

## Еженедельный обзор

- НБУ ожидает следующий транш от МВФ до конца 2020
- Падение выхода основных секторов замедлилось в августе до 3.3% г/г
- Показатель EBITDA Нафтогаза во 2кв20 сократился на 0.4 млрд \$ г/г до -0.3 млрд \$

---

**НБУ ожидает следующий транш от МВФ до конца 2020.** На прошлой неделе два члена Правления Нацбанка в интервью со СМИ поделились своими взглядами касательно вероятности получения финансирования от Фонда в этом году. Они также заверили, что монетарная и валютная политики не поменяются несмотря на кадровые ротации, и что регулятор не будет принимать участие в финансировании фискального дефицита.

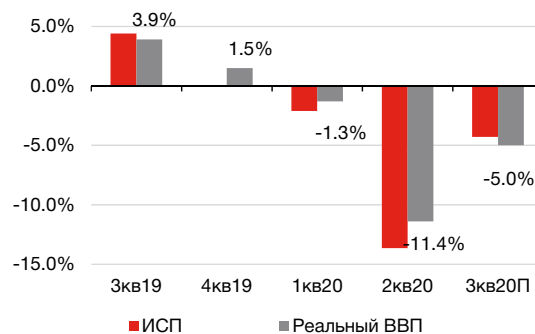
**Наше мнение:** Поскольку НБУ является более независимым от политики институтом, чем правительство, мы считаем, что заявления членов Правления касательно статуса сотрудничества Украины с внешними кредиторами имеют определенный вес. Тем не менее, с учетом того, что власти пока не предпринимают решительных действия для устранения угроз работе антикоррупционных органов, приезд миссии МВФ в ближайшее время выглядит маловероятным (даже виртуально). Поскольку до конца года осталось всего три месяца, мы оцениваем шансы получения следующего транша в 2020 не больше чем 50%. Касательно политики Нацбанка, статус-кво в целом соответствует нашим ожиданиям. В то же время, действия регулятора на межбанковском валютном рынке в течение последних нескольких недель свидетельствует об определенной склонности к поддержанию более высокого обменного курса. В целом, это вполне закономерно, поскольку экс-глава НБУ Смолий подвергался жесточайшей критике со стороны команды Зеленского за чрезмерное укрепление национальной валюты до 23.5 грн/\$ в конце 2019.

---

Падение выхода основных секторов замедлилось в августе до 3.3% г/г, согласно нашему расчетному индексу ИСП. За июль данный показатель составил 4.2%. Промышленное производство снизилось на 5.3% г/г (4.2% с учетом коррекции на сезонность), демонстрируя умеренное ухудшение по сравнению с предыдущим месяцем (ранее -4.2% и -4.4% г/г соответственно). Согласно нашим оценкам, объем транспортных перевозок упал на 11.3% г/г, а внутренняя торговля выросла на 5.4% благодаря скачку розничных продаж на 8.7%. Выход сельскохозяйственной продукции потерял 5.5% г/г.

**Наше мнение:** Несмотря на улучшение с июля и огромным рывком по сравнению с показателями во время, и сразу после, карантина, консолидированная динамика ключевых секторов (измеряется ИСП) оказалась несколько слабее, чем мы ожидали. Причиной этому стало более значительное сокращение промышленности, в основном электроэнергии и потребительских товаров, а также спад выхода сельского хозяйства. Касательно первого, мы считаем, что, хотя частично данное падение объясняется календарным эффектом (в этом августе количество рабочих дней было на один меньше, чем в 2019), существует значительный риск более низкой загрузки г/г предприятий-производителей сахара и растительного масла в сентябре, ввиду задержек с уборкой сахарной свеклы и подсолнечника. В свете недавнего пересмотра вниз прогнозов по урожаю кукурузы Минэкономики и УЗА, второй эффект также может снова повториться (и не факт, что будет компенсирован ростом в декабре). Заложив также чуть более консервативные предположения касательно темпов восстановления выхода других секторов, мы повысили нашу оценку падения ВВП за текущий квартал и 2020 до -5.0% и -4.5% соответственно (с -4.5% и 4.0% ранее).

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

Показатель EBITDA Нафтогаза во 2кв20 сократился на 0.4 млрд \$ г/г до -0.3 млрд \$. Основной вклад в падение итоговой цифры внес сегмент разведки и добычи, потеряв 0.3 млрд \$ по сравнению с прошлым годом. Продажи увеличились на 25% ввиду исключения сегмента транзита из показателей за 2019 (в 2020 компания продолжает получать выручку от транзита, но только как посредник между Газпромом и Оператором ГТС). Чистая прибыль снизилась на 0.7 млрд \$ на фоне падения EBITDA, более высоких амортизационных отчислений и потерь от обесценения. Операционный денежный поток сократился на 41% г/г до 176 млн \$ в связи с ростом вложений в оборотный капитал (разница практически в 0.5 млрд \$ г/г). Инвестиции в основные фонды уменьшились на 11% до 149 млн \$. Свободный денежный поток компании составил 27 млн \$ (-80% г/г). Соотношение чистого долга к 12-месячной EBITDA увеличилось практически вчетверо до 0.8.

**Наше мнение:** Опубликованный квартальный показатель EBITDA оказался ниже наших оценок ввиду более значительных убытков Укрнафты и больших потерь от обесценения дебиторской задолженности. В то же время, результаты сегмента разведки и добычи превысили наши ожидания, поскольку EBITDA на млрд м<sup>3</sup> газа снизилась, по сравнению со 2кв20, менее существенно, чем средняя цена реализации, что может свидетельствовать об уменьшении себестоимости бурения и доставки. Хотя мы больше не ожидаем, что до конца года Нафтогазу удастся получить хоть какие-то выплаты от Оператора ГТС (их стоит ожидать лишь во 2кв21), значительный рост цен на природный газ (текущие значения котировок на рынке голландского хаба TTF уже вдвое выше среднего за июль) позволяет нам сохранить нашу оценку EBITDA за 2020 на уровне 1.0 млрд \$.

С учетом того, что финансовые результаты в скором времени должны существенно улучшиться и факт наличия, по состоянию на 30 июня, порядка 2.0 млрд \$ денежных средств на балансе (покрывает 80% валового долга) даже после выплаты 1.5 млрд \$ дивидендов государству, кредитные риски компании, по нашему мнению, являются достаточно умеренными. Принимая во внимание также стратегическую важность госпредприятия для энергетической системы страны, мы не видим весомых причин, по которым его еврооблигаций должны торговаться с премией по доходности к суверенной кривой (сейчас порядка 150 бп). В этом свете, мы подтверждаем нашу рекомендацию бумаги Нафтогаза «покупать».

## Финансовые результаты Нафтогаза, млн \$

	2кв20	2кв19	г/г	1кв20	кв/кв
Выручка	1,006	808	25%	1,768	-43%
EBITDA <sup>1</sup>	-281	109	-359%	473	-159%
Добыча	115	417	-72%	309	-63%
Коммерция	-336	-385	нс	-2	нс
Другое	-60	77	-179%	166	-136%
EBITDA маржа	-28%	13%	-41пп	27%	-55пп
Чистая прибыль	-547	155	-452%	126	-104%
Маржа по прибыли	-54%	19%	-74пп	7%	-62пп
Чистый долг	539	531	1%	-135	нс
Долг/EBITDA	0.8	0.2	257%	-0.1	нс
OCF <sup>2</sup>	176	301	-41%	430	-59%
Сарех <sup>3</sup>	149	166	-11%	152	-2%
FCF <sup>4</sup>	27	134	-80%	279	-90%

(1) Включая чистое движение резерва на обесценение торговой и прочей дебиторской задолженности, авансов выданных и прочих оборотных активов

(2) Операционный денежный поток

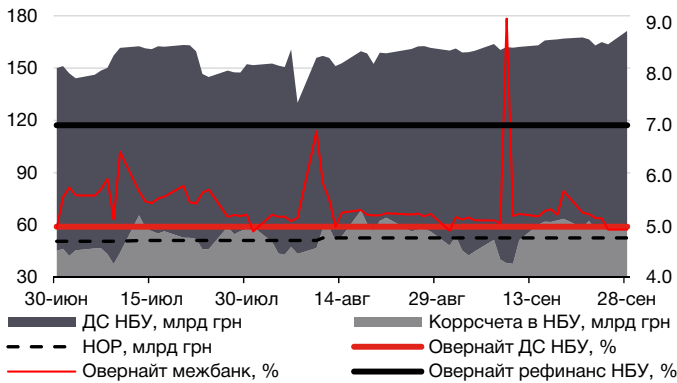
(3) Капитальные инвестиции

(4) Свободный денежный поток

Источник: данные компании, оценки Adamant Capital

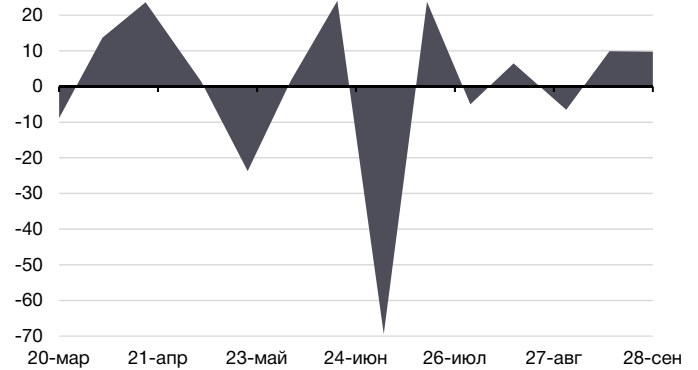
## Приложение

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



Источник: НБУ, Adamant Capital

Приток от Госказначейства и ФГВФЛ в систему<sup>1</sup>, млрд грн

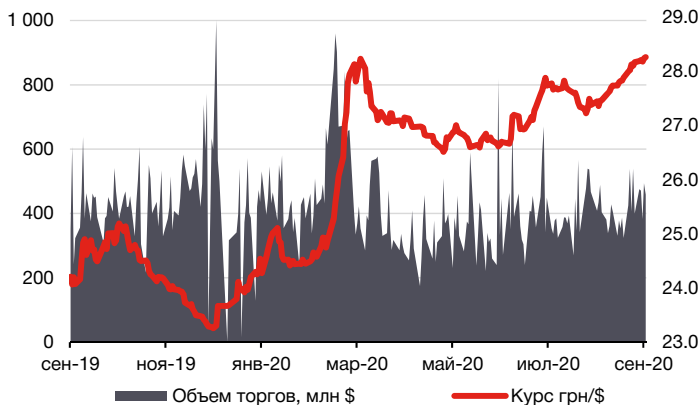


Точки на графике демонстрируют суммарные притоки по фискальному каналу за 10 рабочих дней  
(1) Банковская система  
Источник: НБУ

**Ликвидность банковской системы** (сумма коррсчетов в НБУ и депозитных сертификатов) увеличилась на 3.7 млрд грн до 171.3 млрд грн за неделю. Министерство финансов 29 сентября разместило облигации в гривне с погашением в апреле 2021, сентябре 2021 и августе 2022 с доходностью 8.00%, 9.50% и 10.50% соответственно. Общие заимствования составили 2.0 млрд грн.

**Межбанковский курс грн/\$** на этой неделе (с понедельника по понедельник) девальвировал на 0.44%, открывшись на отметке 28.19 и закрывшись на уровне 28.31.

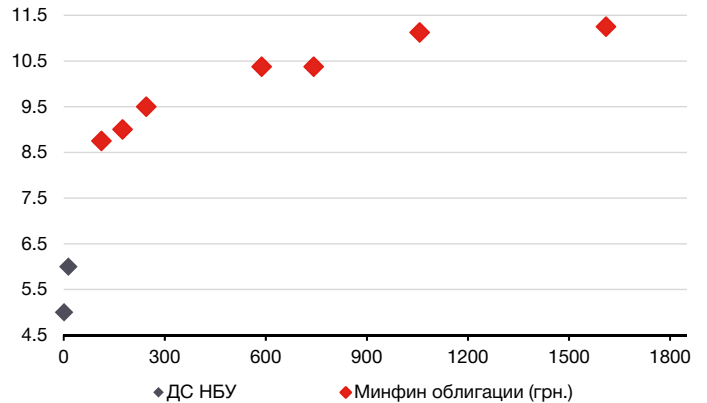
Курс валюты (пш) и объем межбанковских торгов (лш)



На основе официальных данных межбанковского рынка

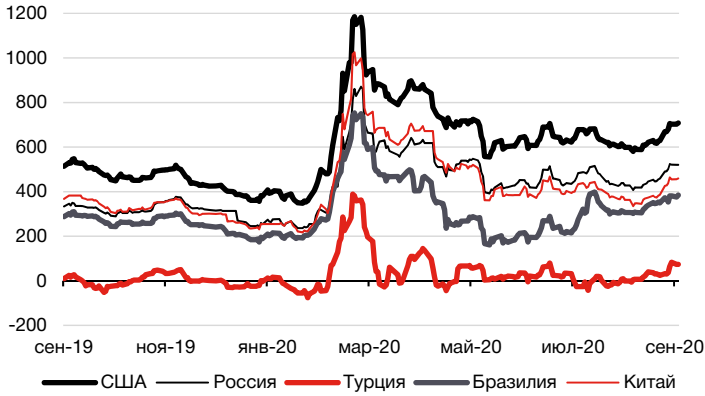
Источник: НБУ

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



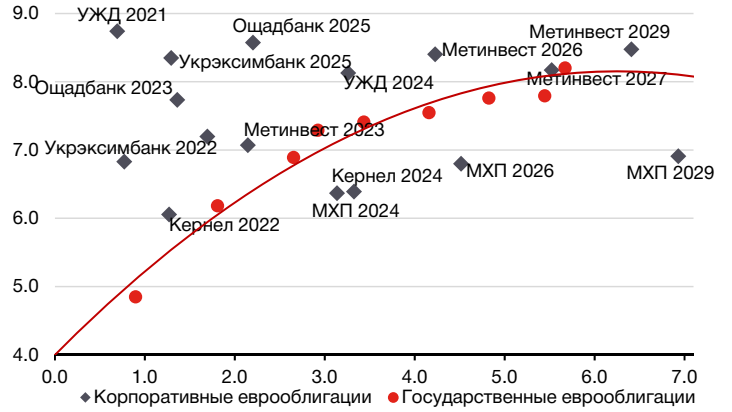
Источник: НБУ, Bloomberg, Adamant Capital

Премия 10 летней доходности Украины к другим странам, бп



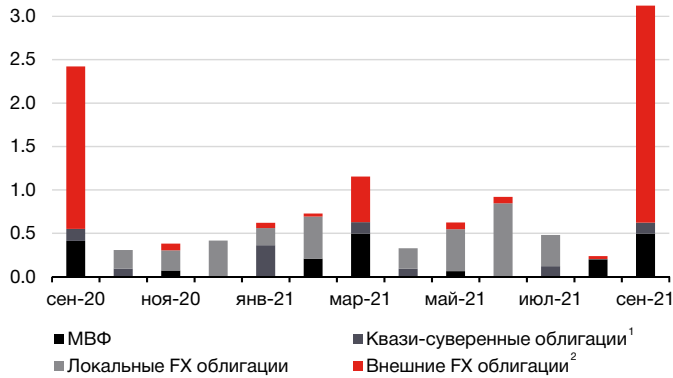
Источник: Bloomberg, Adamant Capital

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



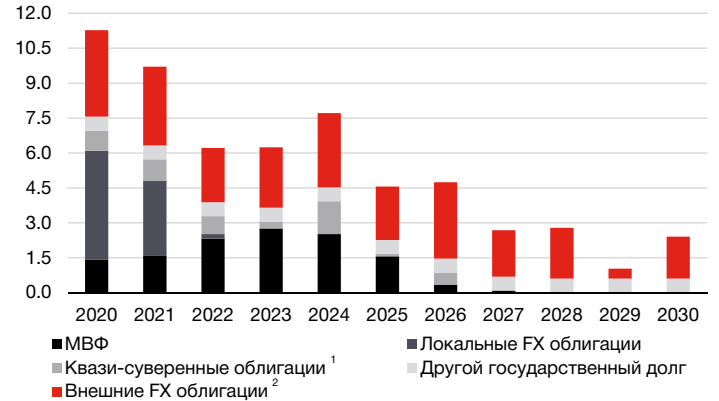
Источник: Bloomberg, Adamant Capital

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



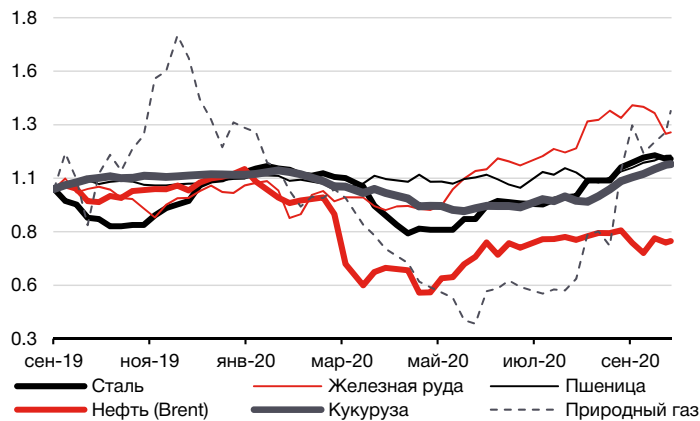
Процентные платежи включены в каждую категорию  
(1) Долг государственных компаний  
(2) Включают кредитные гарантии США  
Источник: Bloomberg, Adamant Capital

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



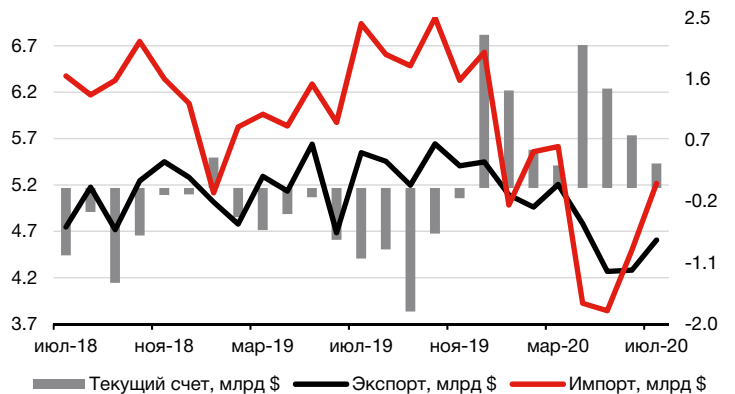
(1) Долг государственных компаний  
(2) Включают кредитные гарантии США  
Источник: Bloomberg, Adamant Capital

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								
	2кв19	3кв19	4кв19	2019	1кв20	2кв20	3кв20П	2020П
Рост реального ВВП, г/г %	4.7%	3.9%	1.5%	3.2%	-1.3%	-11.4%	-5.0%	-4.5%
Номинальный ВВП, млрд грн	933	1,112	1,115	3,975	846	868	1,088	3,948
Номинальный ВВП, млрд \$	35	44	46	154	34	32	40	146
Рост дефлятора ВВП, г/г % <sup>1</sup>	9.9%	7.6%	4.7%	8.1%	5.1%	5.0%	3.0%	4.0%
ИПЦ (средний за период), г/г %	9.1%	8.5%	5.2%	7.9%	2.6%	2.1%	2.8%	2.8%
ИПЦ (на конец периода), г/г %	9.0%	7.5%	4.1%	4.1%	2.3%	2.4%	3.2%	4.0%
Дефицит бюджета, % ВВП <sup>1,2</sup>	2.5%	2.4%	2.1%	2.1%	2.3%	1.7%	3.5%	4.5%
Широкий дефицит бюджета, % ВВП <sup>1,3</sup>	2.7%	2.5%	2.1%	2.2%	2.3%	2.2%	4.0%	5.3%
Государственный долг, % ВВП	55.4%	51.1%	50.3%	50.3%	56.3%	57.6%	59.0%	60.6%
Внешний государственный долг, % ВВП <sup>4</sup>	36.0%	32.9%	31.6%	31.6%	31.6%	31.7%	32.5%	36.9%
Общий внешний долг, млрд \$	116	118	122	122	120	123	128	130
Экспорт товаров и услуг, млрд \$	15.5	16.3	16.5	63.4	15.3	13.3	14.3	60.1
Импорт товаров и услуг, млрд \$	18.3	20.3	20.0	75.5	16.2	12.3	16.2	64.2
Сальдо торгового баланса, млрд \$	-2.8	-4.0	-3.5	-12.1	-0.9	1.1	-1.9	-4.1
Текущий счет, млрд \$	-1.3	-3.8	1.4	-1.1	4.2	4.3	0.4	8.0
Финансовый счет, млрд \$ <sup>5</sup>	-1.7	-5.2	-2.3	-10.2	2.5	3.0	1.8	3.4
Резервы НБУ, млрд \$	20.6	20.1	25.3	25.3	24.9	28.5	27.7	29.3
Средний курс на межбанке, грн/\$ <sup>6</sup>	26.6	25.2	24.2	25.8	25.2	26.9	27.0	27.0
Курс на межбанке (на конец периода), грн/\$	26.2	24.2	23.7	23.7	27.6	26.7	27.5	28.0
Учетная ставка НБУ (на конец периода), %	17.5%	16.5%	13.5%	13.5%	10.0%	6.0%	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	6.9	102.2	-1.8	2.7	1,355
Украина 2024	Держать	-	9.0	фев-25	7.3	105.0	-1.5	2.9	750
Украина 2027	Держать	-	7.8	сен-27	7.8	99.8	-2.0	5.4	1,307
Украина 2028	Держать	-	9.8	ноя-28	8.2	109.0	-2.2	5.7	1,600
Украина 2032	Держать	-	7.4	сен-32	8.1	94.8	-2.0	7.7	3,000
Авангард, в дефолте	Продавать	9-апр-19	10.0	окт-18	нс	3.7	-0.1	нс	214
ДТЭК 2024 в дефолте	Покупать	1-сен-20	10.8	дек-24	24.6	66.8	-1.2	2.9	1,344
Кернел 2022	Держать	21-июл-20	8.8	янв-22	6.1	103.4	-1.2	1.3	500
Кернел 2024	Держать	21-июл-20	6.5	окт-24	6.4	100.4	-0.7	3.3	300
Метинвест 2023	Держать	8-сен-20	7.8	апр-23	7.1	101.6	-0.9	2.1	505
Метинвест 2025 (в евро)	Держать	8-сен-20	5.6	июл-25	7.5	92.8	-1.1	4.1	333
Метинвест 2026	Держать	8-сен-20	8.5	апр-26	8.4	100.4	-2.3	4.2	648
Метинвест 2027	Держать	22-сен-20	7.7	окт-27	8.2	97.3	-1.0	5.5	333
Метинвест 2029	Держать	8-сен-20	7.8	окт-29	8.5	95.5	-2.2	6.4	500
МХП 2024	Держать	8-сен-20	7.8	май-24	6.4	104.4	-1.8	3.1	500
МХП 2026	Держать	8-сен-20	7.0	апр-26	6.8	100.7	-2.8	4.5	550
МХП 2029	Держать	8-сен-20	6.3	сен-29	6.9	95.6	-2.2	6.9	350
Нафтогаз 2022	Покупать	29-сен-20	7.4	июл-22	7.2	100.3	-0.2	1.7	335
Нафтогаз 2024 (в евро)	Покупать	29-сен-20	7.1	июл-24	8.4	96.1	-1.8	3.4	672
Ощадбанк 2023	Покупать	11-авг-20	9.4	мар-23	7.7	102.2	-0.5	1.4	175
Ощадбанк 2025	Покупать	11-авг-20	9.6	мар-25	8.6	102.2	0.0	2.2	225
ПриватБанк (10.250), в дефолте	-	-	10.3	янв-18	нс	30.4	0.0	нс	160
ПриватБанк (10.875), в дефолте	-	-	10.9	фев-21	нс	30.3	0.0	нс	175
УЖД 2021	Покупать	18-авг-20	9.9	сен-21	8.7	100.8	-0.7	0.7	100
УЖД 2024	Покупать	18-авг-20	8.3	июл-24	8.1	100.4	-2.0	3.3	595
Укрлендфарминг, в дефолте	Продавать	13-июн-17	10.9	мар-18	нс	4.8	0.0	нс	150
Укрэксимбанк 2021 (в гривне)	Покупать	11-авг-20	16.5	мар-21	17.8	99.4	0.0	0.4	250
Укрэксимбанк 2022	Покупать	11-авг-20	9.6	апр-22	6.8	102.2	-0.3	0.8	600
Укрэксимбанк 2025	Покупать	11-авг-20	9.8	янв-25	8.3	101.7	0.0	1.3	543

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-сен
НБУ - статистика по платежному балансу	Точная	30-сен
Кернел - финансовые результаты за 2019	Точная	5-окт

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.