

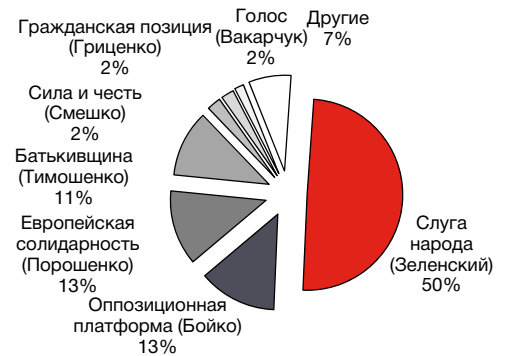
Еженедельный обзор

- Соцопросы мая: основу следующего парламента могут образовать четыре политических партии
- Профицит текущего счета в апреле снизился на 0.2 млрд \$ г/г до нуля
- Компания ДТЭК опубликовала операционные результаты за 1кв19: генерация электроэнергии сократилась на 17% г/г

Соцопросы мая: основу следующего парламента могут образовать четыре политических партии. Согласно роллинговому исследованию, проведенному с 15 по 31 мая (общая выборка составляет 2,121 респондентов), всего четыре партии преодолевают 5% барьер для прохождения в Раду. Таковыми являются «Слуга народа» Зеленского, «Оппозиционная платформа» Бойка, «Европейская солидарность» Порошенко и «Батькивщина» Тимошенко (30.8%, 8.2%, 7.9% и 7.0% голосов, соответственно). Поскольку в ходе внеочередного заседания 22 мая, депутаты текущего созыва отказались рассматривать закон о выборах, голосование 21 июля пройдет по действующей смешанной избирательной системе (места в парламенте будут распределены поровну между одномандатными округами и закрытыми партийными списками).

Наш взгляд: Предполагая, что распределение голосов по одномандатным округам также совпадет с данными опроса (хотя исторически такая картина наблюдалась не часто), мы рассчитали, что Зеленский потенциально будет иметь возможность сформировать большинство в парламенте практически собственными усилиями (210 из 423 мест). Вероятным его союзником, который может понадобиться президенту в случае менее успешного результата, по нашему мнению, является «Батькивщина», учитывая озвученные в массмедиа намерения Тимошенко возглавить Кабмин. Принимая во внимания суммарный рейтинг двух партий, мы считаем, что консолидация власти после 21 июля является достаточно вероятной.

Потенциальный состав парламента 2019



*Примечание: расчет предполагает, что одномандатные округа получат поддержку, пропорциональную партийным спискам
Источник: Центр «Социальный мониторинг», Украинский институт социальных исследований имени Александра Яременко, Adamant Capital*

Профицит текущего счета в апреле снизился на 0.2 млрд \$ г/г до нуля. Агрегированный дефицит за последние двенадцать месяцев составил 4.5 млрд \$, по сравнению с 2.5 млрд \$ год назад. Месячный торговый баланс ухудшился 0.4 млрд \$ г/г до -0.8 млрд \$. Баланс финансового счета оказался также близким к нулю (-0.2 млрд \$, по сравнению с прошлым годом).

Наш взгляд: Хотя текущий счет в этом месяце был практически сбалансирован, мы ожидали увидеть профицитное значение, учитывая отсутствие купонных платежей по государственным еврооблигациям (0.6 млрд \$ в марте). Отклонение от нашей оценки произошло в основном в связи с большими фактическими объемами импорта газа (порядка 0.9 млрд м³) и нефтепродуктов (вероятно, на фоне более раннего старта посевной кампании и ожиданий торговых ограничений с РФ), а также замедлением поставок за границу сельскохозяйственных культур (скорее всего, временным). В то же время, опубликованные данные наметили ряд положительных трендов, которые заставили нас пересмотреть ожидаемый дефицит ТС на год с 4.5 до 4.0 млрд \$. Такими стали замедление роста закупок продукции машиностроения (-12пп м/м с учетом поправки на календарный эффект), вызванное падением спроса на электрическое оборудование (может объясняться законодательными изменениями касательно зеленых тарифов), и достижения еще одного рекордного значения денежными переводами трудовых мигрантов (более 1.0 млрд \$ второй месяц кряду). Дополнительным фактором улучшения прогноза стала нисходящую динамика европейских индексов цен на газ. На финансовый счет в апреле повлиял значительный спрос на наличный доллар со стороны населения (выкупили 0.5 млрд \$), который был компенсирован притоком прямых иностранных инвестиций в размере 0.2 млрд \$ (направленных в основном на проекты в добывающей промышленности) и торговыми кредитами (0.2 млрд \$ в чистом виде). Банковский сектор погасил еврооблигации на сумму 0.4 млрд \$ (в частности, Укрэксимбанк) и получил 0.3 млрд \$ от Минфина в связи с чистой амортизацией валютных ОВГЗ. Последний отток был сбалансирован приобретением нерезидентами гривневых облигаций на локальном рынке на 0.6 млрд \$.

Показатели платежного баланса, млн \$					
	апр-19	мар-19	фев-19	12 мес	12 мес-1
Экспорт:	5,164	5,241	4,732	60,409	55,787
м/м	-1%	11%	-4%		
г/г	4%	7%	7%	8%	13%
Импорт:	5,900	5,966	5,821	72,074	64,975
м/м	-1%	2%	13%		
г/г	11%	6%	14%	11%	17%
ТБ ⁽¹⁾ :	-736	-725	-1,089	-11,665	-9,188
м/м	-11	364	-893		
г/г	-392	-14	-404	-2,477	-2,958
ТС ⁽²⁾ :	-8	-564	-323	-4,544	-2,502
м/м	556	-241	-830		
г/г	-179	148	-379	-2,042	-1,573
ФС ⁽³⁾ :	38	-1,217	-73	-7,658	-4,712
м/м	1,255	-1,144	-643		
г/г	161	-583	124	-2,946	-1,774
ПБ ⁽⁴⁾ :	-45	645	-248	3,143	2,198
м/м	-690	893	-180		
г/г	-335	721	-501	945	122
Funding flow ⁽⁵⁾	109	-164	547	4,943	2,798

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

Компания ДТЭК опубликовала операционные результаты за 1 кв19: генерация электроэнергии сократилась на 17% г/г.

Добыча угля холдинга не изменилась г/г, но уменьшилась на 10% кв/кв. Средняя цена продажи электричества за мВт-ч украинскими ТЭС в оптовый рынок прибавила 17% кв/кв и 10% г/г в долларовом эквиваленте.

Наш взгляд: Опубликованные результаты оказались несколько хуже наших ожиданий как в отношении объемов генерации, которые сократились по сравнению с сектором в целом (даже с учетом поправки на окончание действия контракта с Киевэнерго), так и касательно добычи угля, где спад кв/кв существенно превысил динамику по рынку (-5%). Несмотря на то, что средняя оптовая цена реализации электроэнергии ДТЭК несколько превысила наш прогноз (мы ожидаем на 2019 +7% г/г), маржа компании будет в конечном итоге зависеть от себестоимости и операционных затрат на мВт-ч, которые, на сегодняшний день, остаются непредсказуемыми. Согласно отчетности за 4к18, сумма данных индикаторов находится на 30% ниже среднего за 9м18, что может являться как результатом временных факторов, так и долгосрочным трендом, сформированным изъятием из отчетности компании сегмента дистрибуции (который мог являться убыточным). Прогнозируемость ситуации также усложнена неопределенностью касательно возможности ДТЭК в будущем реализовывать электроэнергию по текущим ценам, учитывая грядущие изменения правил функционирования рынка с 1 июля (возможны задержки). Отдельно от этого, существует риск ухудшения для компании регуляторных условий в связи с приходом к власти новых политических сил, особенно на фоне уже озвученной негативной риторики в массмедиа. В целом, принимая во внимание все вышесказанное, мы снижаем наш годовой прогноз EBITDA к более консервативной отметке в 1.1 млрд \$ с 1.3 млрд \$ ранее. При этом, поскольку наш базовый прогнозный сценарий все еще предполагает коэффициент закредитованности равный лишь 1.4 на конец декабря, мы считаем, что еврооблигации холдинга остаются умеренно привлекательными, ввиду высокой премии по доходности к суверенной кривой (порядка 250 бп). Рекомендацию по бумагам мы понижаем до «держать».

Операционные результаты ДТЭК за 1 кв19

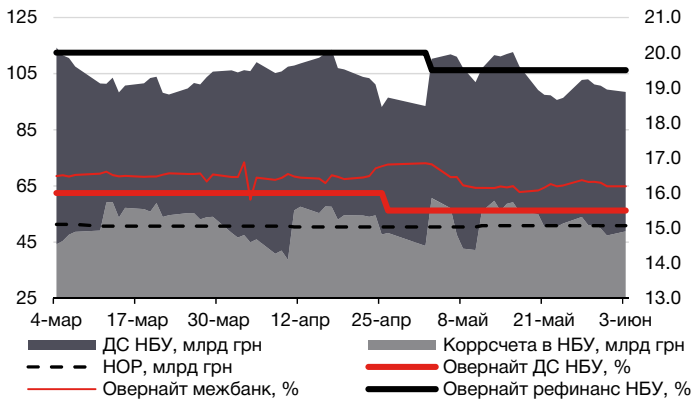
	1 кв19	1 кв18	г/г	4 кв18	кв/кв
Добыча угля, млн т	5.8	5.8	0%	6.4	-10%
Производство э/э, ТВт-ч	8.2	9.9	-17%	9.4	-13%
Передача э/э, ТВт-ч	10.1	12.0	-16%	11.5	-12%
Цена на э/э, грн/мВт-ч ¹	1,942	1,771	10%	1,659	17%
Цена на э/э, \$/мВт-ч	71.1	64.9	10%	59.3	20%

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

Источник: данные компании, НКРЭКУ, Adamant Capital

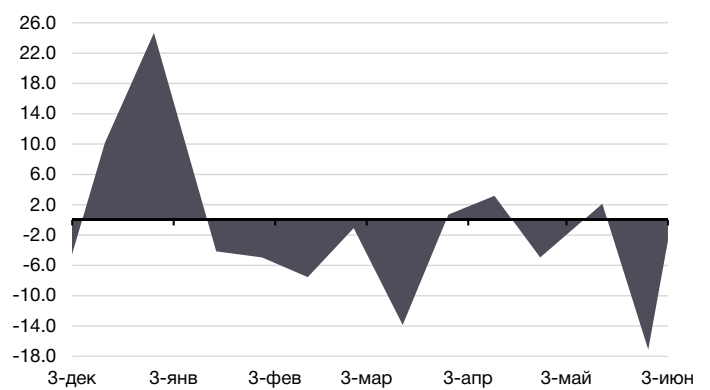
Приложение

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



Источник: НБУ, Adamant Capital

Приток от Госказначейства и ФГВФЛ в систему¹, млрд грн

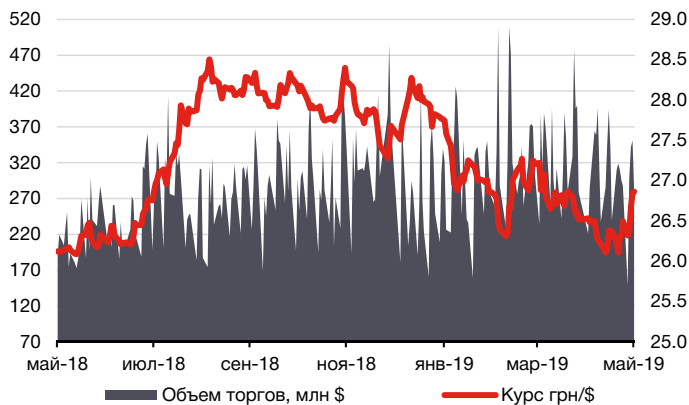


Точки на графике демонстрируют суммарные притоки по фискальному каналу за две недели
(1) Банковская система
Источник: НБУ

Ликвидность локального рынка (сумма коррсчетов в НБУ и депозитных сертификатов) сократилась на 4.3 млрд грн до 98.5 млрд грн за неделю. Министерство финансов 4 июня разместило облигации в гривне с погашением в сентябре 2019, декабре 2019, мае 2020, августе 2021 и мае 2022 с доходностью 18.0%, 18.5%, 18.5%, 17.95% и 17.0%, соответственно, а также в долларах США с погашением в январе 2020, мае 2020, июне 2021 и августе 2020 с доходностью 7.25%, 7.25%, 7.75% и 3.85% (последняя с возможностью досрочной амортизации), соответственно. Размещены были также облигации в евро с погашением в ноябре 2019 и июне 2020 с доходностью 4.6%. Общие заимствования составили 1.8 млрд грн, 205.5 млн \$ и 35.4 млн евро.

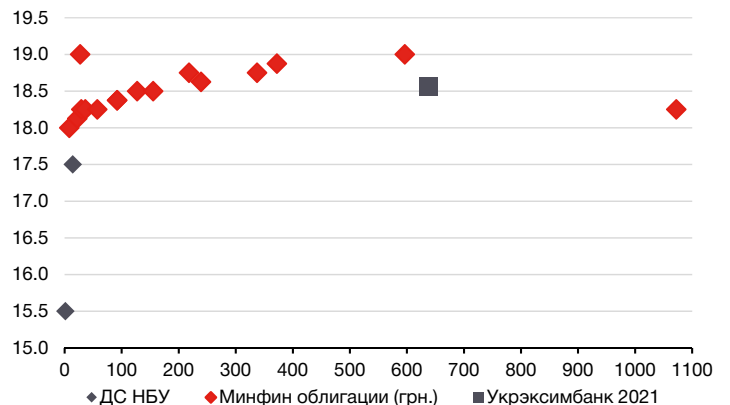
Межбанковский курс грн/\$ на этой неделе девальвировал на 3.2%, открывшись на отметке 26.38 и закрывшись к концу на уровне 27.23.

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



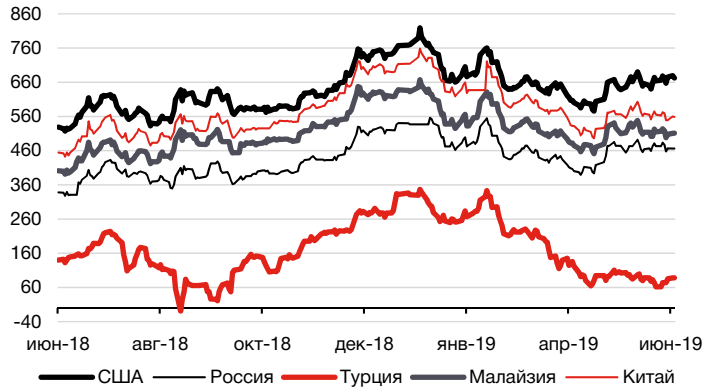
На основе официальных данных межбанковского рынка
Источник: НБУ

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



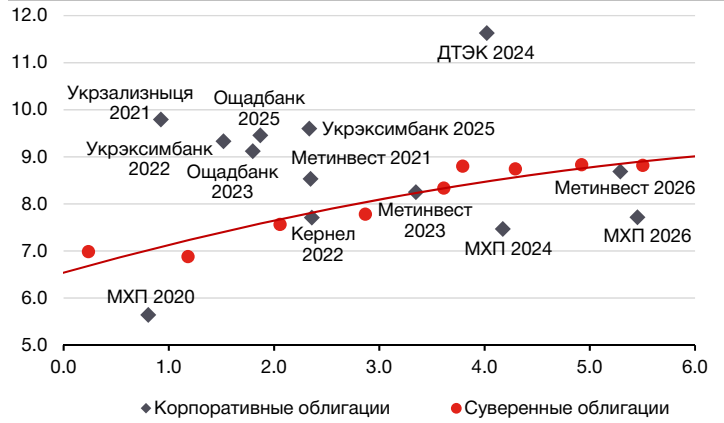
Источник: НБУ, Bloomberg, Adamant Capital

Премия 10 летней доходности Украины к другим странам, бп



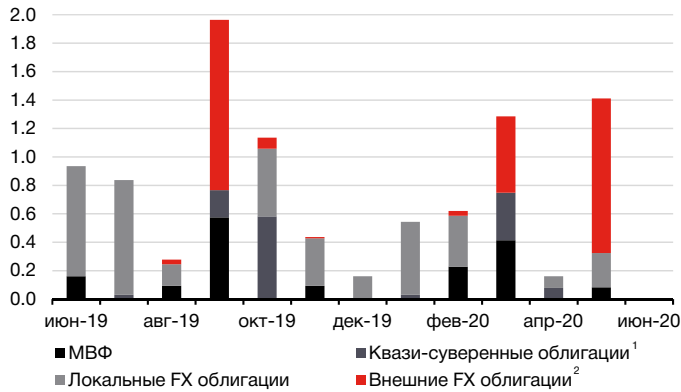
Источник: Bloomberg, Adamant Capital

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



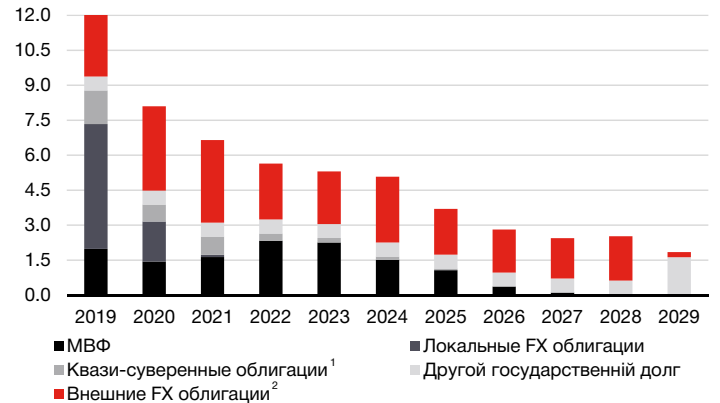
Источник: Bloomberg, Adamant Capital

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



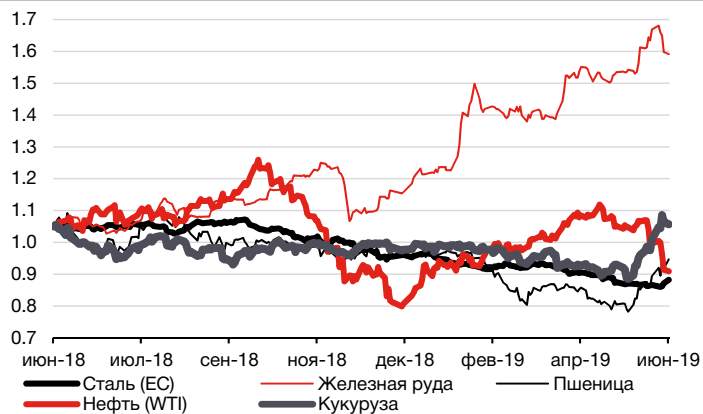
Процентные платежи включены в каждую категорию
 (1) Долг государственных банков, Укрзалізниця и муниципалитетов
 (2) Включают кредитные гарантии США
 Источник: Bloomberg, Adamant Capital

График погашения внешнего долга Украины на 2019-29, млрд \$



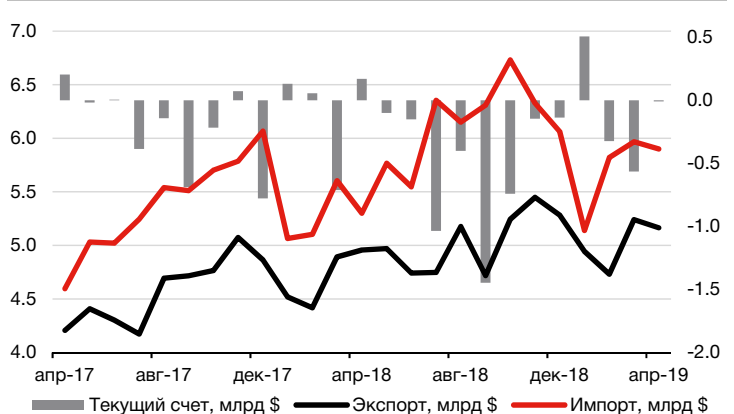
Процентные платежи включены в каждую категорию, амортизационные выплаты по локальным FX облигациям включены с сентября 2018
 (1) Долг государственных банков, Укрзалізниця и муниципалитетов
 (2) Включают кредитные гарантии США
 Источник: Bloomberg, Adamant Capital

Мировые индексы цен на сырье



Все индексы приведены с базисом 1. Используются следующие котировки: Platts TSI HRC N Europe; 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								
	2017	1кв18	2кв18	3кв18	4кв18	2018	1кв19П	2019П
Рост реального ВВП, г/г %	2.5%	3.3%	3.8%	2.8%	3.5%	3.3%	2.2%	2.8%
Номинальный ВВП, млрд грн	2,984	705	811	995	1,048	3,559	795	4,024
Номинальный ВВП, млрд \$	113	26	31	36	37	131	29	141
Рост дефлятора ВВП, г/г % ¹	22.1%	15.1%	17.4%	16.0%	13.5%	15.0%	10.4%	10.0%
ИПЦ (средний за период), г/г %	14.5%	13.8%	11.6%	8.9%	9.7%	11.0%	9.1%	8.8%
ИПЦ (на конец периода), г/г %	13.7%	13.2%	9.9%	8.9%	9.8%	9.8%	9.2%	6.8%
Дефицит бюджета, % ВВП ^{1,2,6}	1.4%	0.4%	-1.7%	-0.4%	7.9%	1.9%	1.1%	2.3%
Широкий дефицит бюджета, % ВВП ³	4.0%	0.4%	-1.2%	-0.4%	8.3%	2.2%	1.1%	2.3%
Государственный долг, % ВВП	71.8%	66.3%	61.6%	62.1%	60.9%	60.9%	58.8%	56.2%
Внешний государственный долг, % ВВП ⁴	43.5%	41.6%	38.6%	37.6%	38.6%	38.6%	37.6%	35.6%
Общий внешний долг, млрд \$	115	115	114	114	115	115	115	112
Экспорт товаров и услуг, млрд \$	53.9	13.8	14.7	14.6	16.0	59.1	14.9	60.8
Импорт товаров и услуг, млрд \$	62.5	15.8	16.6	18.8	19.1	70.3	16.9	72.4
Сальдо торгового баланса, млрд \$	-8.6	-1.9	-1.9	-4.2	-3.1	-11.2	-2.0	-11.6
Текущий счет, млрд \$	-2.4	-0.5	-0.1	-2.9	-1.0	-4.5	-0.4	-4.0
Финансовый счет, млрд \$ ⁵	-5.0	-0.3	-0.7	-2.1	-4.3	-7.4	-0.7	-3.4
Резервы НБУ, млрд \$	18.8	18.2	18.0	16.6	20.8	20.8	20.6	19.5
Средний курс на межбанке, грн/\$ ⁷	26.5	27.3	26.2	27.4	28.0	27.2	27.3	28.5
Курс на межбанке (на конец периода), грн/\$	28.1	26.3	26.3	28.3	27.7	27.7	27.2	30.0
Учетная ставка НБУ (на конец периода), %	14.5%	17.0%	17.0%	18.0%	18.0%	18.0%	17.5%	17.0%

(1) Квартальные показатели рассчитываются при помощи данных за прошлые 12 мес

(2) Исключает весь дефицит, не включенный в официальные 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	-	7.8	сен-19	7.0	100.1	0.0	0.2	661
Украина 2023	Держать	-	7.8	сен-23	8.3	97.9	1.0	3.6	1,355
Украина 2024	Держать	-	9.0	фев-24	8.8	100.7	1.0	3.8	750
Украина 2027	Держать	-	7.8	сен-27	8.9	93.5	1.2	6.0	1,307
Украина 2028	Держать	-	9.8	ноя-28	9.2	103.1	1.1	6.4	1,600
Украина 2032	Держать	-	7.4	сен-32	8.8	88.9	1.2	8.0	3,000
МХП 2024	Держать	23-апр-19	7.8	май-24	7.5	101.1	-0.1	4.2	500
МХП 2026	Держать	23-апр-19	7.0	апр-26	7.7	96.0	0.2	5.5	550
ДТЭК 2024	Держать	4-июн-19	10.8	дек-24	11.6	96.5	0.3	4.0	1,344
Метинвест 2023	Держать	28-мая-19	7.8	апр-23	8.2	98.4	0.1	3.3	945
Метинвест 2026	Держать	28-мая-19	8.5	апр-26	8.7	99.0	0.3	5.3	648
Укрлендфарминг в дефолте	Продавать	13-июн-17	10.9	мар-18	нс	14.3	0.2	нс	543
Авангард в дефолте	Продавать	9-апр-19	10.0	окт-18	нс	17.9	0.0	нс	214
ПриватБанк в дефолте (10.250)	-	-	10.3	янв-18	нс	30.3	-0.8	нс	160
ПриватБанк в дефолте (10.875)	-	-	10.9	фев-21	нс	30.3	0.0	нс	175
Ощадбанк 2023	Покупать	14-мая-19	9.4	мар-23	9.1	100.8	0.2	1.8	280
Ощадбанк 2025	Покупать	14-мая-19	9.6	мар-25	9.5	100.7	0.9	1.9	500
Укрэксимбанк 2021 (в гривне)	-	-	16.5	мар-21	19.2	96.1	0.3	1.5	150
Укрэксимбанк 2022	Покупать	14-мая-19	9.6	апр-22	9.3	100.7	0.4	1.5	375
Укрэксимбанк 2025	Покупать	14-мая-19	9.8	янв-25	9.6	100.6	0.3	2.3	600
Укрзализныця 2021	Покупать	7-мая-19	9.9	сен-21	9.8	100.1	-0.1	0.9	350
Кернел 2022	Покупать	28-мая-19	8.8	янв-22	7.7	102.4	0.1	2.4	500

Примечание: поскольку мы оцениваем украинские бумаги относительно друг-друга внутри группы, рекомендация по суверенным облигациям всегда – «Держать»

Источник: Bloomberg, Adamant Capital

Календарь событий на 2 недели		
Событие	Тип даты	Дата
НБУ - пересмотр учетной ставки	Точная	6-июн
НБУ - статистика по международным резервам	Точная	7-июн
ГССУ - статистика по инфляции	Точная	10-июн
МХП - финансовые результаты за 1кв19	Точная	12-июн
ГССУ - статистика по сельхозпроизводству	Точная	14-июн

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 скопирована или воспроизведена без предварительного согласия Adamant Capital.