

Еженедельный обзор

- МВФ достиг предварительной договоренности с правительством относительно новой программы SBA на 3.0 млрд \$
- S&P подтвердило кредитный рейтинг Украины на уровне «B-» со стабильным прогнозом
- Операционные результаты МХП за 3кв18: объемы продаж мяса увеличились на 19% г/г
- EBITDA компании Кернел в 4кв18 сократилась на 58 млн \$ г/г до нуля

МВФ достиг предварительной договоренности с правительством относительно новой программы SBA на 3.0 млрд \$. Согласно пресс-релизу, опубликованному на сайте Фонда 19 октября, новый план взаимодействия рассчитан на 14 месяцев и предполагает замену расширенной программы финансирования EFF, утвержденную в марте 2015. Ранее в этот же день Кабинет министров принял решение о повышении тарифа на газ для населения на 23.5% с 1 ноября. Парламент 18 октября проголосовал за государственный бюджет на 2019 год в первом чтении. Исполняющая обязанности министра финансов Маркарова сообщила о планах разместить суверенные еврооблигации на 2 млрд \$ и объявила о начале проведения встреч с потенциальными инвесторами.

Наш взгляд: Договоренность между представителями Фонда и украинскими властями однозначно является важной положительной новостью и соответствует нашему базовому прогнозному макроэкономическому сценарию (хотя в последнее время мы частично сомневались в его материализации). Ход развития событий прошлой недели подтверждает наши умозаключения, что соглашение зависело от достижения консенсуса по цене на газ и проекту государственного бюджета -2019, хотя другие, менее публично оговариваемые вопросы, как введение налога на выведенный капитал (вместо налога на прибыль) и степень дальнейшего внедрения антикоррупционных мер также могли препятствовать кооперации. Несмотря на то, что Украине еще необходимо выполнить ряд действий, чтобы фактически получить первый транш в рамках SBA (будет возможным только после получения согласия от Совета директоров МВФ), вероятность реализации данного события мы оцениваем как высокую, поскольку в противном случае страна может потерять доверие инвесторов (внутренних и внешних), что приведет к оттоку капитала и валютному кризису прямо перед президентскими выборами. Поскольку для обслуживания внешнего долга страны до конца 2019 года необходимо порядка 6.0 млрд \$ (включая купонные платежи), одного размещения суверенных еврооблигаций на 1.0-2.0 млрд \$ будет, по нашему мнению, достаточно для избегания сокращения резервов НБУ, при условии своевременного поступления средств от международных доноров (3.9 млрд \$ от МВФ, гарантия от Мирового банка в размере 0.7 млрд \$ и 1.0 млрд евро в рамках четвертой программы макрофинансовой помощи от ЕС) и полного ролловера валютных ОВГЗ.

S&P подтвердило кредитный рейтинг Украины на уровне «В-» со стабильным прогнозом. Согласно пресс-релизу агентства, институциональная и политическая среда в стране по-прежнему неблагоприятна, а вопрос прозрачности государственного управления на разных уровнях остается нерешенным.

Существенные риски рефинансирования внешнего долга обусловили необходимость выполнения требований МВФ, но предстоящие выборы вносят непредсказуемость дальнейших действий в этом направлении. Дополнительные проблемы могут возникнуть в случае вынесения Лондонским судом решения против Украины по делу государственных еврооблигаций, размещенных в декабре 2013. Наихудший сценарий предполагает возникновение технических ограничений по выплате коммерческого долга. Пересмотр оценки агентством возможен при условии более быстрого экономического развития (рост реального ВВП должен значительно превысить ожидаемые 3.0%, 2.5% и 3.0% в 2018, 2019 и 2020, соответственно), выравнивания фискальных и внешнеэкономических дисбалансов, а также повышения уровня безопасности на востоке страны.

Наш взгляд: Решение S&P не оказалось для нас сюрпризом, поскольку было опубликовано сразу после объявления о предварительном соглашении Украины с МВФ. Хотя наш прогноз роста реального ВВП выглядит несколько более оптимистично, вероятность повышения рейтинга агентством в течение следующих 12 месяцев мы оцениваем как низкую.

Операционные результаты МХП за 3кв18: объемы продаж мяса увеличились на 19% г/г и 5% кв/кв. Производство выросло на 10% г/г, но сократилось на 3%, по сравнению с предыдущим кварталом. Доля экспорта в общем объеме продаж прибавила 4пп кв/кв, достигнув рекордных 50%. Средние цены реализации мяса в долларовом эквиваленте упали на 2% в квартальном сопоставлении. Холдинг также опубликовал предварительные результаты уборочной кампании со своих 365 тыс га под управлением. В то время как урожайность уже собранных культур (пшеница, рапс и подсолнух) в целом осталась на уровне прошлого года, выход кукурузы и сои на гектар ожидается на 40% больше (обработано 50% и 80% площадей, соответственно).

Наш взгляд: Опубликованные данные оказались лучше, чем мы предполагали в двух плоскостях. Во-первых, торговый оборот с третьими лицами впервые превзошел объем производства с июля 2017, свидетельствуя о расширении каналов сбыта и появившейся возможности сократить накопленные запасы. Во-вторых, предварительные цифры по урожайности основных культур, свидетельствует о большой вероятности сильно превысить прошлогодний результат. Кукуруза, где компания ожидает собрать максимальные за всю историю 10.2 т с гектара демонстрирует прирост на 40%, что почти в два раза больше ожидаемой динамики по стране (22%, согласно прогнозам WASDE). Принимая во внимание вышесказанное, мы повышаем нашу оценку EBITDA (без учета МСФО 41) на 3кв18 и на 2018 год до 131 млн \$ и 490 млн \$, соответственно (+7%, по сравнению с нашим июльским прогнозом). В то же время, мы вынуждены оставить нашу рекомендацию по бумагам эмитента на отметке «держать», принимая во внимание их высокую стоимость на рынке (дисконт по доходности к суверенной кривой составляет порядка 50-80бп).

Операционные результаты МХП, млн \$

(Сегмент мяса птицы)	3кв18	3кв17	г/г	2кв18	кв/кв
Производство, тыс т	151	137	10%	156	-3%
Продажи, тыс т	161	135	19%	153	5%
Экспорт, тыс т	80	53	52%	70	15%
доля в продажах	50%	39%	11пп	46%	4пп
Средняя цена, грн/кг	40.38	39.72	2%	39.38	3%
Средняя цена, \$/кг	1.48	1.53	-4%	1.50	-2%

Источник: данные компании, Adamant Capital

EBITDA компании Кернел в 4кв18 сократилась на 58 млн \$ г/г до нуля (исключает доход от переоценки биологических активов). Показатель продемонстрировал падение, главным образом, вследствие слабых результатов сегмента зерна на фоне убытков от торговли фьючерсами в размере 23 млн \$ (Avere) и списания дебиторской задолженности по НДС в РФ на сумму 13 млн \$. Сельскохозяйственный дивизион уменьшил вклад в итоговую цифру на 50 млн \$, по сравнению с прошлым годом, в результате более низких объемов продаж и маржинальности. В целом за 2018, EBITDA холдинга составила 204 млн \$, сократившись на 37% г/г. Соотношение чистого долга к 12-месячной EBITDA увеличилось на 91% г/г до 3.1. Кернел также опубликовал операционные результаты за 1кв19, согласно которым, торговый оборот сегмента зерна в Украине прибавил 86% г/г, а объемы продаж масла наливом остались на прежнем уровне. В ходе конференц-звонка для инвесторов менеджмент обнародовал свои прогнозы на 2019: EBITDA сельскохозяйственного дивизиона должна составить 160 млн \$ (без учета МСФО 41), средняя маржа повысится (90 \$/т на текущий момент, но почти нулевая за 1кв19), а объемы торговли и перевалки зерна возрасти до 5.4 млн тонн на фоне введения в эксплуатацию новых мощностей Transbulk терминала и расширения сети элеваторов. Кернел планирует направить 330 млн \$ на капитальные инвестиции, из которых 280 млн \$ - на проекты по увеличению оборотов бизнеса.

Наш взгляд: Квартальный показатель EBITDA оказался значительно ниже наших оценок в результате неожиданных убытков от торговли фьючерсами и меньших, чем прогнозировал менеджмент, доходов сельскохозяйственного сегмента (70 млн \$ за год вместо предполагаемых 85 млн \$). При этом, поскольку оба фактора были вызваны единоразовыми событиями (первый - слабыми результатами Avere и списанием НДС, а второй - сверхплановыми логистическими затратами), мы не ожидаем их отрицательного влияния на 2019. Более того, учитывая, что озвученные во время звонка данные поддерживают нашу оценку среднегодовой маржинальности производства масла наливом на уровне 65 \$/т, а операционные результаты за 1кв19 уже свидетельствуют о росте объемов перевалки зерна и существенном повышении урожайности основных сельскохозяйственных культур (+40-70% г/г), мы не видим весомых причин для понижения нашего предыдущего годового прогноза EBITDA с отметки в 300 млн \$ (40 млн \$ за 1кв19). Таким образом, принимая во внимание предстоящую положительную динамику и минимальные риски неплатежеспособности (за счет долга компания в основном финансирует ликвидные активы), мы продолжаем считать холдинг одним из лучших эмитентов корпоративных еврооблигаций из Украины. Наша рекомендация по бумагам Кернела остается на отметке «покупать», учитывая текущую премию по доходности к суверенной кривой (порядка 50 бп) и спред с компанией-аналогом в сельскохозяйственной отрасли МХП (примерно 150 бп, с учетом разницы в дюрации).

Результаты Кернела по МСФО за 4кв18, млн \$

	4кв18	4кв17	г/г	3кв18	кв/кв
Выручка	789	511	55%	541	46%
EBITDA	26	36	-27%	73	-64%
Переоценка БА ¹	27	-22	нс	-12	нс
EBITDA скорр ²	0	58	-101%	85	-101%
Масло	15	17	-9%	14	13%
Агро	10	59	-84%	29	-67%
Зерно	-27	2	нс	35	-178%
Avere	-23	0	нс	46	-149%
Инфраструктура	11	12	-10%	16	-29%
EBITDA скорр маржа	0%	11%	-11пп	16%	-16пп
Чистая прибыль	-8	-16	нс	-26	нс
Маржа по прибыли	-1%	-3%	2pp	-5%	4pp
Чистый долг	622	514	21%	696	-11%
Долг/EBITDA ³	3.1	1.6	91%	2.6	15%
Скорр долг/EBITDA ⁴	1.5	0.5	193%	0.5	186%
OCF ⁵	149	90	66%	87	71%
Сарех ⁶	80	160	-50%	23	243%
FCF ⁷	69	-70	-198%	64	8%
Продажи масла, тыс т	387	282	37%	253	53%
Масло EBITDA/т, \$	40	60	-34%	54	-26%

(1) Биологические активы

(2) EBITDA исключая переоценку биологических активов

(3) Соотношение чистого долга к 12-месячному показателю EBITDA

(4) Соотношение чистого долга, скорректированного на

легкорализуемые товарно-материальные запасы (зерно) к

скорректированному показателю 12-месячной EBITDA

(5) Денежный поток от операционной деятельности

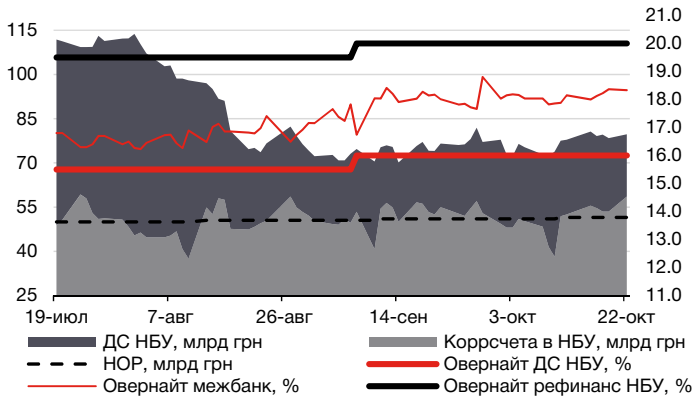
(6) Капитальные инвестиции

(7) Свободный денежный поток

Источник: данные компании, Adamant Capital

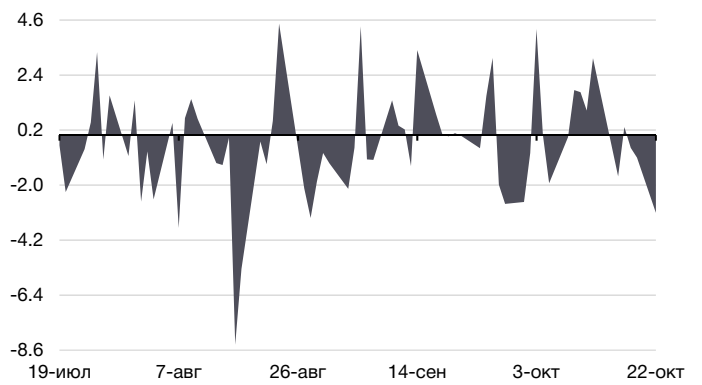
Приложение

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



Источник: НБУ, Adamant Capital

Приток от Госказначейства и ФГВФЛ в систему¹, млрд грн



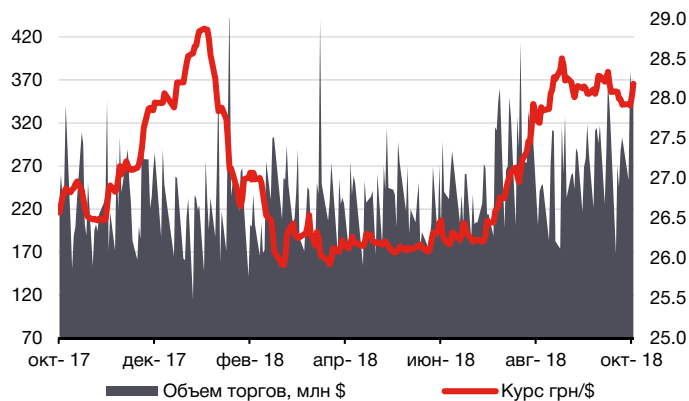
(1) Банковская система

Источник: НБУ

Ликвидность локального рынка (сумма коррсчетов в НБУ и депозитных сертификатов) сократилась на 0.9 млрд грн до 79.7 млрд грн за неделю. Министерство финансов 23 октября разместило облигации в гривне с погашением в феврале 2019, апреле 2019, июле 2019 и апреле 2020 с доходностью 19.0%, 18.5%, 18.5% и 18.5%, соответственно, а также в долларах США с погашением в июне 2019 и октябре 2020 с доходностью 7.0% и 7.5%, соответственно. Размещены были также облигации в евро с погашением в июне 2019 и ноябре 2019 с доходностью 4.6% и 4.07%, соответственно. Общие заимствования составили 86.8 млн грн, 276.1 млн \$ и 24.6 млн евро (включая аукцион, проведенный 18 октября).

Межбанковский курс грн/\$ на этой неделе девальвировал на 0.5%, открывшись на отметке 27.93 и закрывшись к концу на уровне 28.08.

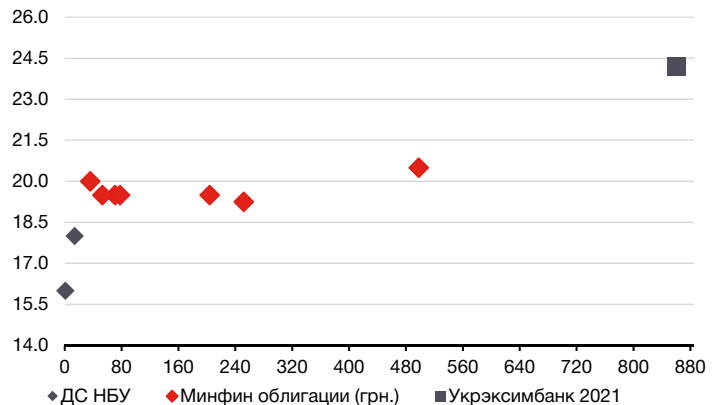
Курс валюты (пш) и объем межбанковских торгов (лш)



На основе официальных данных межбанковского рынка

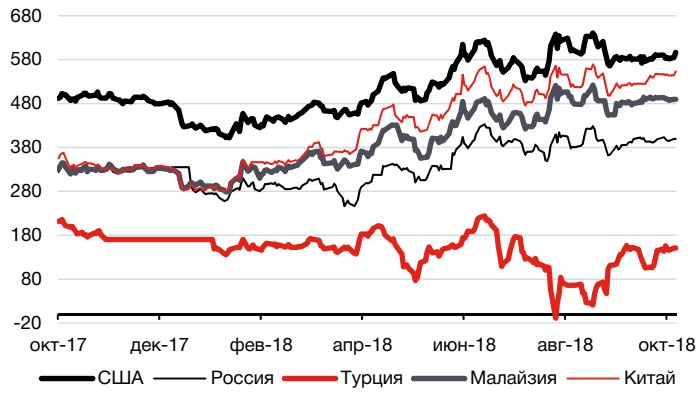
Источник: НБУ

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



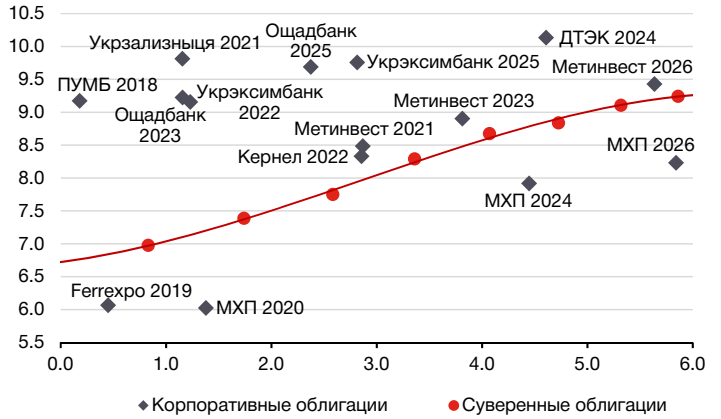
Источник: НБУ, Bloomberg, Adamant Capital

Премия 10 летней доходности Украины к другим странам, бп



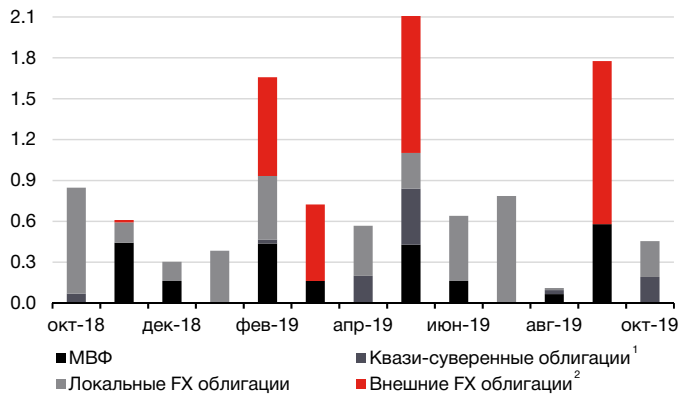
Источник: Bloomberg, Adamant Capital

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



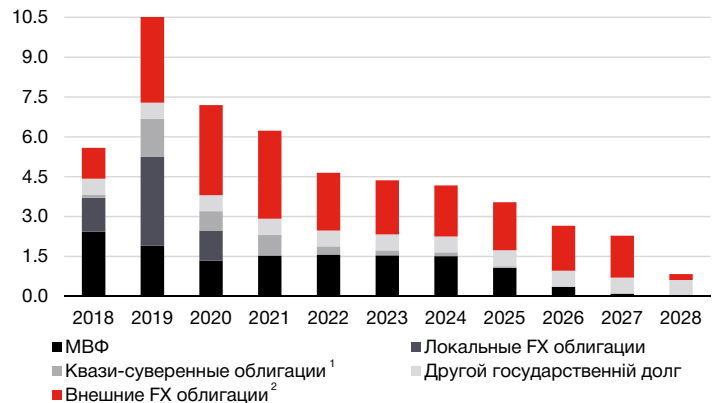
Источник: Bloomberg, Adamant Capital

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



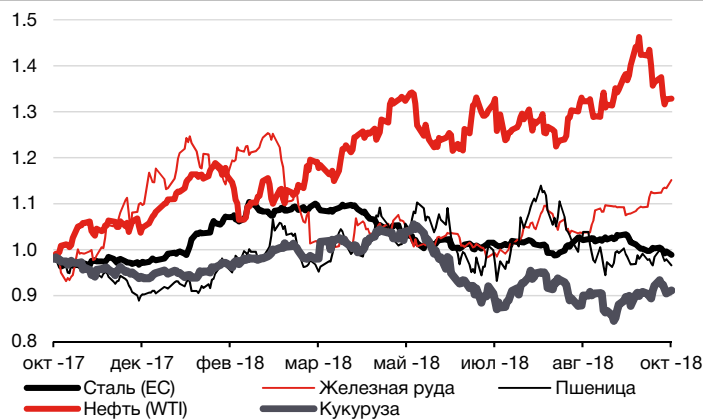
Процентные платежи включены в каждую категорию
 (1) Долг государственных банков, Укрзалізниця и муниципалитетов
 (2) Включают кредитные гарантии США
 Источник: Bloomberg, Adamant Capital

График погашения внешнего долга Украины на 2018-28, млрд \$



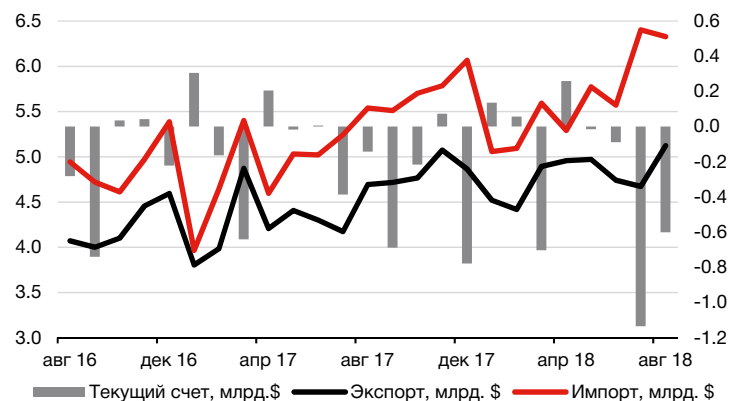
Процентные платежи включены в каждую категорию, амортизационные выплаты по локальным FX облигациям включены с сентября 2018
 (1) Долг государственных банков, Укрзалізниця и муниципалитетов
 (2) Включают кредитные гарантии США
 Источник: Bloomberg, Adamant Capital

Мировые индексы цен на сырье



Все индексы приведены с базисом 1. Используются следующие котировки: North America HRC Spot; 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								
	1кв17	2кв17	3кв17	4кв17	2017	1кв18	2кв18	2018П
Рост реального ВВП, г/г %	2.8%	2.6%	2.4%	2.2%	2.5%	3.1%	3.8%	3.4%
Номинальный ВВП, млрд грн	591	665	833	894	2,983	700	807	3,533
Номинальный ВВП, млрд \$	22	26	32	33	112	26	31	129
Рост дефлятора ВВП, г/г % ¹	26.2%	20.9%	21.1%	20.9%	22.0%	14.9%	17.0%	14.6%
ИПЦ (средний за период), г/г %	14.0%	13.8%	16.1%	14.0%	14.5%	13.8%	11.6%	11.0%
ИПЦ (на конец периода), г/г %	15.1%	15.6%	16.4%	13.7%	13.7%	13.2%	9.9%	10.0%
Дефицит бюджета, % ВВП ^{1,2,6}	-0.7%	-7.2%	1.3%	9.4%	1.4%	0.4%	-1.6%	2.5%
Широкий дефицит бюджета, % ВВП ³	3.8%	-7.2%	4.0%	12.7%	4.1%	0.4%	-1.2%	2.6%
Государственный долг, % ВВП	77.4%	73.9%	72.7%	71.8%	71.8%	66.4%	61.8%	63.3%
Внешний государственный долг, % ВВП ⁴	46.9%	47.4%	46.5%	43.7%	43.7%	41.7%	38.7%	39.0%
Общий внешний долг, млрд \$	114	115	116	115	115	115	114	117
Экспорт товаров и услуг, млрд \$	12.6	12.9	13.6	14.9	60.8	13.8	14.6	54.8
Импорт товаров и услуг, млрд \$	13.7	14.2	15.9	17.0	54.0	15.7	16.6	65.1
Сальдо торгового баланса, млрд \$	-1.1	-1.3	-2.3	-2.1	6.8	-1.9	-2.0	-10.3
Текущий счет, млрд \$	-0.8	-0.3	-1.7	-1.0	-3.8	-0.7	0.0	-3.5
Финансовый счет, млрд \$ ⁵	-0.2	-1.9	-2.5	-1.7	-6.4	-0.4	-0.5	-3.5
Резервы НБУ, млрд \$	15.1	18.0	18.6	18.8	18.8	18.2	18.0	17.4
Средний курс на межбанке, грн/\$ ⁷	27.1	26.0	25.9	26.9	26.6	27.3	26.2	27.5
Курс на межбанке (на конец периода), грн/\$	27.0	26.0	26.6	28.1	28.1	26.3	26.3	29.0
Учетная ставка НБУ (на конец периода), %	14.0%	12.5%	12.5%	14.5%	14.5%	17.0%	17.0%	19.0%

(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 (бескупонная)	-	-	0.0	фев-19	11.2	96.3	0.0	0.3	725
Украина 2019	Держать	1-дек-16	7.8	сен-19	7.0	100.6	0.0	0.8	661
Украина 2023	Держать	1-дек-16	7.8	сен-23	8.7	96.4	-1.0	4.1	1,355
Украина 2027	Держать	1-дек-16	7.8	сен-27	9.3	90.8	-1.1	6.4	1,307
Украина 2032	Держать	1-дек-16	7.4	сен-32	9.5	84.1	-0.9	8.1	3,000
МХП 2024	Держать	23-окт-18	7.8	май-24	7.9	99.3	0.2	4.4	500
МХП 2026	Держать	23-окт-18	7.0	апр-26	8.2	93.0	0.4	5.8	550
ДТЭК 2024	Покупать	25-сен-18	10.8	дек-24	10.1	102.8	1.1	4.6	1,344
Феррэкспо 2019	Покупать	9-окт-18	10.4	апр-19	6.1	101.9	-0.1	0.5	346
Метинвест 2023	Держать	9-окт-18	7.8	апр-23	8.9	95.8	0.6	3.8	945
Метинвест 2026	Держать	9-окт-18	8.5	апр-26	9.4	95.1	0.6	5.6	648
Укрлендфарминг 2018	Продавать	13-июн-17	10.9	мар-18	нс	21.0	-0.1	2.4	543
Авангард 2018	Продавать	5-июн-18	10.0	окт-18	нс	20.5	0.1	0.0	214
ПУМБ 2018	Покупать	7-авг-18	11.0	дек-18	9.2	100.3	-0.2	0.2	59
ПриватБанк в дефолте (10.250)	-	-	10.3	янв-18	нс	22.2	0.1	2.7	160
ПриватБанк в дефолте (10.875)	-	-	10.9	фев-21	нс	22.5	0.0	2.6	175
Ощадбанк 2023	Покупать	7-авг-18	9.4	мар-23	9.2	100.5	-0.2	1.2	700
Ощадбанк 2025	Покупать	7-авг-18	9.6	мар-25	9.7	99.7	-0.1	2.4	500
Укрэксимбанк 2021 (в гривне)	Покупать	7-авг-18	16.5	мар-21	25.5	84.7	0.0	2.0	150
Укрэксимбанк 2022	Покупать	7-авг-18	9.6	апр-22	9.2	101.4	0.0	1.2	750
Укрэксимбанк 2025	Покупать	7-авг-18	9.8	янв-25	9.8	99.9	0.0	2.8	600
Укрзалізниця 2021	Покупать	9-окт-18	9.9	сен-21	9.8	100.1	-0.2	1.2	500
Мрия 2018	Держать	19-июн-18	9.5	апр-18	нс	7.4	0.3	1.3	400
Кернел 2022	Покупать	23-окт-18	8.8	янв-22	8.3	101.2	-0.1	2.9	500

Источник: Bloomberg, Adamant Capital

Календарь событий на 2 недели		
Событие	Тип даты	Дата
НБУ - пересмотр учетной ставки	Точная	25 окт
Казначейство - месячный отчет по госбюджету	Индикативная	26 окт
Метинвест - отчет за август	Индикативная	26 окт
Банки - финансовые результаты за 3кв18 МСФО	Индикативная	30 окт
НБУ - статистика по платежному балансу	Точная	31 окт
Метинвест - операционные результаты за 3кв и 9мес18	Индикативная	2 ноя

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.