

Еженедельный обзор

- Консолидированный выход основных секторов экономики в июне сократился на 11.4% г/г
- Украина разместила еврооблигации на сумму 2.0 млрд \$ со сроком обращения 12 лет и доходностью 7.25%
- НБУ оставил учетную ставку равной 6.0%
- МХП опубликовал операционные результаты за 2кв20: средние цены на мясо упали на 16% г/г
- Реструктуризация ДТЭК: купон по еврооблигациям может быть уменьшен до 6.56% с текущих 10.75%

Консолидированный выход основных секторов экономики в июне сократился на 11.4% г/г, согласно нашему расчетному индексу ИСП. Промышленное производство упало на 5.6% (7.1% с учетом коррекции на сезонность), демонстрируя существенное улучшение по сравнению с маем (-11.2% и -11.7% г/г соответственно). Согласно нашим оценкам, объем транспортных перевозок снизился на 19.6% г/г, а внутренняя торговля (и розница, в частности) выросла на 1.4%. Выход сельскохозяйственной продукции сократился на 40.6%.

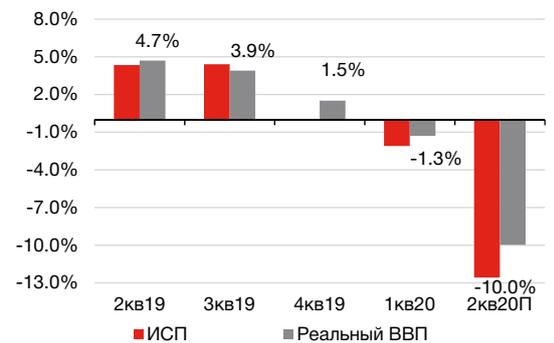
Наше мнение: Динамика консолидированного выпуска наблюдаемой части экономики (измеряется ИСП) оказалась существенно слабее, чем мы ожидали, ввиду более значительного сокращения выхода сельскохозяйственного сектора (объясняет 63% общего падения). Последнее было вызвано более поздним, по сравнению с прошлым годом, стартом уборочной кампании (по состоянию на 2 июля аграрии собрали всего 0.2 млн т пшеницы против 3.4 млн т в 2019). Согласно нашим оценкам, в июле этот разрыв уменьшится до 10% и будет компенсирован ростом в следующих периодах, поскольку согласно последним прогнозам (USDA), общий объем урожая в этом сезоне должен быть не ниже предыдущего.

Дополнительным сюрпризом для нас стало более медленное восстановление сектора транспортных услуг. Несмотря на возобновление УЖД продаж билетов с 1 июня, объемы пассажирских перевозок составили всего 15% от прошлогодних. Пассажирооборот авиационного транспорта снова практически отсутствовал (-98% г/г).

Выход промышленной продукции, напротив, совпал с ожиданиями. Положительное влияние на этот показатель оказало, предполагаемое нами увеличение производства металлургических предприятий и ТЭС. Объемы розничной торговли также не разочаровали, продемонстрировав рост впервые с начала пандемии.

В целом, опубликованные данные позволяют сделать вывод, что падение реального ВВП во 2кв20 будет несколько более значительным, чем мы оценивали ранее (-10.0% против -9.0%). Прогноз на 2020 год мы также пересмотрели в сторону понижения до -4.0% (с -3.5%), отразив чуть более медленные темпы восстановления экономики (в частности, на это указывает низкий спрос на транспортные услуги).

Динамика ИСП против роста реального ВВП



Примечание: Индекс совокупного производства – рост средневзвешенного значения промышленного производства, розничных и оптовых продаж, перевозок, строительства и выхода с/х продукции
 Источник: ГССУ, Adamant Capital

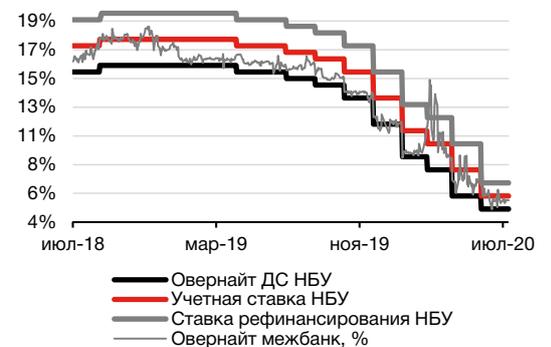
Украина разместила еврооблигации на сумму 2.0 млрд \$ со сроком обращения 12 лет и доходностью 7.25%. Согласно официальному заявлению Минфина, 0.85 млрд \$ будет направлено на выкуп евробондов с погашением в 2021 и 2022 году (оставшаяся сумма выплат по двум выпускам составит порядка 2 млрд \$). Предыдущее размещение облигаций было отменено после того, как, на тот момент, глава НБУ Смолий подал в отставку назвав основной причиной политическое давление.

Наше мнение: Долговые фонды согласились выкупить данный объем практически без премии к рынку, что свидетельствует о высоком спросе на бумаги. Учитывая, что доходности других суверенных облигаций уже вернулись к уровням, предшествующим отставке, мы делаем вывод, что инвесторы больших опасений по поводу новоназначенного главы Нацбанка Шевченко не имеют. Если общая ситуация на рынках существенно не ухудшится, мы не исключаем, что Минфин может снова попытаться разместить бумаги в четвертом квартале (после того, как МВФ одобрит выделение второго транша по программе SBA), учитывая рекордные потребности бюджета в финансировании.

НБУ оставил учетную ставку равной 6.0%. Согласно опубликованному пресс-релизу, данное решение было обусловлено вероятным ускорением инфляции в ближайшие месяцы и дополнительным временем, необходимым для полноценного влияния предыдущих смягчений на стоимость ресурсов на финансовом рынке. Официальный прогноз данного индикатора был пересмотрен и теперь предполагает сохранение текущего уровня как минимум до конца года. Прогноз других микроэкономических показатели был также обновлен. Теперь Нацбанк ожидает, что реальный ВВП в 2020 упадет на 6.0% (против 5.0% ранее), а ИПЦ на конец года составит 4.7% (прежде 6.0%).

Наше мнение: Принятое решение идет несколько вразрез с недавними заявлениями главы НБУ Шевченко о необходимости снижения ставок. Стоит отметить, что после замены одного из членов Правления накануне заседания (новым заместителем по вопросам открытых рынков стал Юрий Гелетий), необходимое количество голосов для дальнейшего смягчения монетарной политики, скорее всего, можно было найти. Таким образом, отказ от подобных действий может свидетельствовать об изменении взглядов, возможно трансформировавшихся после проведения встреч с инвесторами и западными донорами. Хотя утверждать на долго ли сохранятся подобные убеждения Шевченко в текущий момент довольно сложно, вероятность того, что учетная ставка останется равной 6.0% до конца года все же существенно возросла (этот сценарий теперь является нашим базовым). Как упоминалось ранее, мы считаем, что монетарная политика может уже являться слишком мягкой, поскольку большинство экономических агентов ожидают, что инфляция в ближайшие 12 месяцев составит примерно те же 6.0% или даже больше.

Динамика процентных ставок за 2 года



Источник: НБУ

МХП опубликовал операционные результаты за 2кв20: средние цены на мясо упали на 16% г/г до 1.27 \$ по предприятиям в Украине. Согласно пресс-релизу компании, торговый оборот с третьими лицами сократился на 6% г/г, в то время как выход снизился лишь на 1%. Доля экспорта уменьшилась на 2пп до 52%. Европейский сегмент продемонстрировал чуть более сильные результаты: средние цены упали лишь на 6% (в евро), а торговый оборот с третьими лицами не изменился. МХП также сообщил, что уборочная кампания продолжается (30% земель уже обработано) и урожайность в целом соответствует ожиданиям. Посевы яровых культур находятся в хорошем состоянии.

Наше мнение: Опубликованные операционные данные в целом соответствовали прогнозам. Цены реализации мяса упали чуть менее значительно, чем мы предполагали исходя из оценок компании озвученных во время последнего конференц-звонка (особенно в отношении европейского сегмента), однако динамика торгового оборота несколько разочаровала. Согласно нашим расчетам, суммарные запасы мяса на предприятиях в конце июня достигли рекордно высокого уровня (более 80 тыс т). Во 2п20 эта тенденция накопления обязана измениться, что создает дополнительные риски для маржинальности. В отношении зернового сегмента, наши прогнозы также сильно не поменялись, учитывая, что на текущий момент нет оснований предполагать значительного снижения урожайности, а глобальные цены на агропродукцию остаются, относительно прошлого года, примерно на прежних уровнях. Таким образом мы в целом продолжаем считать, что EBITDA МХП в 2020 достигнет порядка 400 млн \$ (-14% г/г), исключая эффект от переоценки по МСБУ 41, но с учетом МСФО 16. Наш прогноз на 2кв20 составляет 80 млн \$. Поскольку еврооблигации МХП на сегодняшний день торгуются с дисконтом к суверенной кривой, мы подтверждаем нашу рекомендацию их «держать».

Операционные результаты МХП за 2кв20

	2кв20	2кв19	г/г	1кв20	кв/кв
<i>Сегмент мяса птицы</i>					
Производство, тыс т	181	182	-1%	179	1%
Продажи, тыс т	171	181	-6%	158	8%
Экспорт, тыс т	89	97	-9%	82	8%
доля в продажах	52%	54%	-2пп	52%	0пп
Средняя цена UA, грн/кг	34.2	40.1	-15%	34.4	-1%
Средняя цена UA, \$/кг	1.27	1.51	-16%	1.37	-7%
<i>Европейский сегмент</i>					
Производство, тыс т	26	16	67%	24	9%
Продажи, тыс т	16	16	0%	15	4%
Средняя цена PP,	2.50	2.67	-6%	2.56	-2%

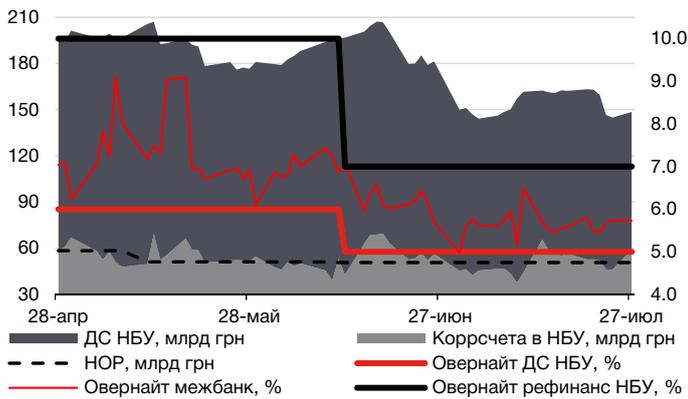
Источник: данные компании, оценки Adamant Capital

Реструктуризация ДТЭК: купон по еврооблигациям может быть уменьшен до 6.56% с текущих 10.75%. Исходя из официального заявления компании, в процессе переговоров комитету кредиторов было направлено предварительное предложение о реструктуризации, согласно которому весь будущий свободный денежный поток ДТЭК (за исключением минимально необходимых 50 млн \$ ликвидности) будет направлен на выплату процентов и выкуп долга, а ставки по облигациям и банковским займам будут снижены до 6.56% и 3.93%, соответственно. Компания также отметила, что финальные условия также могут включать возможность конвертации задолженности в акции. Учитывая текущий уровень цен на электроэнергию и себестоимость производства, ожидаемый уровень EBITDA на 2020 был оценен менеджментом на уровне 288 млн \$ (-52% г/г).

Наше мнение: Предполагая самую обычную конвертацию (1 к 1) с продлением срока погашения до 2030 года, и снижением купона до 6.56%, справедливая стоимость, при ставке дисконтирования в 10% (на 100 бп выше доходности бумаг Метинвеста 2029), составляет 79% от номинала. Учитывая также, что EBITDA холдинга в 2020 году, согласно нашим оценкам, может достигнуть порядка 400 млн \$, мы считаем текущую цену в 62% от номинала достаточно привлекательной. В целом, с учетом того, что ДТЭК является неотъемлемой частью энергетической системы страны (генерирует более 70% всей тепловой электроэнергии), его банкротство, по нашему мнению, крайне маловероятно.

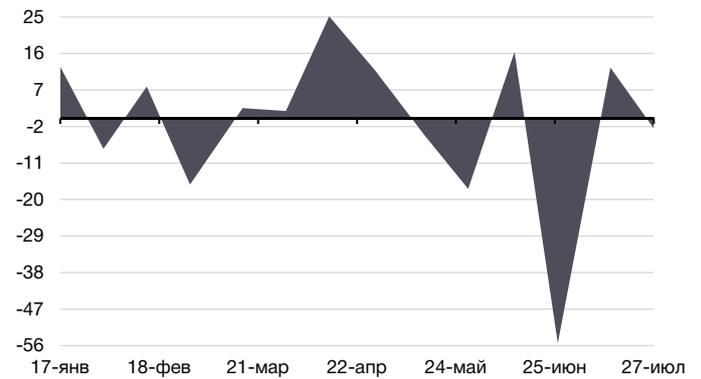
Приложение

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



Источник: НБУ, Adamant Capital

Приток от Госказначейства и ФГВФЛ в систему¹, млрд грн

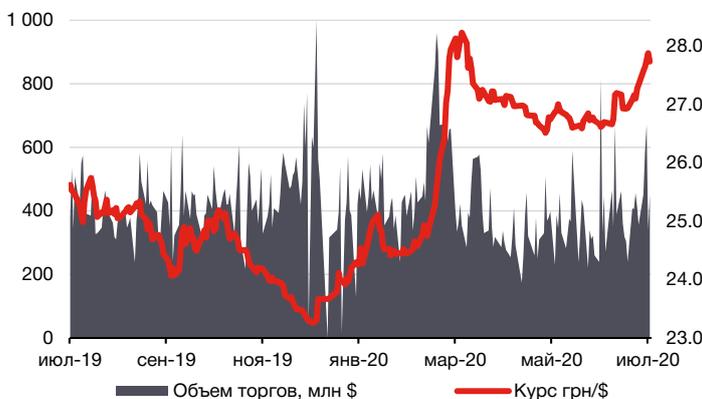


Точки на графике демонстрируют суммарные притоки по фискальному каналу за 10 рабочих дней
(1) Банковская система
Источник: НБУ

Ликвидность банковской системы (сумма коррсчетов в НБУ и депозитных сертификатов) сократилась на 14.7 млрд грн до 148.5 млрд грн за неделю. Министерство финансов 28 июля разместило облигации в гривне с погашением в декабре 2020 и июне 2021 с доходностью 7.10% и 9.20% соответственно, а также в долларах США с погашением в июне 2021 с доходностью 3.50%. Общие заимствования составили 7.1 млрд грн и 131 млн \$.

Межбанковский курс грн/\$ на этой неделе (с понедельника по понедельник) девальвировал на 0.71%, открывшись на отметке 27.58 и закрывшись на уровне 27.78.

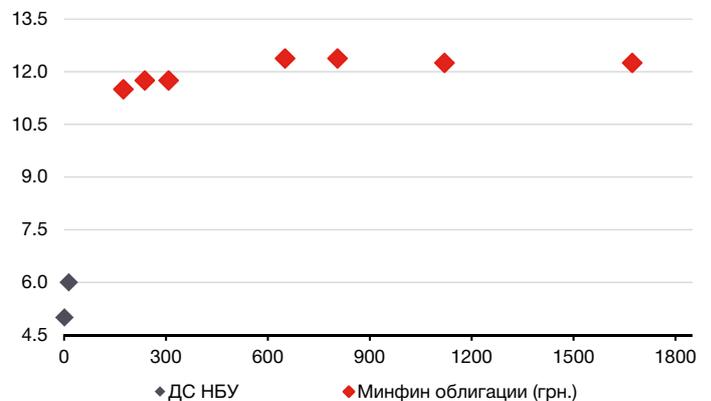
Курс валюты (пш) и объем межбанковских торгов (лш)



На основе официальных данных межбанковского рынка

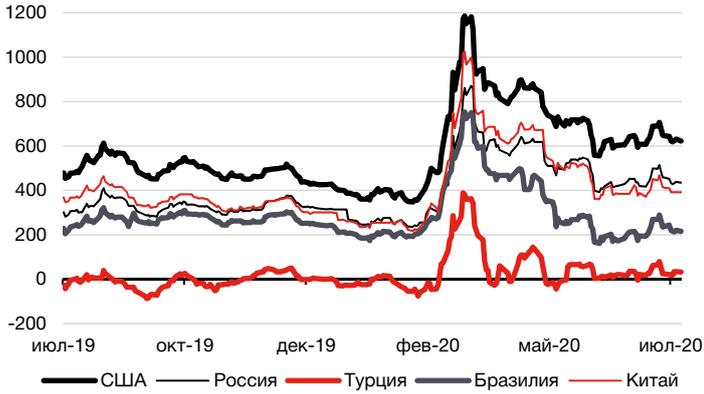
Источник: НБУ

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



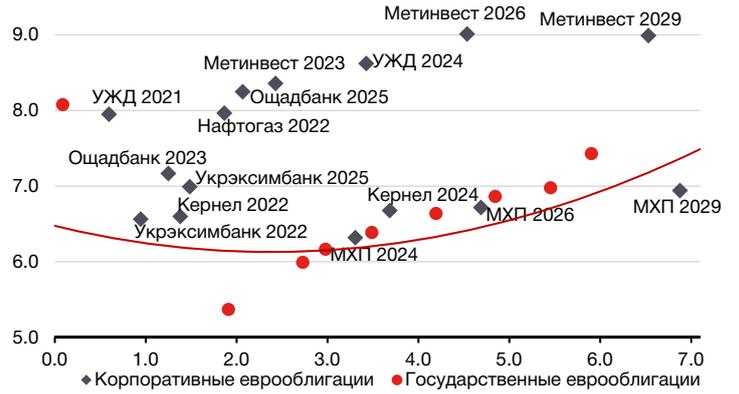
Источник: НБУ, Bloomberg, Adamant Capital

Премия 10 летней доходности Украины к другим странам, бп



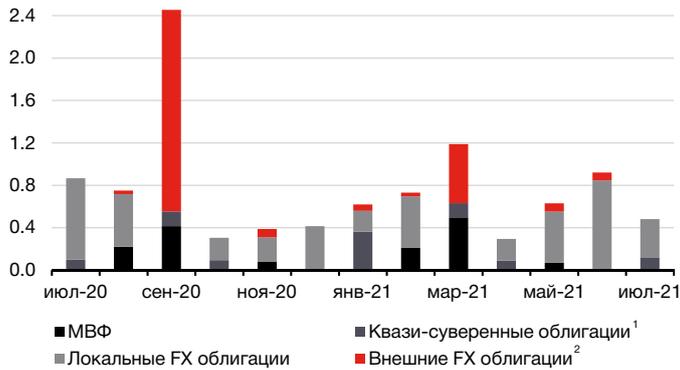
Источник: Bloomberg, Adamant Capital

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



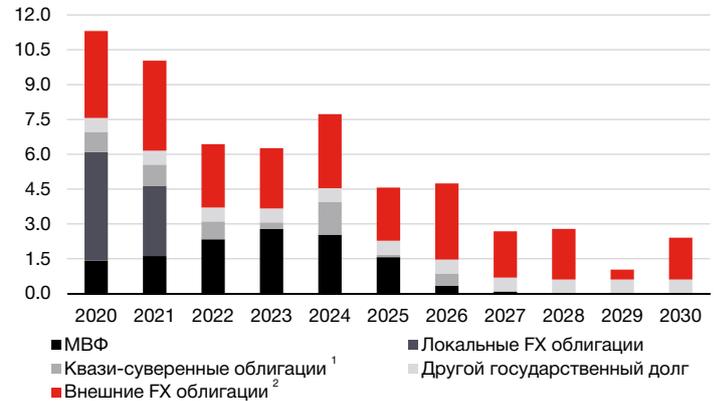
Источник: Bloomberg, Adamant Capital

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



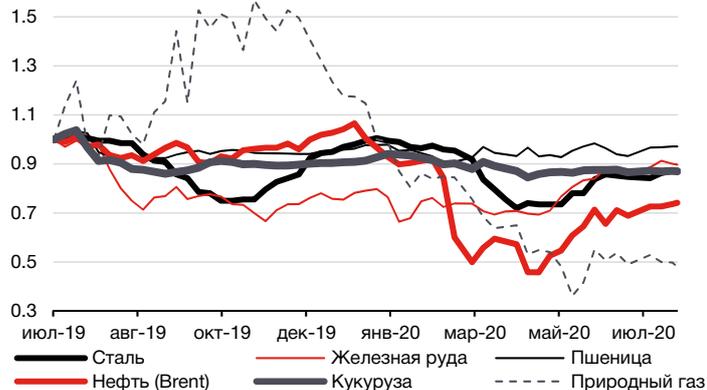
Процентные платежи включены в каждую категорию
(1) Долг государственных компаний
(2) Включают кредитные гарантии США
Источник: Bloomberg, Adamant Capital

График погашения внешнего долга Украины на 2020-30, млрд \$



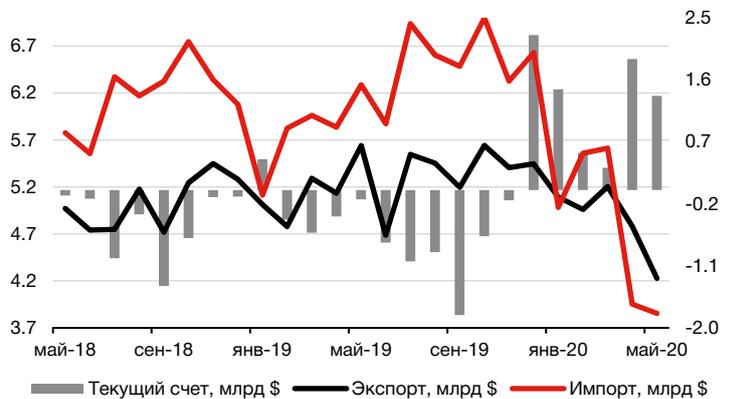
(1) Долг государственных компаний
(2) Включают кредитные гарантии США
Источник: Bloomberg, Adamant Capital

Мировые индексы цен на сырье



Все индексы приведены с базисом 1. Используются следующие котировки: HRC spot (FOB Black Sea); China Iron Ore 62% Fe; Wheat Futures (Black Sea); Brent Crude Oil Futures; Corn Futures (Black Sea); Dutch TTF Gas Futures
Источник: Bloomberg, Adamant Capital

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



Источник: НБУ

Основные макроэкономические показатели								
	1кв19	2кв19	3кв19	4кв19	2019	1кв20	2кв20П	2020П
Рост реального ВВП, г/г %	2.9%	4.7%	3.9%	1.5%	3.2%	-1.3%	-10.0%	-4.0%
Номинальный ВВП, млрд грн	815	933	1,112	1,115	3,975	846	860	3,968
Номинальный ВВП, млрд \$	30	35	44	46	154	34	32	147
Рост дефлятора ВВП, г/г % ¹	12.2%	9.9%	7.6%	4.7%	8.1%	5.1%	2.5%	4.0%
ИПЦ (средний за период), г/г %	8.9%	9.1%	8.5%	5.2%	7.9%	2.6%	2.1%	2.8%
ИПЦ (на конец периода), г/г %	8.6%	9.0%	7.5%	4.1%	4.1%	2.3%	2.4%	4.5%
Дефицит бюджета, % ВВП ^{1,2}	2.0%	2.5%	2.4%	2.1%	2.1%	2.3%	1.7%	4.5%
Широкий дефицит бюджета, % ВВП ^{1,3}	2.3%	2.7%	2.5%	2.1%	2.2%	2.3%	2.2%	5.3%
Государственный долг, % ВВП	58.5%	55.4%	51.1%	50.3%	50.3%	56.3%	57.4%	60.3%
Внешний государственный долг, % ВВП ⁴	37.4%	36.0%	32.9%	31.6%	31.6%	31.6%	31.8%	36.7%
Общий внешний долг, млрд \$	114	116	118	122	122	120	124	130
Экспорт товаров и услуг, млрд \$	15.1	15.5	16.3	16.5	63.4	15.3	13.1	59.6
Импорт товаров и услуг, млрд \$	16.9	18.3	20.3	20.0	75.5	16.2	12.2	64.4
Сальдо торгового баланса, млрд \$	-1.8	-2.8	-4.0	-3.5	-12.1	-0.9	0.9	-4.8
Текущий счет, млрд \$	-0.6	-1.3	-3.8	1.4	-1.1	4.2	3.9	6.4
Финансовый счет, млрд \$ ⁵	-0.9	-1.7	-5.2	-2.3	-10.2	2.5	-1.6	4.0
Резервы НБУ, млрд \$	20.6	20.6	20.1	25.3	25.3	24.9	28.5	31.3
Средний курс на межбанке, грн/\$ ⁶	27.3	26.6	25.2	24.2	25.8	25.2	26.9	27.0
Курс на межбанке (на конец периода), грн/\$	27.2	26.2	24.2	23.7	23.7	27.6	26.7	28.0
Учетная ставка НБУ (на конец периода), %	17.5%	17.5%	16.5%	13.5%	13.5%	10.0%	6.0%	6.0%

(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) 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 2023	Держать	-	7.8	сен-23	6.0	104.9	-0.6	2.7	1,355
Украина 2024	Держать	-	9.0	фев-24	6.2	108.8	0.1	3.0	750
Украина 2027	Держать	-	7.8	сен-27	7.0	104.3	-0.3	5.5	1,307
Украина 2028	Держать	-	9.8	ноя-28	7.4	114.1	-0.5	5.9	1,600
Украина 2032	Держать	-	7.4	сен-32	7.2	101.0	-0.2	7.7	3,000
Авангард, в дефолте	Продавать	9-апр-19	10.0	окт-18	нс	4.2	0.0	нс	214
ДТЭК 2024 в дефолте	Покупать	28-июл-20	10.8	дек-24	28.6	59.8	2.7	2.9	1,344
Кернел 2022	Держать	21-июл-20	8.8	янв-22	6.6	103.0	0.2	1.4	500
Кернел 2024	Держать	21-июл-20	6.5	окт-24	6.7	99.3	1.1	3.7	300
Метинвест 2023	Держать	7-июл-20	7.8	апр-23	8.4	98.6	0.7	2.4	505
Метинвест 2025 (в евро)	Держать	7-июл-20	5.6	июл-25	8.1	90.1	0.6	4.3	333
Метинвест 2026	Держать	7-июл-20	8.5	апр-26	9.0	97.7	1.5	4.5	648
Метинвест 2029	Держать	7-июл-20	7.8	окт-29	9.0	92.3	0.6	6.5	500
МХП 2024	Держать	28-июл-20	7.8	май-24	6.3	104.7	0.2	3.3	500
МХП 2026	Держать	28-июл-20	7.0	апр-26	6.7	101.1	0.9	4.7	550
МХП 2029	Держать	28-июл-20	6.3	сен-29	6.9	95.4	0.5	6.9	350
Нафтогаз 2022	Покупать	9-июн-20	7.4	июл-22	8.0	98.9	0.3	1.9	335
Нафтогаз 2024 (в евро)	Покупать	9-июн-20	7.1	июл-24	7.8	97.7	1.0	3.6	672
Ощадбанк 2023	Покупать	16-июн-20	9.4	мар-23	7.2	102.8	0.5	1.3	245
Ощадбанк 2025	Покупать	16-июн-20	9.6	мар-25	8.2	102.8	0.0	2.1	500
ПриватБанк (10.250), в дефолте	-	-	10.3	янв-18	нс	30.8	0.0	нс	160
ПриватБанк (10.875), в дефолте	-	-	10.9	фев-21	нс	30.3	0.0	нс	175
УЖД 2021	Покупать	5-мая-20	9.9	сен-21	7.9	101.1	-0.1	0.6	200
УЖД 2024	Покупать	5-мая-20	8.3	июл-24	8.6	98.8	0.0	3.4	595
Укрлендфарминг, в дефолте	Продавать	13-июн-17	10.9	мар-18	нс	5.0	-0.2	нс	543
Укрэксимбанк 2021 (в гривне)	Покупать	16-июн-20	16.5	мар-21	16.4	100.0	0.0	0.6	150
Укрэксимбанк 2022	Покупать	16-июн-20	9.6	апр-22	6.6	102.8	0.5	0.9	313
Укрэксимбанк 2025	Покупать	16-июн-20	9.8	янв-25	7.0	104.0	0.0	1.5	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
ГССУ - статистика по строительству	Точная	30-июл
Ощадбанк - финансовые результаты за 2кв20 МСФО	Индикативная	30-июл
Метинвест - операционные результаты за 2кв и 1П20	Индикативная	31-июл
Метинвест - отчет за май	Индикативная	31-июл
НБУ - статистика по платежному балансу	Точная	31-июл

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 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.