

Еженедельный обзор

- Парламент принял требуемый МВФ закон о приватизации, а президент назначил нового главу НБУ
- Независимый аудит Kroll подтвердил заявления НБУ касательно мошенничества в Приватбанке
- Операционные результаты Кернела за 2кв18 - слабые финансовые показатели вероятны
- Изменения кредитных рейтингов: Fitch повысил Феррэкспо до 'B' с положительным прогнозом, а S&P присвоил Метинвесту 'B-' со стабильным прогнозом

Парламент принял требуемый МВФ закон о приватизации, а президент назначил нового главу НБУ. Законодательные изменения позволят совершать продажи государственного имущества на основе английского права (до 2021 года), создают возможность разрешения споров путем международного арбитража, обязывают Фонд государственного имущества нанимать международных инвестиционных консультантов для оценки активов и поиска покупателей для больших компаний (со стоимостью активов больше 9 млн \$), а также совершенствуют и упрощают приватизационный процесс в целом. Возглавлять Национальный банк, в случае успешного голосования в Парламенте, будет текущий исполняющий обязанности этой должности Яков Смолий.

Наш взгляд: Помимо выполнения структурного маяка, необходимого для получения следующего транша от МВФ, закон о приватизации приближает Украину как никогда близко к возможности реального старта продаж государственного имущества. По нашему мнению, из принятых изменений, наиболее полезными являются правки нацеленные на защиту прав будущих инвесторов (возможность проводить сделки в рамках английского права и международный арбитраж). В то же время, мы не исключаем, что на практике начало процесса может быть существенно отложено, несмотря на закрепление некоторых временных ограничений на законодательном уровне (например, Кабинет министров должен утвердить перечень объектов приватизации в течение трех месяцев после вступления закона в силу). Касательно главы НБУ, мы считаем вероятность поддержания кандидатуры президента в парламенте очень высокой. Учитывая, что Смолий фактически руководит регулятором еще с апреля прошлого года, существенных изменений в деятельности этой структуры сопутствующих его назначению мы не ожидаем.

Независимый аудит Kroll подтвердил заявления НБУ касательно мошенничества в Приватбанке. Согласно пресс-брифингу регулятора, посредством банка проводилось финансирование деятельности бывших акционеров, осуществлялись схемы отмывания средств, а финансовая информация фальсифицировалась. Расследование также подтвердило, что до момента национализации на конец декабря 2016 года более 95% кредитов учреждения были выданы связанным лицам. Большинство из них не обслуживается и не погашается, что привело к потере не менее 5.5 млрд \$.

Наш взгляд: Хотя итоги расследования были уже использованы для предоставления доказательств лондонскому суду в деле Приватбанка против его бывших акционеров, (результатом стал временный арест на активы последних в размере 2.5 млрд \$), завершение аудита вряд ли будет полезным в разрешении спора с держателями еврооблигаций. Бывшие инвесторы будут, скорее всего, оспаривать законность формальной процедуры bail-in, а не потребность национализации как таковой. Привлечение независимого консультанта для проверки деятельности Приватбанка было предусмотрено меморандумом с МВФ.

Операционные результаты Кернела за 2кв18 - слабые финансовые показатели вероятны. Согласно официальному пресс-релизу холдинга, объем продаж масла наливом уменьшился на 22% г/г и 33% кв/кв на фоне текущей конъюнктуры рынка (смещение спроса в сторону поставок на следующий квартал). Маслоэкстракционные заводы компании работали с максимальной загрузкой. Пропускная способность перевалочных терминалов снизилась на 10% г/г в связи с реализацией инвестиционных проектов (оптимизация существующих и строительство новых мощностей в Черноморском порту), в то время как продажи зерна (в Украине) остались на прежнем уровне. Средние цены на кукурузу, пшеницу и подсолнечное масло сократились на 9%, 11% и 1% г/г, соответственно.

Наш взгляд: Исходя из опубликованных данных и цен на сельскохозяйственную продукцию, мы считаем, что показатель EBITDA компании во 2кв18 (за исключением переоценки биологических активов) уменьшится на 44% до 71 млн \$. Такой прогноз предполагает, что маржа производства масла наливом останется низкой (порядка 45 \$/т) и, что вклад сельскохозяйственного сегмента сократится в соответствии с ранее обнародованными ожиданиями менеджмента (85 млн \$ за весь год, против 147 млн \$ в 2017). В то же время, поскольку часть доходов компании попросту перенесется на следующий квартал (благодаря смещению объемов продаж нефасованного масла), мы оставляем нашу оценку годовой EBITDA без изменений равной 230 млн \$. Касательно бумаг эмитента, мы считаем текущую премию к доходности суверенной кривой (порядка 30 бп) необоснованной, особенно учитывая наличие аналогичного размера дисконта у облигаций МХП. По нашему мнению, кредитные риски Кернела остаются умеренными, а доходы холдинга улучшаться уже в следующем году (EBITDA вполне может достигнуть запланированные 500 млн \$ к 2021).

Цена бумаг Приватбанка (бид), % от номинала



Источник: Bloomberg

Операционные результаты Кернела за 2кв18

	2кв18	2кв17	г/г	1кв18	кв/кв
Продажи зерна, млн т	1.18	1.53	-23%	0.80	47%
Украина	1.14	1.15	-1%	0.74	53%
Россия	0.04	0.38	-88%	0.06	-28%
Продажи масла, тыс т	265	341	-22%	393	-33%
Отжим масличных, тыс	911	909	0%	542	68%
Перевалка, млн т	1.65	1.66	-1%	1.29	28%
Украина	1.13	1.25	-10%	0.84	34%
Россия (Тамань)	0.52	0.42	25%	0.45	16%
Цена на кукурузу ¹ , \$/т	141	155	-9%	151	-7%
Цена на пшеницу ² , \$/т	161	181	-11%	183	-12%
Цена на масло ³ , \$/т	753	760	-1%	758	-1%

(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

Изменения кредитных рейтингов: Fitch повысил Феррэкспо до 'B' с положительным прогнозом, а S&P присвоил Метинвесту 'B-' со стабильным прогнозом. Согласно пресс-релизу Fitch, поднятие рейтинга Феррэкспо на одну ступень отражает повышение уровня ликвидности компании вследствие получения нового PXF-кредита. К тому же, по мнению агентства, группе удастся погасить предстоящие 2018 и 2019 годах внушительные выплаты по еврооблигациям при помощи собственных доходов и имеющихся остатков на счетах. Положительный прогноз отражает возможность улучшения рейтинга до B+ при условии поддержания ликвидности на нынешней высокой отметке. S&P аргументировал рейтинг кредитоспособности эмитента Метинвест наличием существенных операционных рисков в Украине и волатильностью доходов холдинга. Стабильный прогноз присвоен в связи с ожиданием поддержания высокой маржинальности, достигнутой в 2017, в 2018 и 2019 годах.

Наш взгляд: Повышение кредитного рейтинга Феррэкспо до уровня Метинвеста агентством Fitch выглядит несколько запоздалым, (последнему был присвоен 'B' еще в апреле 2017), учитывая, что относительный уровень ликвидности первого гораздо выше и, что 50% еврооблигаций группы будут погашены уже в течение трех месяцев. В то же время, наличие положительного прогноза свидетельствует о возможности поднятия оценки до 'B+', что, по нашему мнению, было бы вполне оправдано при условии сохранения высоких цен на железную руду и премий за окатыши. Такой пересмотр мог бы послужить причиной для роста цен на бумаги компании. Присвоение рейтинга S&P Метинвесту выглядит более своевременным, поскольку холдинг лишь с недавнего времени начал генерировать прибыль. В то же время, мы опять же, считаем, что компания представляет собой эмитента более низкого качества, чем Феррэкспо, и таким образом, не совсем согласны с текущей расстановкой оценок агентства. При этом, мы находим текущую разницу спредов доходности к суверенной кривой двух компаний (порядка 300 бп) необоснованно большой.

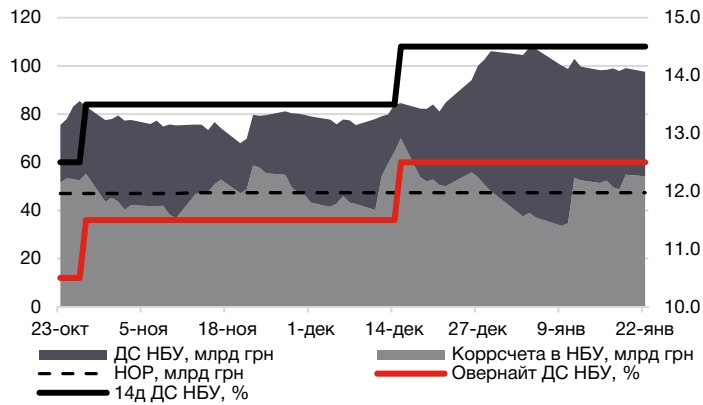
Долгосрочные рейтинги Fitch и S&P

Эмитент	Fitch	Дата	S&P	Дата	Дох Δ ¹
Суверен	B- Stable	окт-17	B- Stable	ноя-17	-
МХП	B Stable	сен-17	B Stable	июн-17	-25
ДТЕК	RD	мар-17	нд	нд	300
Феррэкспо	B Positive	янв-18	B- Positive	фев-17	80
Кернел	B+ Stable	окт-17	B Stable	фев-17	30
Ощадбанк	B- Stable	июл-17	нд	нд	100
Метинвест	B Stable	апр-17	B- Stable	янв-18	380
Укрэксимбанк	B- Stable	июл-17	нд	нд	100
Укрзализныця	CCC	мар-17	SD	май-15	180

(1) Премия к суверенной кривой по доходности, бп
 Источник: Fitch Ratings, S&P Global Ratings, Bloomberg, Adamant Capital

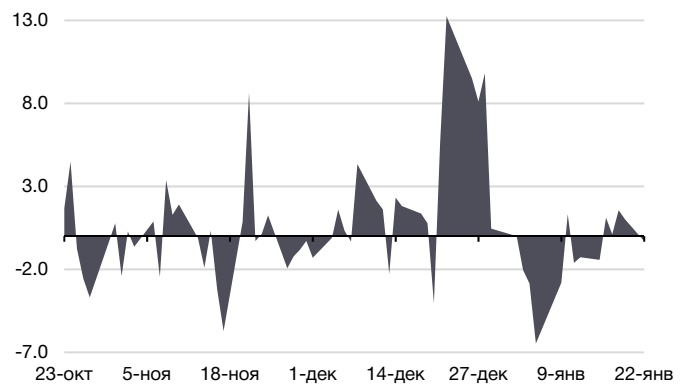
Приложение

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



Источник: НБУ, Adamant Capital

Приток от Госказначейства и ФГВФЛ в систему¹, млрд грн



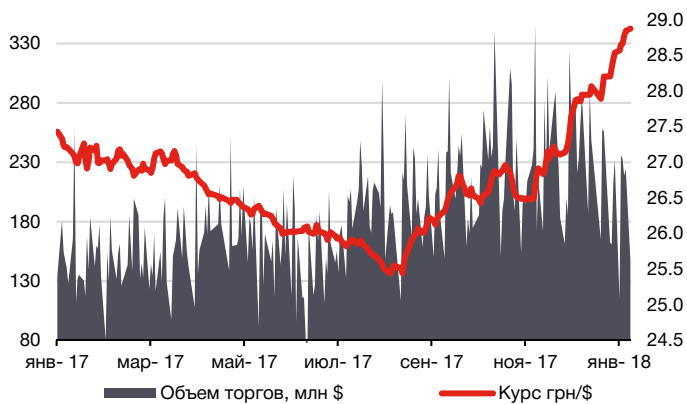
(1) Банковская система

Источник: НБУ

Ликвидность локального рынка (сумма коррсчетов в НБУ и депозитных сертификатов) сократилась на 0.83 млрд грн до 97.5 млрд грн за неделю. Министерство финансов 23 января разместило облигации в гривне с погашением в апреле и июле 2018, а также в январе 2021 с доходностью 16.0%, 16.0% и 15.7%, соответственно. В результате, было привлечено 2.31 млрд грн.

Межбанковский курс грн/\$ на этой неделе девальвировал на 0.7%, открывшись на отметке 28.65 и закрывшись к концу на уровне 28.86.

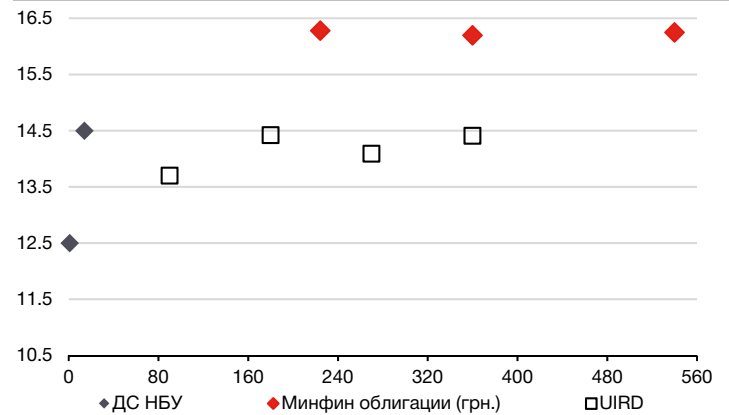
Курс валюты (пш) и объем межбанковских торгов (лш)



На основе официальных данных межбанковского рынка

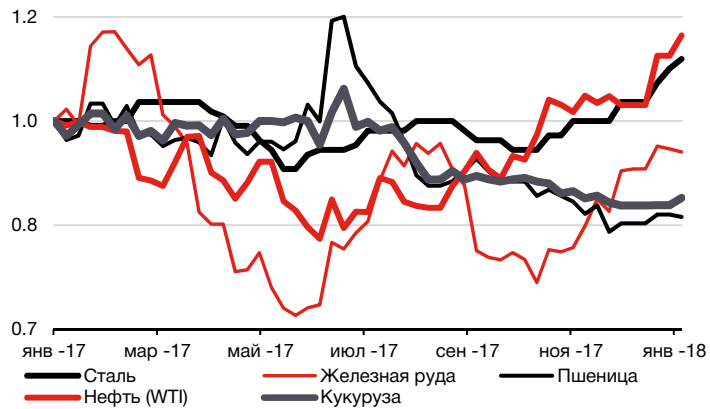
Источник: НБУ

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



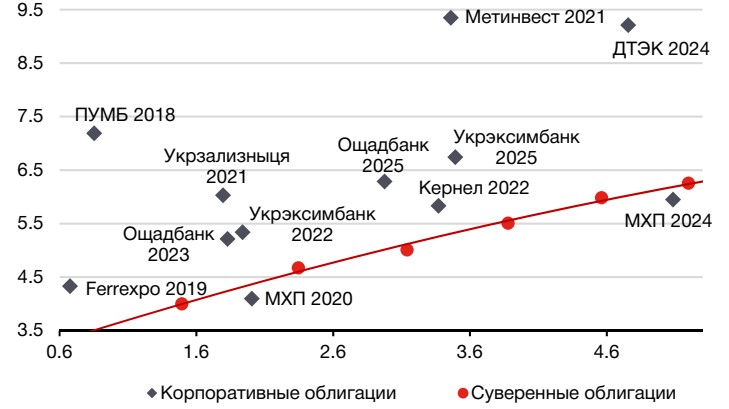
Источник: НБУ, Bloomberg, Adamant Capital

Мировые индексы цен на сырье



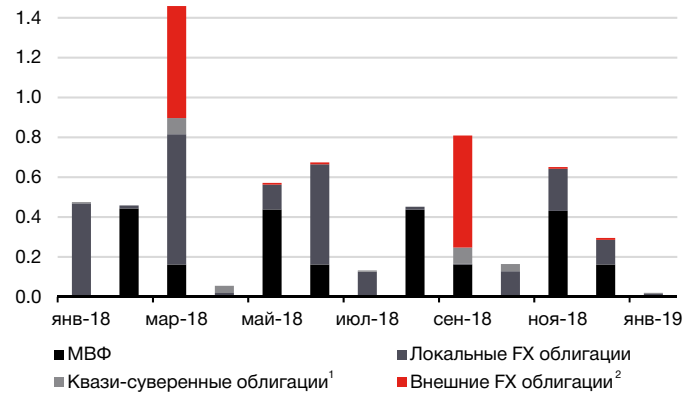
Источник: Bloomberg, Adamant Capital

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



Источник: Bloomberg, Adamant Capital

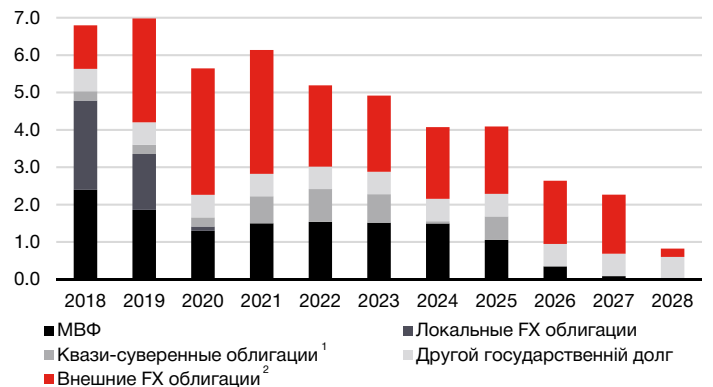
График погашения внешнего долга Украины на 12м, млрд \$



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

Источник: Bloomberg, Adamant Capital

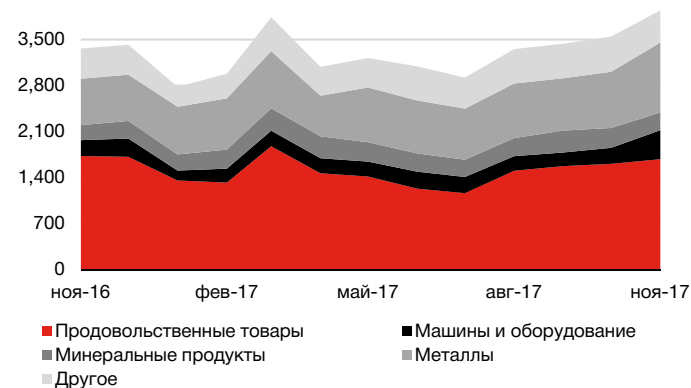
График погашения внешнего долга Украины на 2018-28, млрд \$



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

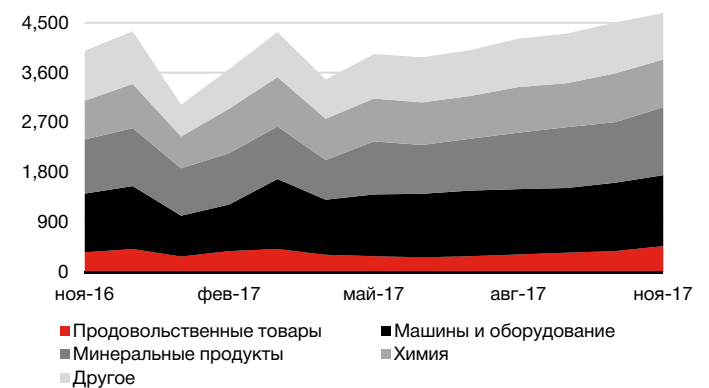
Источник: Bloomberg, Adamant Capital

Распределение экспорта Украины за 12м, млн \$



Источник: НБУ

Распределение импорта Украины за 12м, млн \$



Источник: НБУ

Основные макроэкономические показатели								
	3кв16	4кв16	2016	1кв17	2кв17	3кв17Е	2017Е	2018Е
Рост реального ВВП, г/г %	2.3%	4.8%	2.3%	2.4%	2.4%	2.1%	2.0%	3.1%
Номинальный ВВП, млрд грн	669	723	2,383	584	657	821	2,820	3,256
Номинальный ВВП, млрд \$	26	28	93	22	25	32	106	118
Рост дефлятора ВВП, г/г % ¹	15.3%	17.2%	17.2%	25.1%	20.0%	20.2%	16.0%	12.0%
ИПЦ (средний за период), г/г %	8.1%	12.3%	14.9%	14.0%	13.8%	16.1%	14.5%	10.3%
ИПЦ (на конец периода), г/г %	7.9%	12.4%	12.4%	15.1%	15.6%	16.4%	13.7%	8.5%
Дефицит бюджета, % ВВП ^{1,2,6}	3.0%	3.4%	2.3%	-0.8%	-7.7%	1.2%	3.7%	3.0%
Широкий дефицит бюджета, % ВВП ³	3.0%	22.6%	8.8%	4.2%	-7.7%	3.7%	6.1%	3.0%
Государственный долг, % ВВП	79.2%	80.8%	80.8%	77.7%	74.3%	73.4%	68.3%	68.2%
Внешний государственный долг, % ВВП ⁴	51.2%	49.0%	49.0%	47.1%	47.7%	46.9%	43.0%	42.4%
Общий внешний долг, млрд \$	116	114	114	114	115	117	116	117
Экспорт товаров и услуг, млрд \$	11.8	13.2	46.0	12.6	12.9	13.6	49.4	56.7
Импорт товаров и услуг, млрд \$	13.8	14.7	51.5	13.7	14.2	15.9	56.0	61.9
Сальдо торгового баланса, млрд \$	-2.0	-1.5	-5.5	-1.0	-1.3	-2.3	-6.3	-5.3
Текущий счет, млрд \$	-1.9	-0.8	-3.5	-0.8	-0.3	-1.7	-4.0	-3.0
Финансовый счет, млрд \$ ⁵	-2.4	-1.1	-4.7	-0.2	-1.9	-2.5	-6.7	-4.8
Резервы НБУ, млрд \$	15.6	15.5	15.5	15.1	18.0	18.6	18.8	21.1
Средний курс на межбанке, грн/\$ ⁷	25.4	25.9	25.6	27.1	26.0	25.9	26.6	27.5
Курс на межбанке (на конец периода), грн/\$	25.9	27.2	27.2	27.0	26.0	26.6	28.1	28.0
Учетная ставка НБУ (на конец периода), %	15.0%	14.0%	14.0%	14.0%	12.5%	12.5%	14.5%	13.0%

(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	Держать	1-дек-16	7.8	сен-19	4.0	105.8	0.0	1.5	661	
Украина 2023	Держать	1-дек-16	7.8	сен-23	6.0	108.3	0.3	4.6	1,355	
Украина 2027	Держать	1-дек-16	7.8	сен-27	6.8	106.3	-0.1	6.8	1,307	
Украина 2032	Держать	1-дек-16	7.4	сен-32	7.2	101.1	0.0	8.7	3,000	
МХП 2020	Держать	21-ноя-17	8.3	апр-20	4.1	108.6	0.0	2.0	505	
МХП 2024	Держать	21-ноя-17	7.8	май-24	5.9	109.3	0.9	5.1	500	
ДТЭК 2024	Покупать	5-дек-17	10.8	дек-24	9.2	107.4	1.5	4.8	1,309	
Феррэкспо 2019	Покупать	21-ноя-17	10.4	апр-19	4.3	104.1	-0.2	0.7	346	
Метинвест 2021	Покупать	28-ноя-17	9.4	дек-21	9.4	103.7	-0.2	3.5	1,187	
Укрлендфарминг 2018	Продавать	17-июн-17	10.9	мар-18	2254.0	20.75	-0.1	нд	543	
Авангард 2018	Продавать	5-дек-17	10.0	окт-18	452.3	19.6	-0.7	0.7	214	
ПУМБ 2018	Покупать	7-ноя-17	11.0	дек-18	7.2	103.2	0.1	0.9	103	
ПриватБанк 2018 (10.250)	Продавать	21-ноя-17	10.3	январь-18	85347.0	29.7	-0.3	0.0	200	
ПриватБанк 2018 (10.875)	Продавать	21-ноя-17	10.9	фев-21	2028.3	35.0	0.0	0.1	175	
Ощадбанк 2023	Покупать	7-ноя-17	9.4	мар-23	5.2	107.7	0.3	1.8	700	
Ощадбанк 2025	Покупать	7-ноя-17	9.6	мар-25	6.3	110.2	0.7	3.0	500	
Укрэксимбанк 2022	Покупать	7-ноя-17	9.6	апр-22	5.3	108.4	0.6	1.9	750	
Укрэксимбанк 2025	Покупать	7-ноя-17	9.8	январь-25	6.7	110.5	0.6	3.5	600	
Укрэлизныця 2021	Покупать	24-окт-17	9.9	сен-21	6.0	107.0	0.4	1.8	500	
Мрия 2018	Продавать	14-ноя-17	9.5	апр-18	6978.5	5.8	0.2	0.2	400	
Кернел 2022	Держать	23-январь-17	8.8	январь-22	5.8	110.3	0.0	3.4	500	

Источник: Bloomberg, Adamant Capital

Календарь событий на 2 недели		
Событие	Тип даты	Дата
Кернел - операционные результаты за 2кв18	Точная	19 янв
ГССУ - статистика по товарообороту	Точная	22 янв
ГССУ - статистика по транспорту	Точная	22 янв
ГССУ - статистика промышленности	Точная	23 янв

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 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.