

Краткий обзор

В четверг (9 сентября) Национальный банк проведёт очередной пересмотр учетной ставки. Есть ожидания, что учётная ставка будет повышена с текущих 8,0% до 8,5% на фоне ускорения инфляции, которая по итогам июля достигла 10,2% в годовом выражении. Тем временем, Министерство финансов продолжает попытки сдерживать рост доходности по ОВГЗ. На аукционе по размещению ОВГЗ на прошлой неделе вновь предлагались ставки в размере 11,15% для годовых облигаций и 12,75% для облигаций с погашением в 2027 году. На вторичном рынке котировки доходности для ОВГЗ с погашением через год находятся на уровне 12,0%/11,0% (покупка/продажа). Муниципальные облигации Львова с погашением в декабре 2022 года можно купить с доходностью 12,7%.

Тем временем, на рынке еврооблигаций, Украина 1 сентября погасила свои бонды на сумму примерно 1 млрд долл и заплатила купонных платежей по еврооблигациям на сумму 334 млн долл. До конца этого года правительству предстоит заплатить сумму примерно 3,6 млрд долл по долгу в иностранной валюте.

Курс доллара на межбанке после достижения отметки в 27,05 грн/долл вернулся обратно на уровень 26,90 грн/долл. Сейчас существуют предпосылки, что доллар начнёт восходящее движение по отношению ко всем мировым валютам, что соответственно, отразится на росте курса доллара по отношению к гривне до уровня в 28,00 грн/долл до конца года.

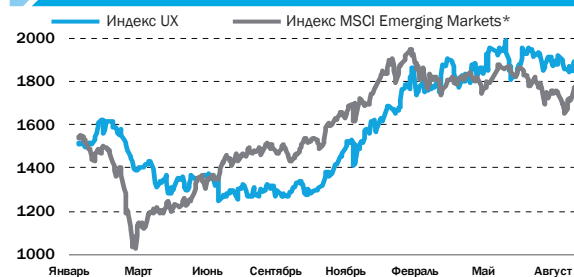
Торги на «Украинской бирже» на прошлой неделе проходили в уже привычных диапазонах котировок по основным акциям. Индекс UX утратил 0,2% и закрылся в пятницу на отметке 1846 пунктов. По акциям «Укрнафты» был рост на 1,6% до 255 грн, а бумаги «Райффайзен Банка Аваль» подешевели на 2,9% до 43,7 копеек. Котировки «Центрэнерго» остались на прежнем уровне в 9,50 грн.

Основные события

НОВОСТИ КОМПАНИЙ

- Слияние «Турбоатома» и «Электротяжмаша» приведёт к размытию доли миноритарных акционеров «Турбоатома»

ТРЕНД РЫНКА

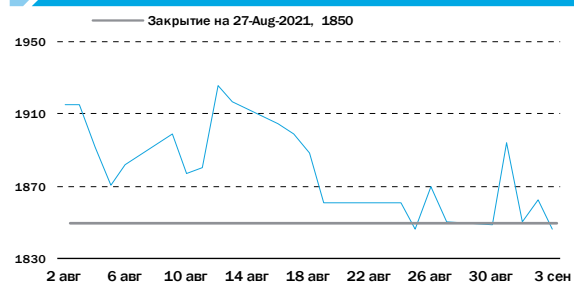


* График приведенный к индексу UX

ИНДЕКСЫ

	Закрытие	неделя	С начала года,%
UX	1846	-0.2%	14.2%
RTS	1734	4.2%	25.0%
WIG20	2381	2.5%	19.4%
MSCI EM	1316	3.5%	1.9%
S&P 500	4535	0.6%	20.7%

ДИНАМИКА ИНДЕКСА UX ЗА 1 МЕСЯЦ



ОБЛИГАЦИИ

	Закрытие	неделя	С начала года
Учетная ставка НБУ	8.0%	0.0 p.p.	+2.0 p.p.
ОВГЗ 1 год	12.0%/11.0%	0.0 p.p.	+0.4 p.p.
Еврооблигации-2025	4.9%	-0.3 p.p.	0.0 p.p.
Еврооблигации-2028	6.1%	-0.2 p.p.	-0.2 p.p.

КУРС ВАЛЮТ

	Закрытие	неделя	С начала года,%
USD	26.90	-0.1%	-4.8%
EUR	31.97	0.9%	-8.0%

Слияние «Турбоатома» и «Электротяжмаша» приведёт к размытию доли миноритарных акционеров «Турбоатома»

Дмитрий Чурин
d.churin@eavex.com.ua

ТУРБОАТОМ (ТАТМ)

Цена: 8,10 грн Капитализация: \$127 млн

	P/B	EV/S	P/E	EV/EBITDA	Div. Yield
2020	0.6	1.2	15.1	2.4	5.0%
2021E	0.6	2.4	40.6	5.9	1.8%

НОВОСТЬ

На собрании акционеров «Турбоатома» 28 сентября Фонд госимущества, как держатель 75,2% акций предприятия, планирует утвердить присоединение «Электротяжмаша» к «Турбоатому» путём конвертации акций дополнительной эмиссии. Детальные условия конвертации, также как и объём дополнительной эмиссии акций «Турбоатома», не сообщаются. При этом, в ФГИ подтвердили, что по результатам слияния доля государства в объединенной компании увеличится.

КОММЕНТАРИЙ

Ранее, когда идея присоединения «Электротяжмаша» к «Турбоатому» была озвучена, то она представлялась как попытка «спасти» сильно убыточный и закредитованный «Электротяжмаш». Согласно последней доступной отчетности, обязательства «Электротяжмаша» превышали его активы (обязательства составляли примерно 1,6 млрд грн при активах в 1,3 млрд грн). Таким образом, было предположение, что «Турбоатом» примет на себя активы и обязательства «Электротяжмаша» без фактической оплаты за данные активы. В реальности, ФГИ решил провести более непредсказуемую операцию по трансформации 100% государственного «Электротяжмаша» в акционерное общество с последующей конвертацией акций данного общества в акции нового объединенного предприятия «Украинские энергетические машины». У нас нет понимания, как ФГИ провёл реструктуризацию «Электротяжмаша» так, чтоб уставный фонд АТ «Электротяжмаш» зарегистрированный в конце августа составил почти 1,3 млрд грн по сравнению с отрицательным капиталом ГП «Электротяжмаш» в размере -251 млн грн в 2020 году.

Сейчас существует сценарий, что ФГИ намерен провести максимальное размытие доли миноритарных акционеров «Турбоатома» путем выпуска дополнительных акций по номинальной стоимости для присоединения «Электротяжмаша». В общем виде процесс выглядит так, что к текущему количеству 422 млн акций «Турбоатома» будет выпущено еще 5,2 млрд акций номиналом 0,25 грн для конвертации 1,3 млрд акций «Электротяжмаша» номиналом в 1 грн. Таким образом, общее количество акций новосозданной компании «Украинские энергетические машины» составит примерно 5,6 млрд акций из которых миноритарным акционерам будет принадлежать лишь 105 млн акций, т.е. 1,8% от общего количества. Грубо говоря, сейчас миноритарные акционеры владеют 24,8% «Турбоатома», а будут владеть лишь 1,8% «Украинских энергетических машин». Это приведет к тому, что оценочная стоимость миноритарных акций упадет в разы. Более того, ФГИ может потом инициировать процесс принудительного выкупа акций миноритарных акционеров.

В текущей ситуации мы наблюдаем агрессивные действия со стороны государства к миноритарным акционерам «Турбоатома». Происходит так, что миноритарные акционеры «Турбоатома» не получили дивиденды за 2018 год, при том что государство получило дивиденды в полном размере. Теперь государство проведёт размытие доли миноритарных акционеров, что приведёт к значительному обесцениванию акций миноритариев. Пока существует незначительная вероятность, что будут поданы судебные иски против решения о конвертации акций, но успех таких исков оценить на данный момент возможности нет.

EAVEX РЕКОМЕНДАЦИИ

Компания	Тикер	Цена, за акцию	Целевая цена, за акцию	Потенциал роста/снижения	Реком.	Комментарии
Агресектор						
Кернел	KER	57.0	65.0	14%	Покупать	За финансовый год, который для «Кернел» завершится в июне, компания может отчитаться о чистой прибыли на уровне в 370 млн долл, что в пересчете на одну акцию может дать примерно PLN 16.6. Таким образом, мультипликатор P/E для акций «Кернел» остаётся очень привлекательным на отметке ниже 4,0x. Для следующего финансового года выручка «Кернел» может превысить 5 млрд долл, а чистая прибыль достичь 390 млн долл.
МХП	MHPC	6.0	11.5	92%	Покупать	«МХП» продолжает следовать стратегии географической диверсификации, развивая партнерство в странах Ближнего Востока, СНГ, ЕС и Африки. Общий экспорт курятины «МХП» за 2020 год составил около 55% от общего объема продаж компании. Активы «МХП» на конец прошлого года составляли 3,28 млрд долл. Собственный капитал компании был 1,25 млрд долл. Капитальные инвестиции за 2020 год составили 79 млн долл. На 2021 год мы прогнозируем, что «МХП» сможет увеличить выручку на 7% до 2,05 млрд долл и получит чистую прибыль в размере 60 млн долл.
Астарта	AST	49.8	–	–	Пересмотр	Котировки акций компании «Астарта» взлетели за вторую половину 2020 года после того, как компания улучшила соотношение своего долга к EBITDA. Данный показатель снизился до 1,6x по сравнению с уровнем в 5,6x в 2019 году. В абсолютном выражении чистый долг Астарты уменьшился до 175 млн евро по сравнению с уровнем в 300 млн евро в 2019 году. Сильным импульсом для дополнительного роста котировок «Астарты» стала объявленная компанией программа по обратному выкупу акций с рынка с предельной ценой такого выкупа до PLN 125 за акцию.
Агротон	AGT	7.96	12.0	51%	Покупать	Чистая прибыль компании «Агротон» за 2020 год составила 11,7 млн грн, что в пересчете на одну акцию составляет 2,06 злотых. Соответственно, при текущих ценах на акции компании оценочный мультипликатор P/E выглядит очень привлекательно. Компания анонсировала новую стратегию развития, предусматривающую покупку дополнительных агро активов в Луганской и Харьковской областях.
Железная Руда						
Ferrexpo	FXPO	390	280	-28%	Продавать	Взлетевшие на 70% за 2020 год цены на железную руду могут начать корректироваться вниз, что негативно отразится на финансовых результатах Ferrexpo.
Специализированное машиностроение						
Мотор Сич	MSICH	5390	–	–	Пересмотр	В партии «Слуга народа» пообещали подготовить специальный законопроект о национализации «Мотор Сич». Данный законопроект еще не опубликован. Оборот акций «Мотор Сич» остаётся «замороженным» с апреля 2018 года по решению суда. Дата, когда акции вновь смогут торговаться на рынке, пока не известна.
Нефть и Газ						
Укрнафта	UNAF	255	350	37%	Покупать	По акциям «Укрнафты» были объявлены дивиденды в размере 35,62 грн на акцию. Ожидается, что компания в будущие периоды будет продолжать практику выплаты значительных дивидендов. По нашим прогнозам, дивиденды компании из прибыли за 2021 год могут составить 26,74 грн на акцию. За первый квартал этого года чистая прибыль «Укрнафты» была 1,06 млрд грн (19,54 грн в пересчете на одну акцию).
Enwell Energy (ex-Regal)	ENW	29.6	–	–	Пересмотр	
JXK Oil&Gas	JXK	31.0	36.0	16%	Покупать	Компания запустила новую скважину по добыче углеводородов в Украине. Объём добычи превысил ожидания, что даёт оптимистичные предположения о возможностях дополнительного бурения на месторождениях JXK в Полтавской области.
Энергетика						
Донбассэнерго	DOEN	14.5	–	–	Пересмотр	«Донбассэнерго» заказало у компании Dongfang Electric International Corporation (Китай) реконструкцию Славянской ТЭС за 684 млн долл. Контрактом предусмотрено разделение энергоблока №6 на два новых блока №6б и №6а мощностью 330 МВт каждый по технологии циркулирующего кипящего слоя. Блок №6б планируется ввести в действие в июле 2022 года, а блок №6а - в июле 2023 года. На новых блоках будет использоваться уголь газовой марки. Компания рассчитывает получить инвестиционную составляющую в тарифе на отпуск э/э в размере 30%. Финансирование реконструкции будет осуществлено на 70% за счет кредитных средств китайского банка.
Центрэнерго	CEEN	9.50	15.00	58%	Покупать	На «Центрэнерго» в конце февраля был назначен новый менеджмент на все ключевые позиции, включая должность исполняющего обязанности генерального директора, а также должности финансового и коммерческого директора. Кроме этого, был обновлен наблюдательный совет компании. Фонд госимущества поставил задачу вывести «Центрэнерго» на эффективную работу с поставками угля от госшахт и трансформацию компании в вертикально-интегрированный холдинг, что в свою очередь должно существенно повысить финансовые показатели «Центрэнерго». МВФ настаивает на продаже крупных государственных предприятий, что должно стать финальным толчком к проведению нормального конкурса по привлечению инвестора для «Центрэнерго».
Банки						
Райффайзен Банк Аваль	BAVL	0.437	0.33	-24%	Продавать	«Райффайзен Банк Аваль» с 2016 года почти всю заработанную прибыль распределяет на дивиденды. Фактические дивиденды по итогам 2016 года составили 5,9 копеек на акцию, по итогам 2017 года - 6,9 копеек, за 2018 год - примерно 5,8 копеек на акцию. За 2019 год дивиденды составили 6,95 копейки на акцию. Банк выплатит из прибыли за 2020 год дивиденды в размере 3,31 копейки на одну акцию. Снижение чистой прибыли банка на 14% по итогам 2020 года, а также перспективы дальнейшего ухудшения финансовых результатов в 2021 году, подразумевают рекомендацию «продавать» акции «Райффайзен Банка Аваль».

Источник: Eavex Capital

КОТИРОВКИ И РЫНОЧНЫЕ МУЛЬТИПЛИКАТОРЫ

Компания	Тикер	Цена UAH*	Изменение за период		MCap USD mn	EV USD mn	Free float	P/E		EV/EBITDA		EV/Sales 2021E
			Неделя	с 1 янв.				2020	2021E	2020	2021E	
Индекс UX												
Индекс UX	UX	1846	-0.2%	14.2%								
Руда												
Фергехро	FXPO	390	0.9%	31.3%	3184	3180	24.0%	5.0	2.9	3.7	2.2	1.4
Вагоностроение												
Крюковский вагон. завод	KVBZ	18.6	0.0%	3.1%	79	53	5.0%	9.3	15.1	4.0	5.3	0.3
Специализированное машиностроение												
Турбоатом	TATM	8.1	0.0%	-1.8%	127	124	3.8%	15.1	40.6	2.4	5.9	2.4
Мотор Сич	MSICH	5390	0.0%	0.0%	416	394	24.0%	13.2	17.8	3.8	4.4	1.2
Нефть и газ												
Укрнафта	UNAF	255	1.6%	34.2%	514	501	3.0%	3.2	5.0	1.6	3.1	0.5
Enwell Energy (ex-Regal)	ENW	29.6	0.9%	39.6%	132	77	21.6%	43.9	14.6	3.0	2.6	1.2
JKX Oil&Gas	JKX	31.0	5.8%	3.3%	74	182	50.4%	3.7	10.5	6.1	5.4	2.1
Энергетика												
Центрэнерго	CEEN	9.50	0.0%	31.9%	130	128	21.7%	57.5	33	7.6	8.0	0.2
Донбассэнерго	DOEN	14.50	-3.3%	-27.5%	13	12	14.2%	11.8	4.6	1.4	1.4	0.0
Агро												
МХП	MHPC	6.00	6.8%	-0.3%	634	1949	32.5%	neg	5.8	5.7	7.2	0.9
Кернел	KER	57.00	-0.7%	15.6%	1,195	2212	61.8%	10.1	3.2	5.0	3.1	0.5
Астарта	AST	49.80	-5.1%	90.1%	328	502	37.0%	39.7	31.2	4.1	3.7	1.0
Авангард	AVGR	0.01	0%	0.0%	1	332	22.5%	neg	neg	17	20	3.0
Агротон	AGT	7.96	-2.7%	81.7%	45	20	25.0%	3.9	3.5	0.6	0.7	0.3
Банки												
Райффайзен Банк Аваль	BAVL	0.437	-2.9%	6.6%	999		1.8%	6.6	7.9	2.2	2.3	0.25

Источник: "Украинская биржа". ПФТС. London Stock Exchange. Warsaw Stock Exchange
* цены акций компаний торгующихся за рубежом биржах в валюте листинга

ПРОГНОЗЫ ФИНАНСОВЫХ ПОКАЗАТЕЛЕЙ, \$ млн

Компания	Тикер	Чистая выручка			ЕВITDA			ЕВITDA маржа			Чистая прибыль			Маржа чистой прибыли		
		2019	2020	2021E	2019	2020	2021E	2019	2020	2021E	2019	2020	2021E	2019	2020	2021E
Руда																
Фергехро	FXPO	1507	1700	2300	586	859	1,450	38.9%	50.5%	63.0%	403	635	1,100	26.7%	37.4%	47.8%
Вагоностроение																
Крюковский вагон. завод	KVBZ	292	223	192	38	13	10	13.0%	5.9%	5.2%	31	9	5	10.5%	3.8%	2.7%
Специализированное машиностроение																
Турбоатом	TATM	110	105	52	49	52	21	45.0%	49.1%	40.7%	12	8	3	11.1%	8.0%	6.0%
Мотор Сич	MSICH	358	353	338	19	102	90	5.2%	29.1%	26.5%	-14	32	23	-3.8%	8.9%	6.9%
Нефть и Газ																
Укрнафта	UNAF	1098	1319	1018	-115	320	163	-10.5%	24.3%	16.0%	-158	158	104	-14.4%	12.0%	10.2%
Enwell Energy (ex-Regal)	ENW	50	55	62	22	26	30	44.0%	47.3%	48.4%	10	3	9	20.0%	5.5%	14.5%
JKX Oil&Gas	JKX	102	70	85	42	30	34	41.6%	42.6%	40.0%	22	20	7	21.8%	28.6%	8.2%
Энергоснабжение																
Центрэнерго	CEEN	589	764	596	-69	17	16	-11.7%	2.2%	2.7%	-77	2	4	-13.1%	0.3%	0.7%
Донбассэнерго	DOEN	249	256	247	8	9	8	3.1%	3.3%	3.2%	-3	1	3	-1.1%	0.4%	1.1%
Потребительские товары																
МХП	MHPC	2056	1911	2140	376	340	270	18.3%	17.8%	12.6%	215	-133	110	10.5%	-7.0%	5.1%
Кернел (FY19, FY20, FY21E)	KER	3960	4107	4518	346	443	720	8.7%	10.8%	15.9%	189	118	370	4.8%	2.9%	8.2%
Астарта	AST	497	484	517	86	122	136	17.4%	25.1%	26.3%	2	8	11	0.4%	1.7%	2.0%
Авангард	AVGR	135	120	110	17	19	17	12.6%	15.8%	15.5%	2	-5	-10	1.5%	-4.2%	-9.1%
Агротон	AGT	54	68	74	2	33	31	4.1%	48.2%	41.3%	5	12	13	9.5%	17.4%	17.4%
Банки																
		Всего активов			Собственный капитал			Доходы			Чистая прибыль			Возврат на капитал		
Райффайзен Банк Аваль	BAVL	3495	3795	3925	550	456	438	280	271	249	185	151	126	33.6%	33.2%	28.9%

Источник: EAVEX Research

ОБЛИГАЦИИ ВНУТРЕННЕГО ГОСЗАЙМА

ОВГЗ	Цена (Bid)	Цена (Ask)	YTM (Bid)	YTM (Ask)	Мод. Дюрация	Ставка купона	Периодичность погашения купона	Дата погашения	Объем в обращении млн грн
ОВГЗ номинированные в UAH									
UA4000195176			9.0%	8.0%	n/a	n/a	2 раза в год	11.08.2021	9 653
UA4000204556			9.5%	9.0%	n/a	n/a	2 раза в год	17.11.2021	11 923
UA4000203236			10.0%	9.5%	n/a	n/a	2 раза в год	05.01.2022	10 887
UA4000204002			11.5%	11.0%	n/a	n/a	2 раза в год	11.05.2022	12 917
UA4000218325			11.9%	11.2%	n/a	n/a	2 раза в год	20.07.2022	13 415
UA4000201255			12.9%	12.0%	n/a	n/a	2 раза в год	24.05.2023	6 470
UA4000204150			13.2%	12.4%	n/a	n/a	2 раза в год	26.02.2025	41 080
UA4000207518			13.5%	12.5%	n/a	n/a	2 раза в год	20.05.2027	7 018
ОВГЗ номинированные в USD									
UA4000211114			3.5%	2.9%	n/a	n/a	2 раза в год	03.02.2022	347 млн долл

Источник: TR Data, Eavex Capital

Eavex Capital

Украина, г. Киев 01021
Кловский спуск, 7
БЦ "Carnegie Center"
16 этаж

Телефон: +38 044 590 5454

Факс: +38 044 590 5464

E-mail: research@eavex.com.ua

Веб-сайт: www.eavex.com.ua

Юрий Яковенко

Председатель Правления

yuriy.yakovenko@eavex.com.ua

ТРЕЙДИНГ

Павел Коровицкий

Управляющий директор

Департамент торговых операций

p.korovitsky@eavex.com.ua

Александр Климчук

Брокер

a.klymchuk@eavex.com.ua

Евгений Климчук

Брокер

e.klymchuk@eavex.com.ua

АНАЛИТИКА

Дмитрий Чурин

Глава аналитического отдела

d.churin@eavex.com.ua

Инвестиции в украинские ценные бумаги подвержены значительным рискам, в связи с чем клиенту необходимо проводить собственный анализ рынка и оценку надежности украинских эмитентов до совершения сделок. Eavex Capital не несет ответственности за прямой или косвенный ущерб, наступивший вследствие использования данной публикации, а также за достоверность содержащейся в ней информации. Eavex Capital не несет ответственности за несанкционированные действия третьих лиц, связанные с распространением настоящего документа или любой его части. Лицензия НКЦБФР от 06.10.2015

При подготовке настоящего материала были использованы данные, на основе публичных источников, заслуживающих, на наш взгляд, доверия, однако проверка представленных в этих источниках данных нами не проводилась. Оценки и прогнозы, высказанные в материале, являются частным мнением аналитиков относительно описываемых событий. Данный материал носит исключительно информационный характер и не должен рассматриваться как предложение к совершению каких-либо сделок с какими-либо ценными бумагами или как руководство к другим действиям. Информация, содержащаяся в материале действительна только на дату публикации.

Все права защищены © 2021 Eavex Capital