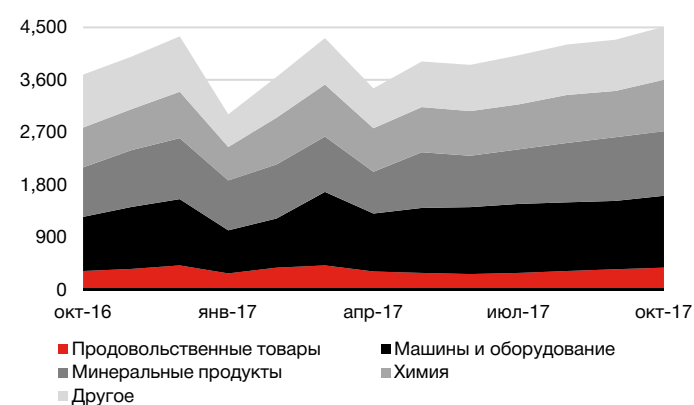
Внешняя торговля (лш) и баланс текущих операций (пш)



Распределение экспорта Украины за 12м, млн \$



Распределение импорта Украины за 12м, млн \$



Основные макроэкономические показатели								
	2кв16	3кв16	4кв16	2016	1кв17	2кв17	3кв17Е	2017Е
Рост реального ВВП, г/г %	1.5%	2.3%	4.8%	2.3%	2.4%	2.4%	2.0%	2.0%
Номинальный ВВП, млрд грн	535	669	723	2,383	584	657	806	2,825
Номинальный ВВП, млрд \$	21	26	28	93	22	25	31	105
Рост дефлятора ВВП, г/г % ¹	15.6%	15.7%	19.2%	17.1%	25.1%	20.0%	17.0%	16.0%
ИПЦ (средний за период),г/г %	8.1%	8.1%	12.3%	14.9%	14.0%	13.8%	16.1%	14.0%
ИПЦ (на конец периода),г/г %	6.9%	7.9%	12.4%	12.4%	15.1%	15.6%	16.4%	11.5%
Дефицит бюджета, % ВВП ^{1,2,6}	2.9%	3.0%	3.4%	2.3%	-0.8%	-7.7%	1.2%	3.7%
Широкий дефицит бюджета, % ВВП ³	2.9%	3.0%	22.6%	8.8%	4.2%	-7.7%	3.7%	6.1%
Государственный долг, % ВВП	78.0%	79.2%	80.8%	80.8%	77.7%	75.3%	na	68.2%
Внешний государственный долг, % ВВП ⁴	49.3%	51.2%	49.0%	49.0%	47.1%	47.7%	na	43.6%
Общий внешний долг, млрд \$	115.0	116.1	113.5	113.5	113.6	114.8	na	116.5
Экспорт товаров и услуг, млрд \$	11.3	11.7	13.1	46.0	12.7	12.8	13.5	49.4
Импорт товаров и услуг, млрд \$	11.4	13.6	14.7	51.8	13.9	14.2	15.6	56.0
Сальдо торгового баланса, млрд \$	-0.1	-1.9	-1.6	-5.8	-1.2	-1.4	-2.1	-6.3
Текущий счет, млрд \$	0.6	-1.7	-0.7	-3.8	-1.2	-0.8	-1.6	-4.0
Финансовый счет, млрд \$ ⁵	-0.3	-2.2	-1.0	-5.0	-0.6	-2.4	-2.5	-6.7
Резервы НБУ, млрд \$	14.0	15.6	15.5	15.5	15.1	18.0	18.6	19.0
Средний курс на межбанке, грн/\$ ⁷	25.2	25.4	25.9	25.6	27.1	26.0	25.9	27.0

(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	4.7	105.0	-0.3	1.6	661
Украина 2023	Держать	1-дек-16	7.8	сен-23	6.4	106.3	0.0	4.7	1,355
Украина 2027	Держать	1-дек-16	7.8	сен-27	7.2	103.5	0.0	6.9	1,307
Украина 2032	Держать	1-дек-16	7.4	сен-32	7.5	98.5	0.0	8.8	3,000
МХП 2020	Держать	21-ноя-17	8.3	апр-20	4.3	108.6	0.2	2.1	505
МХП 2024	Держать	21-ноя-17	7.8	май-24	6.1	108.5	-0.1	5.2	500
ДТЭК 2024	Покупать	5-дек-17	10.8	дек-24	9.7	106.9	0.8	5.3	1,309
Феррэкспо 2019	Покупать	21-ноя-17	10.4	апр-19	6.4	105.0	-0.1	0.8	161
Метинвест 2021	Покупать	28-ноя-17	9.4	дек-21	8.7	105.5	0.1	3.6	1,187
Укрлендфарминг 2018	Продавать	17-июн-17	10.9	мар-18	1090.3	23.3	-0.6	nm	543
Авангард 2018	Продавать	5-дек-17	10.0	окт-18	307.9	21.9	0.0	0.9	214
ПУМБ 2018	Покупать	7-ноя-17	11.0	дек-18	7.6	103.5	-0.3	0.9	103
ПриватБанк 2018 (10.250)	Продавать	21-ноя-17	10.3	янв-18	2012.1	28.0	2.0	0.1	200
ПриватБанк 2018 (10.875)	Продавать	21-ноя-17	10.9	фев-21	1033.9	30.1	-0.2	0.2	175
Ощадбанк 2023	Покупать	7-ноя-17	9.4	мар-23	7.7	107.2	0.0	2.0	700
Ощадбанк 2025	Покупать	7-ноя-17	9.6	мар-25	8.1	108.1	0.1	3.1	500
Укрэксимбанк 2022	Покупать	7-ноя-17	9.6	апр-22	7.5	107.7	0.1	2.1	750
Укрэксимбанк 2025	Покупать	7-ноя-17	9.8	янв-25	8.1	108.7	-0.1	3.5	600
Укрзализныця 2021	Покупать	24-окт-17	9.9	сен-21	7.8	106.5	-0.3	1.9	500
Мрия 2018	Продавать	14-ноя-17	9.5	апр-18	4686.0	5.5	0.0	0.4	400
Кернел 2022	Держать	28-ноя-17	8.8	янв-22	5.9	110.2	-0.1	3.5	500

Источник: Bloomberg, Adamant Capital

Календарь событий на 2 недели		
Событие	Тип даты	Дата
Метинвест - финансовые результаты за 9мес 2017	Индикативная	8 дек
ГССУ - статистика по инфляции	Точная	8 дек
НБУ - пересмотр учетной ставки	Точная	14 дек
ГССУ - статистика по сельхозпроизводству	Точная	14 дек
ГССУ - предварительная оценка ВВП за 3кв17	Точная	19 дек
ГССУ - статистика по товарообороту	Точная	19 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

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 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.