

Еженедельный обзор

- Зеленский выиграл президентские выборы с большим отрывом
- Россия ввела ограничения на экспорт нефтепродуктов и угля в Украину
- Операционные результаты МХП за 1кв19: производство мяса увеличилось на 13% г/г
- Операционные результаты Кернела за 3кв19 совпали с ожиданиями

Зеленский выиграл президентские выборы с большим отрывом.

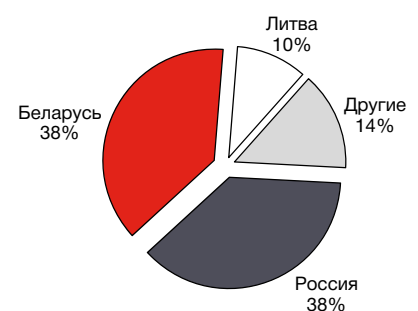
Согласно официальным данным, бывшего шоумена поддержали 73.2% избирателей. Такое количество голосов во втором туре является рекордным в истории Украины. Как и после 31 марта, Миссия ОБСЕ и местные организации гражданского контроля констатировали, что выборы были конкурентными и проводились с соблюдением прав и свобод. В ходе пресс-конференции 21 апреля Зеленский заявил, что не планирует увольнять действующего главу НБУ Якова Смолия.

Наш взгляд: Результаты голосования не стали для нас сюрпризом, поскольку полностью совпали с соцпросами на кануне выборов. Учитывая, что члены команды победителя (20 экспертов были представлены общественности 18 апреля) до сих пор озвучивали несколько противоречивые тезисы, идеология новой для страны политической силы остается в основном неизвестной. В то же время, личное обещание Зеленского не менять текущее руководство НБУ дает определенную надежду на то, что сотрудничество Украины с МВФ не будет поставлено под удар в связи со сменой власти. Учитывая, что до парламентских выборов остается еще шесть месяцев, мы не исключаем сценария их досрочного проведения.

Россия ввела ограничения на экспорт нефтепродуктов и угля в Украину. Согласно официальному постановлению Правительства РФ, с 1 июня вывоз вышеупомянутых товаров будет осуществляться только на основании специальных разрешений.

Наш взгляд: Украина в 2018 году импортировала нефтепродуктов и угля на сумму порядка 8.2 млрд \$, из которых 48% были ввезены из России. Хотя замещение такой значительной доли контрактов может вызвать определенные задержки в поставках, мы считаем, что существенных проблем с закупкой данных энергоносителей у других стран возникнуть не должно. Таким образом, наиболее негативным последствием эмбарго, даже в самом строгом его проявлении (отказ на выдачу каких-либо разрешений), станет, скорее всего, рост цен на данные товары на внутреннем рынке. С макроэкономической точки зрения, такой сценарий привел бы к умеренному ускорению инфляции (топливо и транспорт составляют 11% от потребительской корзины) и расширению дефицита ТС. Отрицательный эффект на рост экономики в целом был бы, по нашему мнению, незначительным.

Импорт нефтепродуктов в Украину в 2018¹



(1) в целом составлял 5.2 млрд \$
Источник: ГССУ, Adamant Capital

Операционные результаты МХП за 1кв19: производство мяса увеличилось на 13% г/г до 171 тыс т. Согласно пресс-релизу, данный рост был вызван запуском с начала января двух дополнительных бригад по выращиванию птицы в Винницком птицекомплексе. Торговый оборот с третьими лицами увеличился на 21% г/г до 164 тыс т, причем экспорт прибавил 47%, достигнув 93 тыс т. Средние цены реализации курятины остались на прошлогоднем уровне как в гривневом, так и в долларовом эквиваленте. Посевы озимых культур, которые заняли 94 тыс га земельного банка МХП, находятся в хорошем состоянии.

Операционные результаты МХП за 1кв19					
(Сегмент мяса птицы)	1кв19	1кв18	г/г	4кв18	кв/кв
Производство, тыс т	171	152	13%	159	7%
Продажи, тыс т	164	135	21%	144	14%
Экспорт, тыс т	93	63	47%	73	28%
доля в продажах	57%	47%	10пп	51%	6пп
Средняя цена, грн/кг	38.63	38.78	0%	40.56	-5%
Средняя цена, \$/кг	1.41	1.42	0%	1.45	-3%

Источник: данные компании, Adamant Capital

Наш взгляд: Опубликованные операционные данные в целом совпали с нашими ожиданиям. Положительная динамика производства мяса соответствовала заявленным планам компании увеличить валовый выход на 100 тыс т в этом году (+15% г/г). Рост объемов продаж сказался исключительно на цифрах экспорта, поскольку внутренний рынок уже давно достиг точки насыщения. Отсутствие сдвигов цены г/г несколько разочаровало и, согласно нашим оценкам, должно привести к сокращению EBITDA на кг до 0.4 \$ в первом квартале (на 11% кв/кв). Тем не менее, мы ожидаем восстановления данного индикатора до 0.5 \$ в среднем за 2019. Наш прогноз консолидированной EBITDA за 1кв19 составляет 91 млн \$, что позволяет нам подтвердить нашу годовую оценку этого показателя на уровне 500 млн \$ (включая доходы Perutnina Ptuj, но исключая эффекты от МСФО 41). Как сообщалось нами ранее, соотношение чистого долга к 12 месячной EBITDA должно, в ближайшей перспективе, оставаться ниже 3.0, если расходы на приобретение словенского производителя действительно составили не более 250-300 млн \$. Наша рекомендация по бумагам компании остается на отметке «держать», отражая самую высокую стоимость данных еврооблигаций из всех корпоративных эмитентов из Украины.

Операционные результаты Кернела за 3кв19 совпали с ожиданиями. Продажи масла наливом увеличились на 41% г/г в основном благодаря низкой базе сравнения в 2018, возникшей в связи со сдвигом в поставках с 3кв18 на 4кв18. Объемы переработки семян остались на прошлогоднем уровне (0.9 млн т). Экспорт зерна холдинга из Украины прибавил 63% г/г и за 9 месяцев составил 4.7 млн т или 77% от годового прогноза менеджмента. Объем перевалки продемонстрировал скачок на 17%, достигнув рекордных 1.2 млн т, отражая высокое предложение сельхоз культур на рынке и постепенное введение в эксплуатацию нового терминала. Согласно данным АПК-Информ и Bloomberg, средние цены на пшеницу, кукурузу и подсолнечное масло сократились на 7%, 6% и 12% г/г, соответственно.

Наш взгляд: Исключая необычно большой объем продаж масла наливом за квартал даже в абсолютном выражении (наверняка будет компенсирован более скромной цифрой за 4кв18), опубликованные данные в целом соответствовали ожиданиям. Согласно нашим расчетам, EBITDA в 3кв19 составит порядка 100 млн \$, если маржа маслоэкстракционного сегмента выйдет на уровень 65 \$/т. Финальная цифра будет также зависеть от доли доходов сельскохозяйственного дивизиона, которая придется на данный отчетный период (вклад за год был оценен менеджментом в 170 млн \$). Как отмечалось нами ранее, результаты этого сегмента уже отклонялись от целевых значений в прошлом, и повторение такого сценария является ключевым источником риска на 2019. Тем не менее, на сегодняшний день опубликованные данные позволяют нам подтвердить наш годовой прогноз EBITDA на уровне 340 млн \$. Наша оценка кредитных метрик и ликвидности холдинга остается без изменений с последнего обзора. Мы подтверждаем нашу рекомендацию «покупать» бумаги холдинга, но отмечаем, что еврооблигации Кернела уже торгуются с премией к суверенной кривой и Метинвесту (хотя все еще с дисконтом к МХП).

Операционные результаты Кернела за 3кв19					
	3кв19	3кв18	г/г	2кв19	кв/кв
Продажи зерна, млн т	2.12	1.09	95%	2.86	-26%
Украина	1.53	0.94	63%	1.75	-13%
Продажи масла, тыс т	358	254	41%	342	5%
Отжим масличн, тыс т	908	849	7%	941	-3%
Перевалка, млн т	1.41	1.51	-7%	1.72	-18%
Украина	1.17	1.00	17%	1.26	-7%
Россия (Тамань)	0.24	0.51	-54%	0.46	-49%
Цена на кукурузу ¹ , \$/т	153	162	-6%	155	-1%
Цена на пшеницу ² , \$/т	183	197	-7%	198	-7%
Цена на масло ³ , \$/т	665	757	-12%	651	2%

(1) Индекс цен на кукурузу, Чикагская товарная биржа (CBOT)

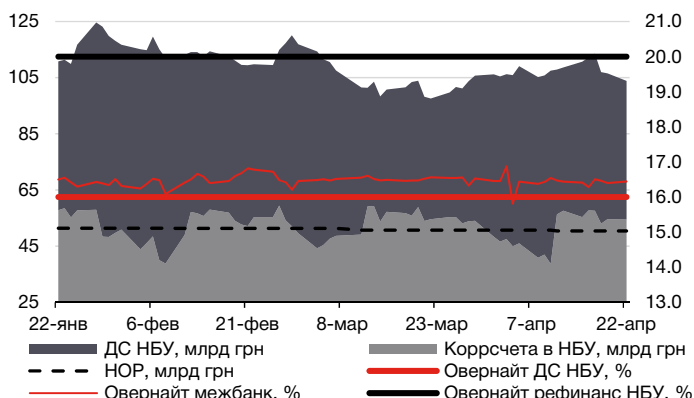
(2) Индекс цен на пшеницу Чикагская товарная биржа (CBOT)

(3) Экспортная цена на подсолнечное масло на условиях FOB, АПК-Информ

Источник: данные компании, Bloomberg, Adamant Capital

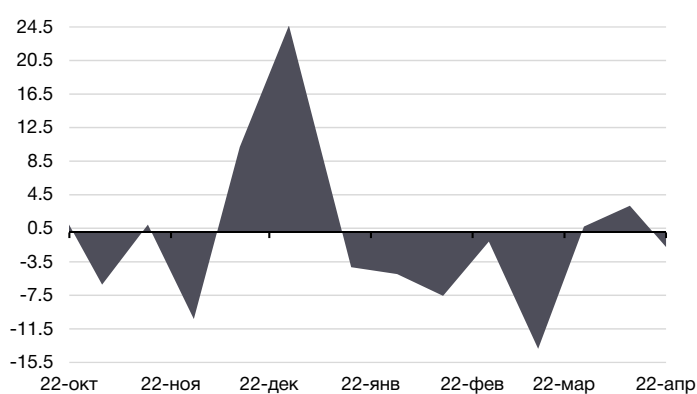
Приложение

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 две недели

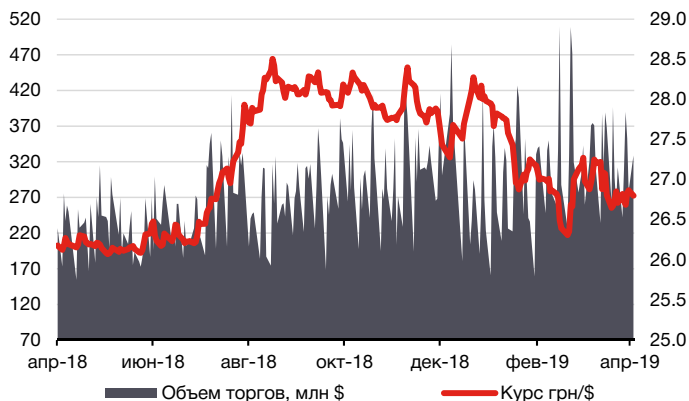
(1) Банковская система

Источник: НБУ

Ликвидность локального рынка (сумма коррсчетов в НБУ и депозитных сертификатов) сократилась на 6.8 млрд грн до 103.8 млрд грн за неделю. Министерство финансов 23 апреля разместило облигации в гривне с погашением в августе 2019, октябре 2019, апреле 2020, сентябре 2020, июне 2021 и августе 2023 с доходностью 19.0%, 19.0%, 18.5%, 18.25%, 18.0% и 16.0%, соответственно, а также в долларах США с погашением в декабре 2019, феврале 2021 и августе 2020 с доходностью 7.25%, 7.75% и 3.85% (последняя с возможностью досрочной амортизации), соответственно. Общие заимствования составили 11.2 млрд грн и 82.1 млн \$.

Межбанковский курс грн/\$ на этой неделе укрепился на 0.1%, открывшись на отметке 26.73 и закрывшись к концу на уровне 26.69.

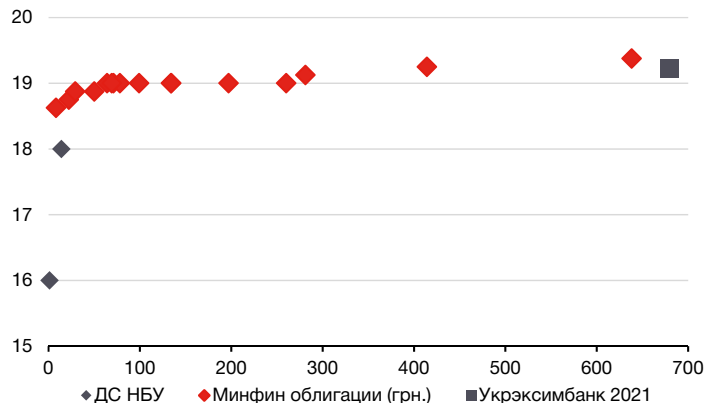
Курс валюты (пш) и объем межбанковских торгов (лш)



На основе официальных данных межбанковского рынка

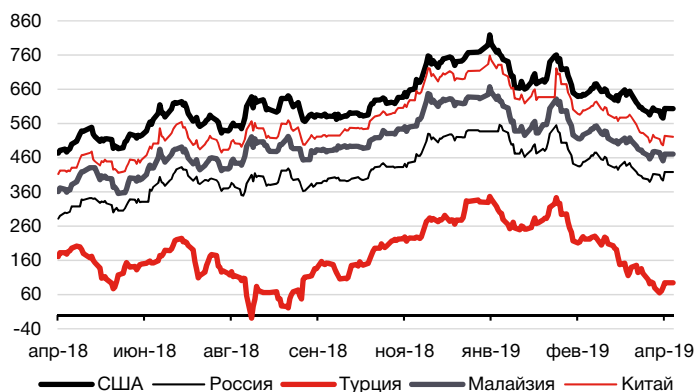
Источник: НБУ

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



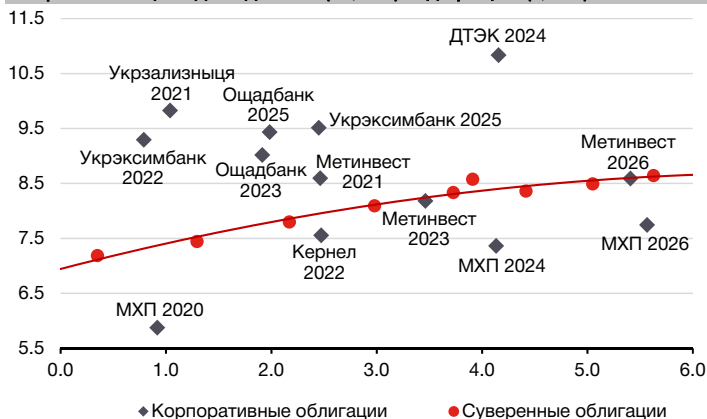
Источник: НБУ, Bloomberg, Adamant Capital

Премия 10 летней доходности Украины к другим странам, бп



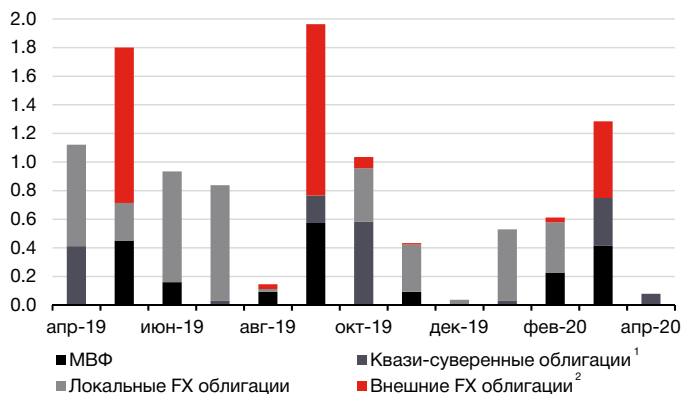
Источник: Bloomberg, Adamant Capital

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



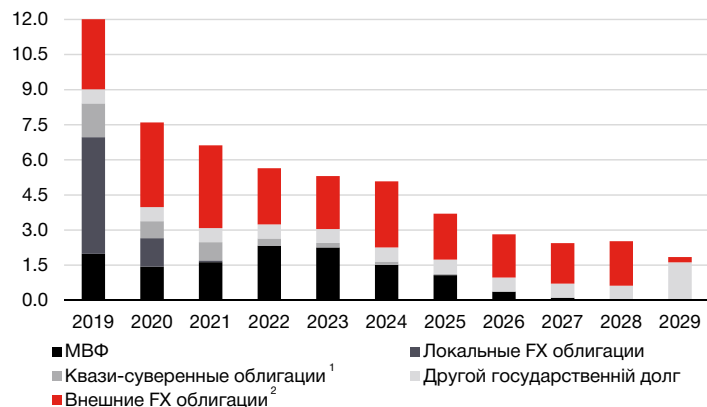
Источник: Bloomberg, Adamant Capital

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



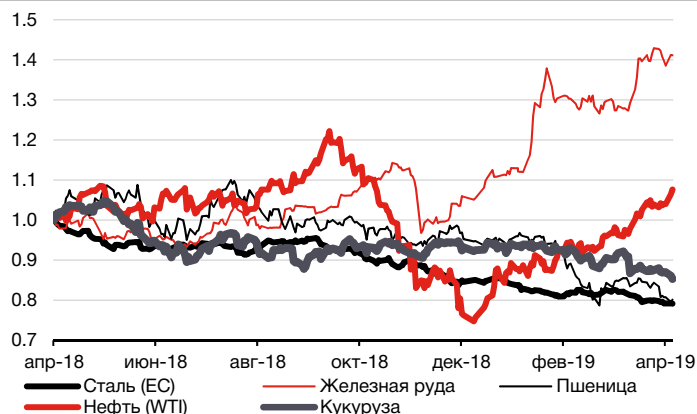
Процентные платежи включены в каждую категорию
 (1) Долг государственных банков, Укрэксимбанка и муниципалитетов
 (2) Включают кредитные гарантии США
 Источник: Bloomberg, Adamant Capital

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



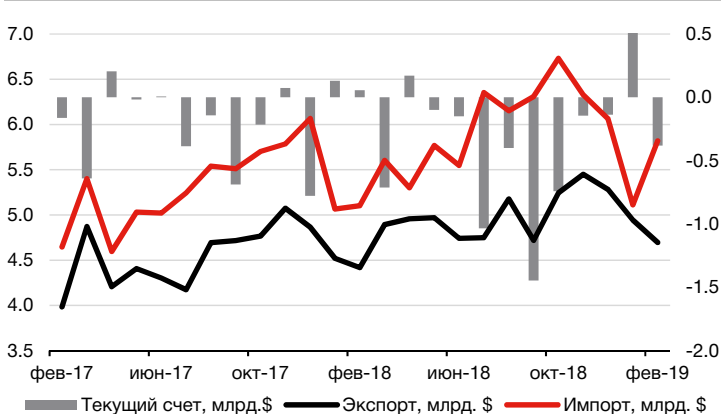
Процентные платежи включены в каждую категорию, амортизационные выплаты по локальным FX облигациям включены с сентября 2018
 (1) Долг государственных банков, Укрэксимбанка и муниципалитетов
 (2) Включают кредитные гарантии США
 Источник: Bloomberg, Adamant Capital

Мировые индексы цен на сырье



Все индексы приведены с базисом 1. Используются следующие котировки: Platts TSI HRC N Europe; 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								
	2017	1кв18	2кв18	3кв18	4кв18	2018	1кв19П	2019П
Рост реального ВВП, г/г %	2.5%	3.3%	3.8%	2.8%	3.5%	3.3%	2.5%	2.8%
Номинальный ВВП, млрд грн	2,984	705	811	995	1,048	3,559	798	4,024
Номинальный ВВП, млрд \$	113	26	31	36	37	131	29	141
Рост дефлятора ВВП, г/г % ¹	22.1%	15.1%	17.4%	16.0%	13.5%	15.0%	10.4%	10.0%
ИПЦ (средний за период),г/г %	14.5%	13.8%	11.6%	8.9%	9.7%	11.0%	9.1%	8.8%
ИПЦ (на конец периода),г/г %	13.7%	13.2%	9.9%	8.9%	9.8%	9.8%	9.2%	6.8%
Дефицит бюджета, % ВВП ^{1,2,6}	1.4%	0.4%	-1.7%	-0.4%	7.9%	1.9%	-0.3%	2.0%
Широкий дефицит бюджета, % ВВП ³	4.0%	0.4%	-1.2%	-0.4%	8.3%	2.2%	-0.3%	2.0%
Государственный долг, % ВВП	71.8%	66.3%	61.6%	62.1%	60.9%	60.9%	58.5%	55.9%
Внешний государственный долг, % ВВП ⁴	43.5%	41.6%	38.6%	37.6%	38.6%	38.6%	37.7%	35.6%
Общий внешний долг, млрд \$	115	115	114	114	115	115	115	112
Экспорт товаров и услуг, млрд \$	53.9	13.8	14.7	14.6	16.0	59.1	14.9	61.5
Импорт товаров и услуг, млрд \$	62.5	15.8	16.6	18.8	19.1	70.3	16.6	73.0
Сальдо торгового баланса, млрд \$	-8.6	-1.9	-1.9	-4.2	-3.1	-11.2	-1.7	-11.5
Текущий счет, млрд \$	-2.4	-0.5	-0.1	-2.9	-1.0	-4.5	-0.2	-4.5
Финансовый счет, млрд \$ ⁵	-5.0	-0.3	-0.7	-2.1	-4.3	-7.4	-0.6	-3.9
Резервы НБУ, млрд \$	18.8	18.2	18.0	16.6	20.8	20.8	20.6	19.5
Средний курс на межбанке, грн/\$ ⁷	26.5	27.3	26.2	27.4	28.0	27.2	27.3	28.5
Курс на межбанке (на конец периода), грн/\$	28.1	26.3	26.3	28.3	27.7	27.7	27.2	30.0
Учетная ставка НБУ (на конец периода), %	14.5%	17.0%	17.0%	18.0%	18.0%	18.0%	18.0%	17.0%

(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 РПБ6 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	Держать	-	7.8	сен-19	7.2	100.2	-0.1	0.4	661
Украина 2023	Держать	-	7.8	сен-23	8.3	97.9	-1.0	3.7	1,355
Украина 2024	Держать	-	9.0	фев-24	8.6	101.6	-0.6	3.9	750
Украина 2027	Держать	-	7.8	сен-27	8.7	94.6	-1.2	6.2	1,307
Украина 2028	Держать	-	9.8	ноя-28	9.0	104.6	-1.4	6.2	1,600
Украина 2032	Держать	-	7.4	сен-32	8.6	90.6	-1.3	8.1	3,000
МХП 2024	Держать	23-апр-19	7.8	май-24	7.4	101.6	-0.2	4.1	500
МХП 2026	Держать	23-апр-19	7.0	апр-26	7.7	95.8	0.0	5.6	550
ДТЭК 2024	Покупать	5-мар-19	10.8	дек-24	10.8	99.7	-0.1	4.2	1,344
Метинвест 2023	Держать	16-апр-19	7.8	апр-23	8.2	98.6	-0.3	3.5	945
Метинвест 2026	Держать	16-апр-19	8.5	апр-26	8.6	99.5	-0.1	5.4	648
Укрлендфарминг в дефолте	Продавать	13-июн-17	10.9	мар-18	нс	14.0	0.0	нс	543
Авангард в дефолте	Продавать	9-апр-19	10.0	окт-18	нс	18.0	0.1	нс	214
ПриватБанк в дефолте (10.250)	-	-	10.3	янв-18	нс	21.2	0.3	нс	160
ПриватБанк в дефолте (10.875)	-	-	10.9	фев-21	нс	23.6	3.3	нс	175
Ощадбанк 2023	Покупать	12-фев-19	9.4	мар-23	9.0	101.1	-0.1	1.9	700
Ощадбанк 2025	Покупать	12-фев-19	9.6	мар-25	9.4	100.8	0.0	2.0	500
Укрэксимбанк 2021 (в гривне)	-	-	16.5	мар-21	19.7	95.1	0.0	1.6	150
Укрэксимбанк 2022	Покупать	12-фев-19	9.6	апр-22	9.3	100.9	0.0	0.8	750
Укрэксимбанк 2025	Покупать	12-фев-19	9.8	янв-25	9.5	101.0	-0.1	2.4	600
Укрзализныця 2021	Покупать	9-окт-18	9.9	сен-21	9.8	100.1	0.1	1.0	500
Кернел 2022	Покупать	23-апр-19	8.8	янв-22	7.6	102.9	0.0	2.5	500

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

Календарь событий на 2 недели		
Событие	Тип даты	Дата
НБУ - пересмотр учетной ставки	Точная	25-апр
НБУ - статистика по платежному балансу	Точная	26-апр
Казначейство - месячный отчет по госбюджету	Индикативная	26-апр
Метинвест - операционные результаты за 1кв19	Индикативная	26-апр
Банки - финансовые результаты за 1кв19 и 2018 МСФО	Индикативная	30-апр
НБУ - статистика по международным резервам	Точная	7-май

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 копирована или воспроизведена без предварительного согласия Adamant Capital.