

Еженедельный обзор

- Дефицит текущего счета в июле увеличился на 0.4 млрд \$ г/г до 0.6 млрд \$
- Партия Зеленского утвердила новое правительство и отменила депутатскую неприкосновенность
- EBITDA компании Авангард за 1п19 сократилась на 68 млн \$ г/г до -76 млн \$
- EBITDA компании ДТЭК во 2кв19 сократилась на 55% г/г до 104 млн \$

Дефицит текущего счета в июле увеличился на 0.4 млрд \$ г/г до 0.6 млрд \$. Агрегированный показатель за последние двенадцать месяцев составил 3.5 млрд \$, по сравнению с 3.4 млрд \$ год назад. Месячный торговый баланс улучшился на 0.2 млрд \$ г/г до -1.4 млрд \$. Финансовый счет продемонстрировал приток в размере 1.8 млрд \$.

Наше мнение: Дефицит ТС в июле оказался существенно ниже ожиданий (на 0.8 млрд \$) на фоне более высоких объемов экспорта сельскохозяйственной продукции. Поставки кукурузы увеличились больше, чем вдвое по сравнению с аналогичным периодом прошлого года, оставив, скорее всего, совсем небольшие переходящие остатки на последние два месяца текущего сезона (новый начинается в октябре). Чуть менее значительный рост наблюдался и в экспорте подсолнечного масла. Наконец, продажи рапа также ускорились по сравнению с 2018 годом, предположительно, в результате более раннего времени сбора урожая. Данные факторы, однако, существенно не повлияли на нашу оценку ТС за 2019 год поскольку ожидаемые объемы поставок данной продукции за маркетинговый сезон остались без изменений. Кроме того, опубликованные данные также наметили тенденцию более активного импорта машин и оборудования, которая снова возникла в июле после замедления в марте-мае (ключевыми драйверами были электрооборудование и автомобили). Таким образом, наш прогноз дефицита ТС в 2019 году остается неизменным на уровне 4.5 млрд \$ (2.9% ВВП).

На позитивную динамику финансового счета в июле в первую очередь повлияли продажи ОВГЗ в гривне нерезидентам на сумму 1.2 млрд \$. Среди других значимых факторов мы отмечаем выпуск еврооблигаций Нафтогаза и Укрзалізниця на общую сумму 1.5 млрд \$. Поскольку полученные средства последними были размещены на счетах украинских банков, чистые активы этого сектора продемонстрировали аналогичное увеличение. ПИИ составили всего 0.2 млрд \$.

Показатели платежного баланса, млн \$

	июл-19	июн-19	май-19	12 мес	12 мес-1
Экспорт:	5,549	4,698	5,658	61,990	57,364
м/м	18%	-17%	10%		
г/г	17%	-1%	14%	8%	13%
Импорт:	6,939	5,860	6,304	73,569	67,343
м/м	18%	-7%	7%		
г/г	9%	5%	9%	9%	15%
ТБ ⁽¹⁾ :	-1,390	-1,162	-646	-11,579	-9,979
м/м	-228	-516	119		
г/г	236	-348	160	-1,600	-2,413
ТС ⁽²⁾ :	-609	-407	229	-3,509	-3,393
м/м	-202	-636	281		
г/г	381	163	308	-116	-1,535
ФС ⁽³⁾ :	-1,852	-1,616	984	-8,231	-5,317
м/м	-236	-2,600	990		
г/г	-1,062	-695	1,329	-2,914	-1,907
ПБ ⁽⁴⁾ :	1,280	1,210	-750	4,764	1,939
м/м	70	1,960	-705		
г/г	1,450	835	-1,016	2,825	346
Funding flow ⁽⁵⁾ :	2,347	962	452	6,631	3,045

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

Партия Зеленского утвердила новое правительство и отменила депутатскую неприкосновенность. Алексей Гончарук (35 лет) – новое лицо в политике, вступил в должность Премьер-министра 29 августа. Обещая рост ВВП в 5-7% в год, он привел с собой команду молодых технократов, большинство из которых ранее не было известно широкой общественности. Структура исполнительной власти была несколько изменена: некоторые министерства объединили, а также создали одно новое – Министерство цифровой трансформации. Из 24 членов предыдущего правительства свои кресла сохранили только двое – Арсен Аваков, Министр внутренних дел и Оксана Маркарова, которая осталась во главе Министерства финансов. Однопартийное большинство в парламенте в течение первой недели работы проголосовало за снятие депутатской неприкосновенности с 1 января 2020 года. Во время первой встречи с новым Кабинетом Министров, Президент изложил свое видение приоритетов на ближайшую перспективу, среди которых законодательное утверждение отмены моратория на продажу сельхозземель до 1 декабря, начало масштабной приватизации – к 1 апреля, реформа регулирования небанковского финансового сектора (принятие закона о «сплите») и ряд других инициатив, направленных на улучшение делового климата в Украине.

Наше мнение: Новый парламент показал очень сильный старт, и мы считаем, что состав Кабинета Министров, по большей части, многообещающий. Однако, решение оставить у власти Арсена Авакова (который, по слухам, близок к Коломойскому) и пригласить в команду Дмитрия Дубилета (сын одного из членов правления ПриватБанка до национализации), вызывает определенные опасения. Тем не менее, план действий, озвученный Президентом и Премьер-министром, выглядит очень амбициозным и ориентированным на реформы.

EBITDA компании Авангард за 1п19 сократилась на 68 млн \$ г/г до -76 млн \$ (без учета обесценения активов). Выручка выросла на 25% до 85 млн \$. Чистая прибыль упала на 75 млн \$ до -111 млн \$. Операционный денежный поток до изменений в оборотном капитале сократился на 35 млн \$ до -30 млн \$, а после – составил -6 млн \$. Поскольку 12 месячная EBITDA стала отрицательной, показатель соотношения долга к доходам потерял смысловую нагрузку. Согласно официальному заявлению, Авангард все еще находится в процессе переговоров о реструктуризации с держателями еврооблигаций (проценты не выплачиваются с октября 2017).

Наше мнение: С учетом того, что показатель EBITDA за шесть месяцев достиг своего самого низкого уровня за всю историю, бизнес-модель Авангарда по-прежнему выглядит абсолютно неустойчивой, и не дает надежды на улучшение ситуации в ближайшей перспективе. Сравнение результатов холдинга с аналогами, к примеру компанией Овостар, демонстрирует картину происходящего еще более ярко. Так, последней удалось сгенерировать 1.02 цента операционного денежного потока (до вложений в оборотный капитал) на одно произведенное яйцо за полугодие против -1.69 цента у Авангарда. Отметим, что данный показатель не включает необъяснимый убыток в размере 44 млн \$ понесенный эмитентом от переоценки биологических активов. Как и ранее, мы считаем, что взыскание задолженности даже при условии, что основная сумма будет существенно уменьшена в результате переговоров с кредиторами является маловероятным, и оставляем нашу рекомендация по бумагам на отметке «продавать».

Результаты компании Авангард за 1П19, млн \$

	1П19	1П18	г/г	2П18	п/п
Выручка	85	68	25%	102	-17%
EBITDA ¹	-76	-8	нс	16	-580%
<i>EBITDA маржа</i>	-90%	-11%	-79пп	16%	-105пп
Обесценение активов	-10	0	нс	0	нс
Прибыль	-111	-36	нс	-20	нс
<i>Прибыль маржа</i>	-131%	-53%	-78пп	-19%	-112пп
OCF before WC ²	-30	5	-651%	-19	нс
OCF ³	-6	5	-213%	12	-149%
FCF ⁴	-22	4	-701%	-1	нс
Общий долг	391	387	1%	367	7%
Чистый долг	391	367	6%	347	13%
Чистый долг/EBITDA	нс	47	нс	42	нс
Производ. яиц, млн шт	1,777	1,232	44%	1,393	28%
Продажа яиц, млн шт	1,585	826	92%	1,280	24%
Продажа яйцепрод, т	2,282	3,433	-34%	7,681	-70%
Цена на яйцо, грн/шт	1.23	1.62	-24%	1.50	-18%
Цена на яйцо, ¢/шт	4.57	6.06	-25%	5.42	-16%
Цена яйцепрод, \$/kg	3.84	3.70	4%	3.32	16%
Общ средняя цена ⁵ , ¢	4.59	5.70	-19%	5.01	-8%
EBITDA/яйцо ⁶ , ¢/шт	-4.30	-0.68	нс	0.83	-615%

Примечание: ¢ - цент США

(1) Исключая обесценение активов

(2) Операционный денежный поток до изменений в оборотном капитале

(3) Операционный денежный поток

(4) Свободный денежный поток

(5) Средневзвешенная цена реализации яиц в скорлупе и яйцепродуктов (в пересчете на яйцо)

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

Источник: данные компании, Adamant Capital

ЕВITDA компании ДТЭК во 2кв19 сократилась на 55% г/г до 104 млн \$, согласно консолидированным неаудированным результатам. Выручка снизилась на 42% частично на фоне присутствия вклада от сегмента дистрибуции в предыдущем периоде (анбандлинг произошел только в 4кв18). Чистая прибыль упала на 195 млн \$ до -155 млн \$, отражая, в том числе, слабые операционные результаты. В то же время, операционный денежный поток сократился лишь на 16% г/г в связи с более низкими вложениями в оборотный капитал (отток против 50 млн \$ прибавки в прошлом году). Свободный денежный поток составил -41 млн \$ поскольку капитальные инвестиции увеличились на 47% г/г, достигнув 107 млн \$. Соотношение чистого долга к 12 месячной ЕВITDA осталось на прежнем уровне 2.0.

Наше мнение: Опубликованный показатель ЕВITDA за квартал оказался удивительно низким и отражает не только падение средних оптовых цен на электроэнергию на 18% г/г, но и рост расчетной себестоимости производства на единицу выхода (равна разнице между маржой и ценой продажи) на 30% кв/кв. Учитывая то, что сегмент дистрибуции уже изъят из отчетности, наличие последнего факта особенно трудно поддается объяснению. Допуская возможность влияния временных факторов, мы использовали средние значения стоимости генерации за первые 6 месяцев года для прогноза на ближайшие периоды. Поскольку новый рынок электроэнергии начал работать только с 1 июля, оценки относительно выручки компании также являются довольно затруднительными. Указанная средняя цена за МВтч (взвешенная по объемам торгов на внутрисуточном и рынке «на сутки вперед») за июль и первые 20 дней августа составляет 1,650 грн, однако на текущий момент достоверно не известно сопоставимо ли это значение с ранее публикуемым Энергорынком. В целом, исходя из новых данных, мы понижаем наш прогноз ЕВITDA ДТЭК за 12 месяцев до 750 млн \$ с 1.1 млрд \$ ранее. Принимая во внимание падение качества доходов компании, мы оставляем рекомендацию по бумагам данного эмитента на отметке «держать», несмотря на наличие премии по доходности к суверенной кривой в размере 500 бп.

Результаты ДТЭК за 2кв19, млн \$

	2кв19	2кв18	г/г	1кв19	кв/кв
Выручка	816	1,406	-42%	1,163	-30%
ЕВITDA ¹	104	230	-55%	306	-66%
ЕВITDA маржа	13%	16%	-4pp	26%	-14pp
Чистая прибыль	-155	40	-483%	151	-203%
Чистая маржа	-19%	3%	-22pp	13%	-32pp
OCF ²	65	78	-16%	55	19%
Сарех ³	107	73	47%	58	83%
FCF ⁴	-41	6	нс	-3	нс
Цена на э/э, грн/МВт-ч ⁵	1,562	1,897	-18%	1,928	-19%
Цена на э/э, \$/МВт-ч	58.8	72.5	-19%	70.6	-17%
Производство э/э, ТВт-ч	7.6	7.6	1%	8.2	-7%
ЕВITDA/МВт, \$	13.6	30.4	-55%	37.3	-63%
Чистый долг	1,936	1,996	-3%	1,896	2%
Чистый долг/ ЕВITDA ⁶	2.0	2.0	0%	1.7	16%

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

(2) Денежный поток от операционной деятельности

(3) Капитальные инвестиции

(4) Свободный денежный поток

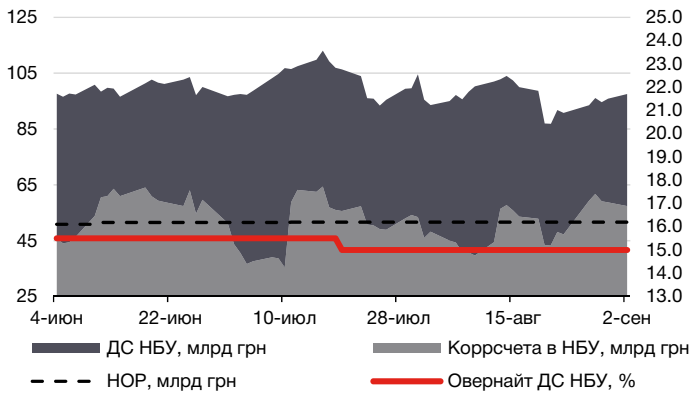
(5) Средняя цена продажи электроэнергии украинских ТЭС в оптовый рынок

(6) ЕВITDA за последние 12 месяцев

Источник: данные компании, Adamant Capital

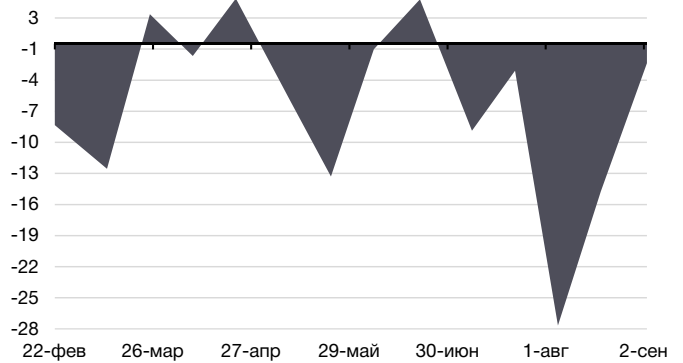
Приложение

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



Источник: НБУ, Adamant Capital

Приток от Госказначейства и ФГВФЛ в систему¹, млрд грн

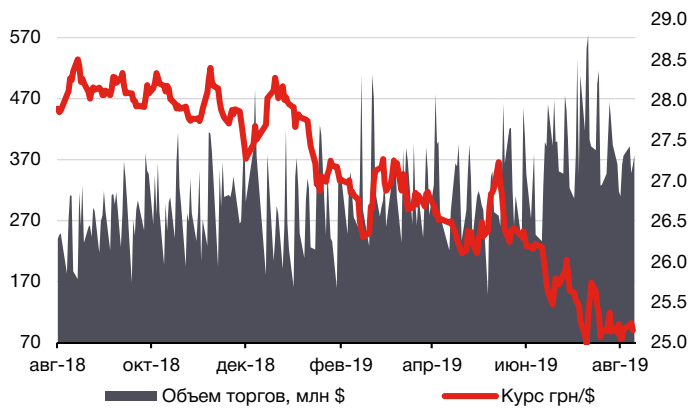


Точки на графике демонстрируют суммарные притоки по фискальному каналу за 10 рабочих дней
(1) Банковская система
Источник: НБУ

Ликвидность банковской системы (сумма коррсчетов в НБУ и депозитных сертификатов) увеличилась на 3.6 млрд грн до 97.1 млрд грн за неделю. Министерство финансов 3 сентября разместило облигации в гривне с погашением в декабре 2019, августе 2020 и августе 2022 с доходностью 16.25%, 15.95% и 16.00% соответственно. Общие заимствования составили 1.9 млрд грн.

Межбанковский курс грн/\$ на этой неделе (с понедельника по понедельник) девальвировал на 0.54%, открывшись на отметке 25.17 и закрывшись на уровне 25.31.

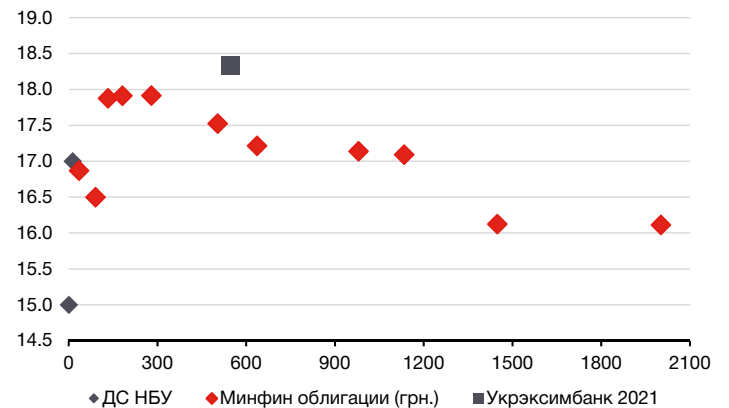
Курс валюты (пш) и объем межбанковских торгов (лш)



На основе официальных данных межбанковского рынка

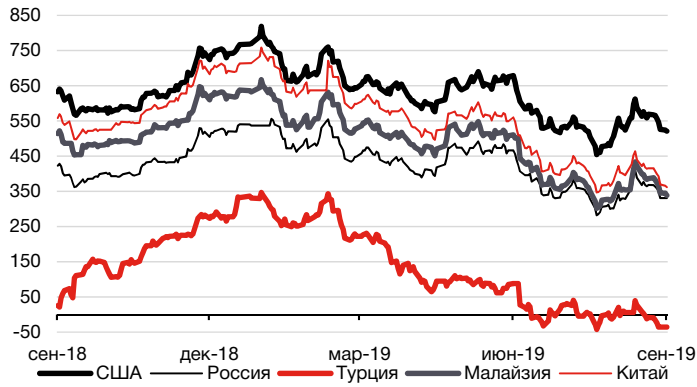
Источник: НБУ

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



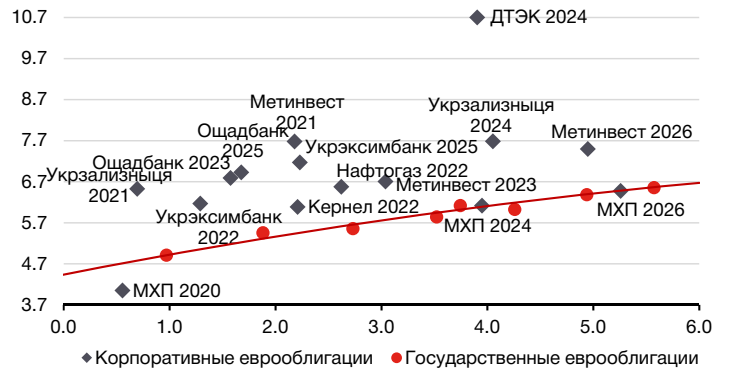
Источник: НБУ, Bloomberg, Adamant Capital

Премия 10 летней доходности Украины к другим странам, бп



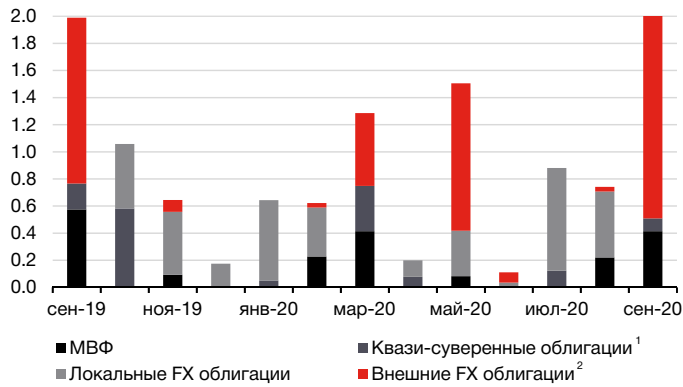
Источник: Bloomberg, Adamant Capital

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



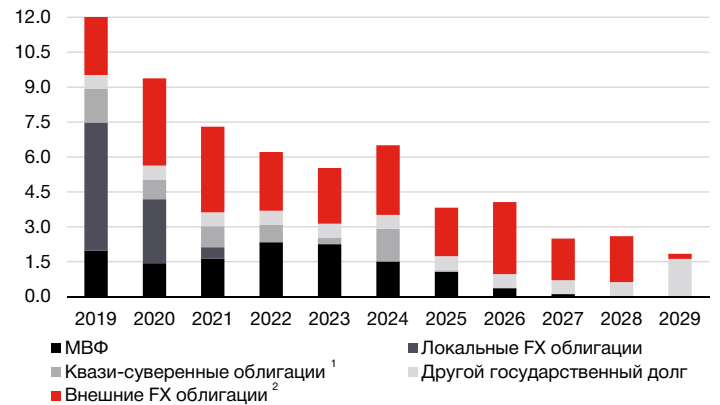
Источник: Bloomberg, Adamant Capital

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



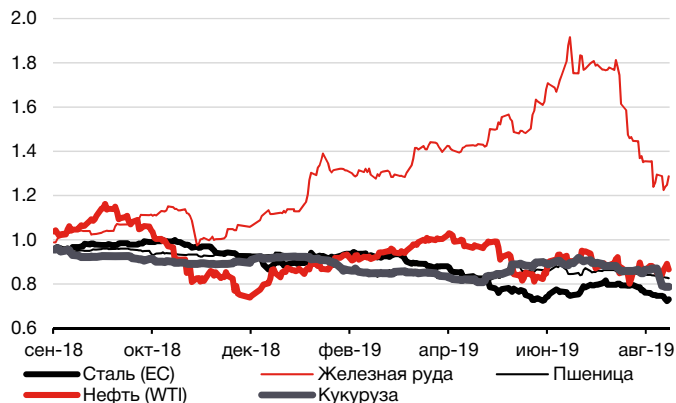
Процентные платежи включены в каждую категорию
(1) Долг государственных банков, Укрзалізниця и муниципалитетов
(2) Включают кредитные гарантии США
Источник: Bloomberg, Adamant Capital

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



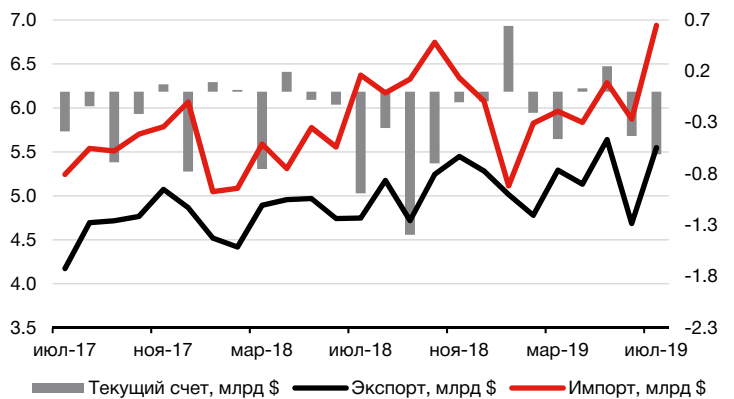
(1) Долг государственных банков, Укрзалізниця и муниципалитетов
(2) Включают кредитные гарантии США
Источник: Bloomberg, Adamant Capital

Мировые индексы цен на сырье



Все индексы приведены с базисом 1. Используются следующие котировки: HRC futures (USA); China Iron Ore 62% Fe; Wheat Futures (Black Sea); WTI Crude Oil Futures; Corn Futures (Black Sea)
Источник: Bloomberg, Adamant Capital

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



Источник: НБУ

Основные макроэкономические показатели								
	1кв18	2кв18	3кв18	4кв18	2018	1кв19	2кв19П	2019П
Рост реального ВВП, г/г %	3.3%	3.8%	2.8%	3.5%	3.3%	2.5%	4.6%	3.3%
Номинальный ВВП, млрд грн	705	811	995	1,048	3,559	807	950	4,078
Номинальный ВВП, млрд \$	26	31	36	37	131	30	36	154
Рост дефлятора ВВП, г/г % ¹	15.1%	17.4%	16.0%	13.5%	15.0%	11.7%	12.0%	10.9%
ИПЦ (средний за период), г/г %	13.8%	11.6%	8.9%	9.7%	11.0%	8.9%	9.1%	8.3%
ИПЦ (на конец периода), г/г %	13.2%	9.9%	8.9%	9.8%	9.8%	8.6%	9.0%	6.0%
Дефицит бюджета, % ВВП ^{1,2}	0.4%	-1.7%	-0.4%	7.9%	1.9%	1.1%	1.0%	2.3%
Широкий дефицит бюджета, % ВВП ³	0.4%	-1.2%	-0.4%	8.3%	2.2%	1.1%	1.0%	2.3%
Государственный долг, % ВВП	66.3%	61.6%	62.1%	60.9%	60.9%	58.6%	55.3%	53.9%
Внешний государственный долг, % ВВП ⁴	41.6%	38.6%	37.6%	38.6%	38.6%	37.5%	35.9%	33.3%
Общий внешний долг, млрд \$	115	114	114	115	115	114	114	113
Экспорт товаров и услуг, млрд \$	13.8	14.7	14.6	16.0	59.1	15.1	15.5	62.2
Импорт товаров и услуг, млрд \$	15.7	16.6	18.9	19.2	70.4	16.9	18.0	75.0
Сальдо торгового баланса, млрд \$	-1.9	-2.0	-4.2	-3.2	-11.3	-1.8	-2.5	-12.8
Текущий счет, млрд \$	-0.6	0.0	-2.7	-0.9	-4.3	0.0	-0.2	-4.5
Финансовый счет, млрд \$ ⁵	-0.4	-0.6	-2.0	-4.2	-7.1	-0.4	-0.8	-6.7
Резервы НБУ, млрд \$	18.2	18.0	16.6	20.8	20.8	20.6	20.6	22.3
Средний курс на межбанке, грн/\$ ⁶	27.3	26.2	27.4	28.0	27.2	27.3	26.6	26.4
Курс на межбанке (на конец периода), грн/\$	26.3	26.3	28.3	27.7	27.7	27.2	26.2	26.3
Учетная ставка НБУ (на конец периода), %	17.0%	17.0%	18.0%	18.0%	18.0%	17.5%	17.5%	16.0%

(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 РГББ МВФ

(6) 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	7.2	100.0	-0.1	0.1	661
Украина 2023	Держать	-	7.8	сен-23	6.3	105.2	-1.5	3.5	1,355
Украина 2024	Держать	-	9.0	фев-24	6.5	109.5	-1.1	3.8	750
Украина 2027	Держать	-	7.8	сен-27	7.1	103.7	-1.1	6.0	1,307
Украина 2028	Держать	-	9.8	ноя-28	7.5	114.6	-1.3	6.4	1,600
Украина 2032	Держать	-	7.4	сен-32	7.4	99.7	-0.9	8.1	3,000
Авангард, в дефолте	Продавать	9-апр-19	10.0	окт-18	121.0	8.3	0.2	нс	214
ДТЭК 2024	Держать	13-июн-19	10.8	дек-24	9.8	103.6	-1.0	4.0	1,344
Кернел 2022	Покупать	23-июл-19	8.8	янв-22	6.2	105.8	-0.3	2.3	500
Метинвест 2023	Держать	30-июл-19	7.8	апр-23	6.5	104.2	-0.3	3.0	945
Метинвест 2026	Держать	30-июл-19	8.5	апр-26	7.4	105.5	-0.6	5.0	648
МХП 2024	Держать	23-июл-19	7.8	май-24	6.2	106.4	-0.2	4.0	500
МХП 2026	Держать	23-июл-19	7.0	апр-26	6.5	102.2	-0.3	5.3	550
Нафтогаз 2022	-	-	7.4	июл-22	6.6	101.9	-0.6	2.7	335
Нафтогаз 2024 (в евро)	-	-	7.1	июл-24	6.6	102.1	-0.9	4.3	672
Ощадбанк 2023	Покупать	14-мая-19	9.4	мар-23	6.7	104.4	-0.4	1.7	280
Ощадбанк 2025	Покупать	14-мая-19	9.6	мар-25	7.0	104.5	-0.7	1.7	500
ПриватБанк (10.250), в дефолте	-	-	10.3	янв-18	33.9	30.3	0.1	нс	160
ПриватБанк (10.875), в дефолте	-	-	10.9	фев-21	36.9	29.5	0.0	нс	175
Укрзалізниця 2021	Покупать	7-мая-19	9.9	сен-21	6.6	102.5	-0.3	0.8	350
Укрзалізниця 2024	-	-	8.3	июл-24	7.6	102.5	-0.2	4.1	500
Укрлендфарминг, в дефолте	Продавать	13-июн-17	10.9	мар-18	18.3	97.6	0.4	1.3	543
Укрэксимбанк 2021 (в гривне)	-	-	16.5	мар-21	6.3	104.5	-0.5	1.4	150
Укрэксимбанк 2022	Покупать	14-мая-19	9.6	апр-22	7.3	105.5	-0.6	2.3	375
Укрэксимбанк 2025	Покупать	14-мая-19	9.8	янв-25	108.7	10.0	0.0	нс	600

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

Источник: Bloomberg, Adamant Capital

Календарь событий на 1 неделю		
Событие	Тип даты	Дата
НБУ - пересмотр учетной ставки	Точная	5-сен
НБУ - статистика по международным резервам	Точная	6-сен
МХП - финансовые результаты за 2кв19	Точная	6-сен
ГССУ - статистика по инфляции	Точная	9-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

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 скопирована или воспроизведена без предварительного согласия Adamant Capital.