

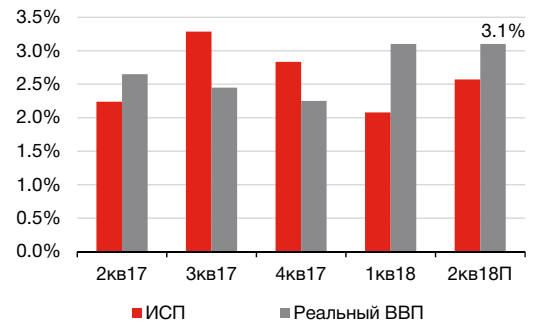
Еженедельный обзор

- В апреле выход основных секторов увеличился на 2.8% г/г
- НБУ оставил учетную ставку без изменений на уровне 17.0%
- Показатель EBITDA компании Кернел в 3кв18 уменьшился на 12% г/г до 85 млн \$

В апреле выход основных секторов увеличился на 2.8% г/г, согласно нашему расчетному индексу ИСП. Объемы промышленного производства выросли на 3.0% г/г (так же с учетом коррекции на сезонность), по сравнению с 1.0% в прошлом месяце. Сельскохозяйственный сектор сократился на 0.6% г/г после снижения на 1.0% в марте. Объемы пассажирских и грузовых перевозок (включая трубопроводные) упали на 0.1%. Внутренняя торговля снова показала прирост на 7.1%, причем розничные продажи подскочили на 7.6%. Строительство продемонстрировало спад четвертый месяц кряду, в этот раз потеряв 7.4%, по сравнению с прошлым годом.

Наш взгляд: Общая динамика в этом месяце оказалась несколько хуже, чем мы предполагали, в основном на фоне относительно слабовыраженного эффекта низкой базы. Хотя рост добычи угля и тепловой генерации (оба как следствие событий в НКТ) положительно повлияли на индустриальное производство, общий выход электроэнергии в стране за апрель был отрицательным (-3% г/г, включая АЭС). Металлургия продемонстрировала отсутствие каких-либо сдвигов с прошлогоднего уровня, несмотря на прибавку 2.6% в первом квартале. Строительство внесло еще более существенный отрицательный вклад в общий индекс чем в марте (-14% против -7%), подчеркивая резкий контраст с 2017 годом (+42%). В то же время, мы отмечаем, что динамика ИСП и реального ВВП в 1кв18 оказалась разнонаправленной, что свидетельствует о наличии положительных тенденций в секторах, которые не входят в наши расчеты (такие как операции с недвижимостью, образование, здравоохранение, финансы и другие). Учитывая этот фактор и возможную смену тренда в течение следующих двух месяцев, мы оставляем нашу оценку роста экономики в 2кв18 равной 3.1%.

Динамика роста ИСП против реального ВВП

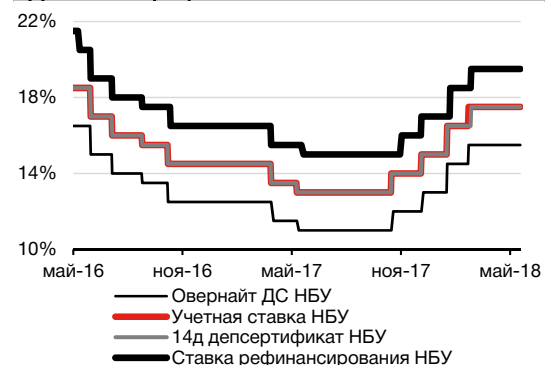


Примечание: Индекс совокупного производства - средневзвешенное значение промышленного производства, розничных и оптовых продаж, перевозок, строительства и выхода с/х продукции
Источник: ГССУ, Adamant Capital

НБУ оставил учетную ставку без изменений на уровне 17.0%. Согласно пресс-релизу, монетарная политика является достаточно жесткой, чтобы обеспечить снижение инфляции до целевого диапазона в среднесрочной перспективе (8.9% и 5.8% г/г на конец 2018 и 2019, соответственно). Поднятие ставки остается возможным в случае роста рисков для макроэкономической стабильности, связанных, в том числе, с отсутствием прогресса в проведении структурных реформ или прекращением официального финансирования.

Наш взгляд: Учитывая, что целевой ориентир инфляции НБУ на конец года все еще может быть достигнут (хотя мы прогнозируем 10.1%), несмотря на лишь незначительное замедление ИПЦ в марте, данное решение не оказалось для нас удивительным. Хотя несколько конфликтная политика регулятора по одновременному увеличению резервов и удержанию уровня цен сильно усложняет прогнозирование, мы ожидаем, что ставка останется равной 17% как минимум до конца года (при условии продолжения сотрудничества с МВФ), поскольку дальнейшее повышение, скорее всего, должно быть существенным, чтобы иметь значимое влияние.

Динамика процентных ставок



Показатель EBITDA компании Кернел в 3кв18 уменьшился на 12% г/г до 85 млн \$ (исключает доход от переоценки биологических активов). Выручка также снизилась на 12% до 541 млн \$, в то время как чистая прибыль упала на 178% до -26 млн \$ на фоне потерь от курсовых разниц и отчислений на потенциальные выплаты по судебным искам на сумму 29 млн \$ (разбирательство с предыдущими владельцами холдинга Stiom). С точки зрения операционной деятельности, доходы уменьшились, главным образом, в результате сокращения поступлений в сегменте производства масла наливом, где маржа на тонну снизилась примерно на 40% г/г. Спад был частично компенсирован прибылью от торговли товарными фьючерсами и опционами (посредством нового дочернего предприятия Avere). Соотношение чистого долга к 12 месячной EBITDA удвоилось г/г, достигнув отметки 2.6, на фоне существенных потребностей в оборотном капитале. В ходе конференц-звонка для инвесторов менеджмент подтвердил ожидания роста прибыли в 2019 ввиду увеличения урожая подсолнуха в Украине (посевные площади прибавили 7% г/г), отмены компенсации НДС при экспорте сои, а также повышения производительности недавно приобретенной земли (порядка 40% от площадей холдинга, засеянных зерновыми культурами).

Наш взгляд: Опубликованный квартальный показатель EBITDA оказался значительно выше наших оценок в результате неожиданно высоких доходов от торговли фьючерсами (отображены в сегменте зерна) и большей, чем предполагалось, доле годовых продаж сельскохозяйственного дивизиона этом периоде. В то же время, новые данные существенно не изменили нашу оценку EBITDA на 2018 год, увеличив ее лишь до 250 млн \$ с 240 млн \$ ранее (компенсирующие факторы, такие как спад прибыли на тонну экспорта зерна, внесли отрицательный вклад). Касательно 2019, мы разделяем мнение руководства компании о росте доходов в связи с потенциальным повышением маржи производства масла наряду с оптимизацией операционных процессов (и лучших погодных условий) в сельскохозяйственном сегменте. По нашим расчетам, консолидированная EBITDA может составить более 300 млн \$ (+20% г/г), если EBITDA на гектар от агропроизводства восстановиться до 250 \$. Принимая во внимание предстоящую динамику и минимальные риски неплатежеспособности (за счет долга компания в основном финансирует ликвидные активы), мы продолжаем рассматривать холдинг как одного 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 100 бп) и спред с компанией-аналогом в сельскохозяйственной отрасли МХП (примерно 150 бп, с учетом разницы в дюрации).

Результаты Кернела по МСФО за 3кв18, млн \$

	3кв18	3кв17	г/г	2кв18	кв/кв
Выручка	541	615	-12%	536	1%
EBITDA	73	81	-9%	77	-5%
Переоценка БА ¹	-12	-16	нс	1	нс
EBITDA скорр ²	85	97	-12%	76	12%
Масло	14	26	-48%	18	-22%
Агро	29	21	39%	17	67%
Зерно	35	5	556%	8	318%
Инфраструктура	16	21	-27%	40	-61%
EBITDA скорр маржа	16%	16%	0pp	14%	2pp
Чистая прибыль	-26	33	-178%	67	-139%
Маржа по прибыли	-5%	5%	-10pp	13%	-17pp
Чистый долг	696	378	84%	698	0%
Долг/EBITDA ³	2.6	1.4	95%	2.5	4%
Скорр долг/EBITDA ⁴	0.5	-0.2	нс	0.0	нс
OCF ⁵	87	215	-59%	-187	нс
Сарех ⁶	23	8	182%	9	147%
FCF ⁷	64	206	-69%	-196	нс
Продажи масла, тыс т	253	294	-14%	265	-5%
Масло EBITDA/т, \$	54	89	-39%	66	-19%

(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

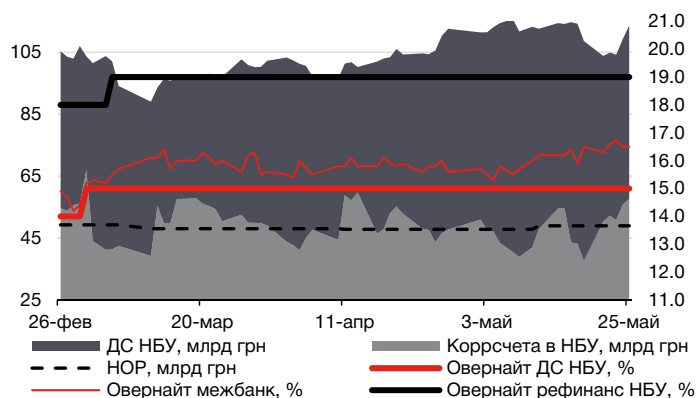
(6) Капитальные инвестиции

(7) Свободный денежный поток

Источник: данные компании, Adamant Capital

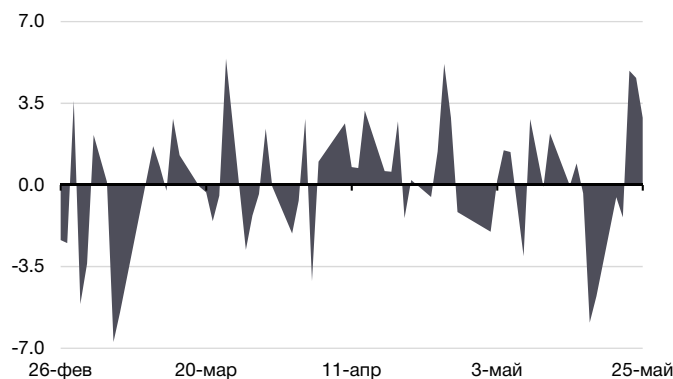
Приложение

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



Источник: НБУ, Adamant Capital

Приток от Госказначейства и ФГВФЛ в систему¹, млрд грн



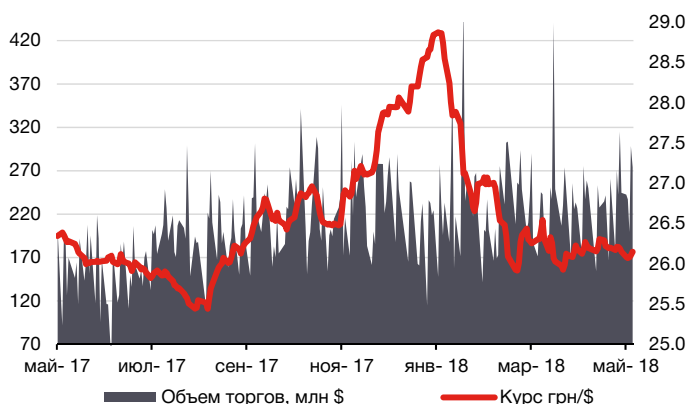
(1) Банковская система

Источник: НБУ

Ликвидность локального рынка (сумма коррсчетов в НБУ и депозитных сертификатов) увеличилась на 4.93 млрд грн до 113.56 млрд грн за неделю. Министерство финансов 29 мая разместило облигации в гривне с погашением в ноябре 2018 и мае 2023 с доходностью 17.25% и 16.00%, соответственно. Привлечение также совершалось посредством валютных ОВГЗ с погашением в ноябре 2019 с доходностью 4.07%. Общие заимствования равнялись 61.6 млн грн и 64.6 млн евро.

Межбанковский курс грн/\$ на этой неделе девальвировал на 0.1%, открывшись на отметке 26.07 и закрывшись к концу на уровне 26.10.

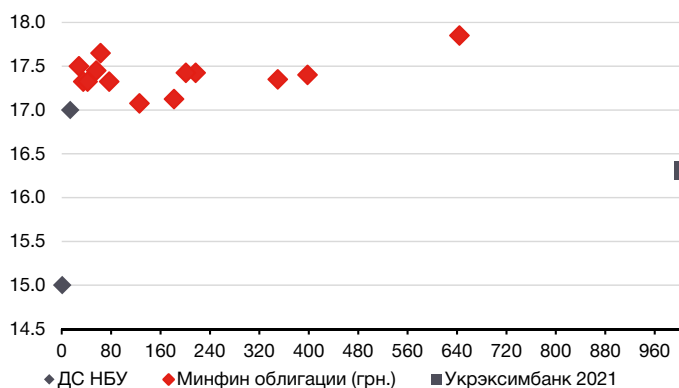
Курс валюты (пш) и объем межбанковских торгов (лш)



На основе официальных данных межбанковского рынка

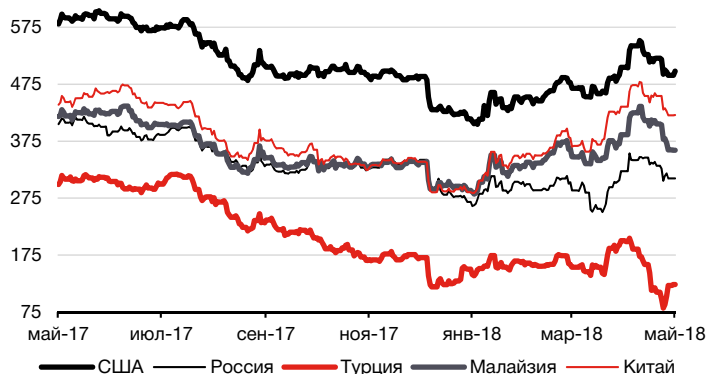
Источник: НБУ

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



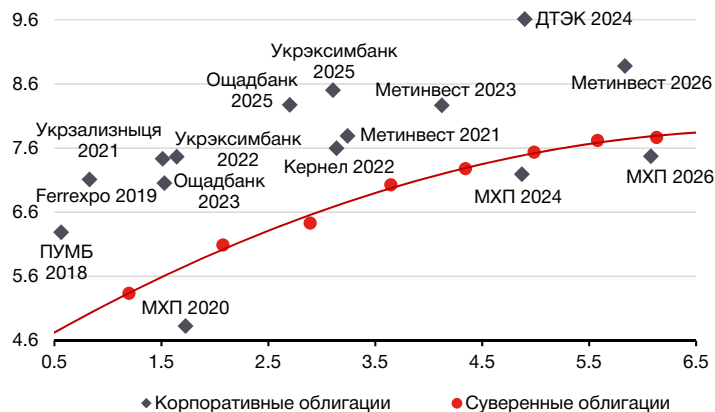
Источник: НБУ, Bloomberg, Adamant Capital

Премия 10 летней доходности Украины к другим странам, бп



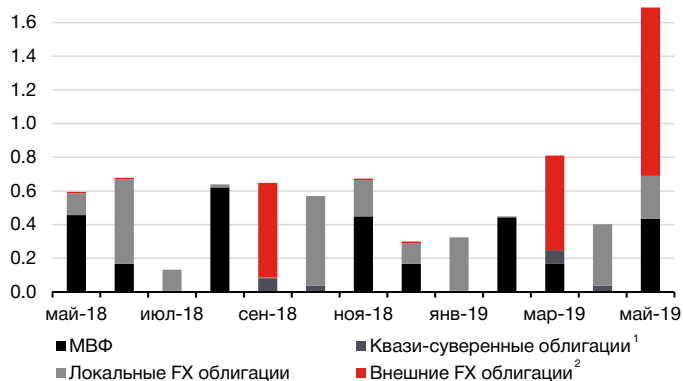
Источник: Bloomberg, Adamant Capital

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



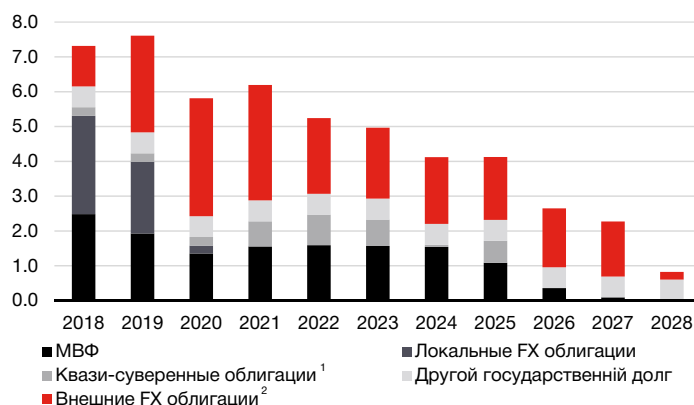
Источник: Bloomberg, Adamant Capital

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



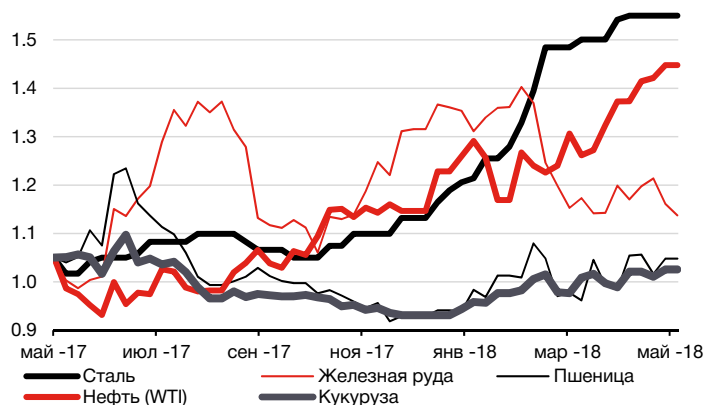
Процентные платежи включены в каждую категорию
(1) Долг государственных банков, Укрзалізниця и муниципалитетов
(2) Включают кредитные гарантии США
Источник: Bloomberg, Adamant Capital

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



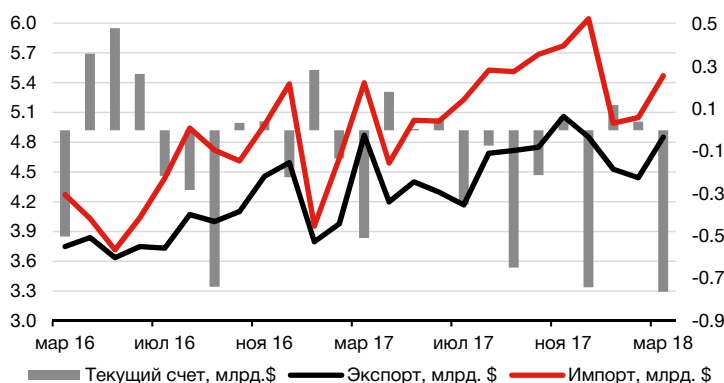
Процентные платежи включены в каждую категорию
(1) Долг государственных банков, Укрзалізниця и муниципалитетов
(2) Включают кредитные гарантии США
Источник: Bloomberg, Adamant Capital

Мировые индексы цен на сырье



Все индексы приведены к базису 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								
	2016	1Q17	2Q17	3Q17	4Q17	2017	1Q18П	2018П
Рост реального ВВП, г/г %	2.4%	2.8%	2.6%	2.4%	2.2%	2.5%	2.5%	3.1%
Номинальный ВВП, млрд грн	2,385	591	665	833	894	2,983	709	3,567
Номинальный ВВП, млрд \$	93	22	26	32	33	112	26	130
Рост дефлятора ВВП, г/г % ¹	17.1%	26.2%	20.9%	21.1%	20.9%	22.0%	17.0%	16.0%
ИПЦ (средний за период),г/г %	14.9%	14.0%	13.8%	16.1%	14.0%	14.5%	13.8%	12.2%
ИПЦ (на конец периода),г/г %	12.4%	15.1%	15.6%	16.4%	13.7%	13.7%	13.2%	10.1%
Дефицит бюджета, % ВВП ^{1,2,6}	2.3%	-0.7%	-7.2%	1.3%	9.4%	1.4%	0.4%	3.0%
Широкий дефицит бюджета, % ВВП ³	8.6%	3.8%	-7.2%	4.0%	12.7%	4.1%	0.4%	3.0%
Государственный долг, % ВВП	80.8%	77.4%	73.9%	72.7%	71.8%	71.8%	66.2%	63.2%
Внешний государственный долг, % ВВП ⁴	48.9%	46.9%	47.4%	46.5%	43.7%	43.7%	41.6%	38.7%
Общий внешний долг, млрд \$	114	114	115	117	117	117	117	117
Экспорт товаров и услуг, млрд \$	46.0	12.6	12.9	13.6	14.9	60.8	13.8	58.2
Импорт товаров и услуг, млрд \$	51.5	13.7	14.2	15.9	17.0	54.0	15.5	65.4
Сальдо торгового баланса, млрд \$	-5.5	-1.1	-1.3	-2.3	-2.1	6.8	-1.7	-7.2
Текущий счет, млрд \$	-3.5	-0.8	-0.3	-1.7	-1.0	-3.8	-0.6	-2.2
Финансовый счет, млрд \$ ⁵	-4.7	-0.2	-1.9	-2.5	-1.7	-6.4	-0.3	-2.9
Резервы НБУ, млрд \$	15.5	15.1	18.0	18.6	18.8	18.8	18.2	20.8
Средний курс на межбанке, грн/\$ ⁷	25.6	27.1	26.0	25.9	26.9	26.6	27.3	27.5
Курс на межбанке (на конец периода), грн/\$	27.2	27.0	26.0	26.6	28.1	28.1	26.3	28.0
Учетная ставка НБУ (на конец периода), %	14.0%	14.0%	12.5%	12.5%	14.5%	14.5%	17.0%	17.0%

(1) Квартальные показатели рассчитываются при помощи данных за прошлые 12 мес
(2) Исключает весь дефицит, не включенный в официальный 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	1-дек-16	7.8	сен-19	5.3	102.9	0.1	1.2	661
Украина 2023	Держать	1-дек-16	7.8	сен-23	7.3	102.0	0.7	4.3	1,355
Украина 2027	Держать	1-дек-16	7.8	сен-27	7.8	99.3	0.9	6.6	1,307
Украина 2032	Держать	1-дек-16	7.4	сен-32	8.1	94.1	1.0	8.5	3,000
МХП 2024	Держать	22-май-18	7.8	май-24	7.2	102.6	0.1	4.9	500
МХП 2026	Держать	22-май-18	7.0	апр-26	7.5	96.9	0.1	6.1	550
ДТЭК 2024	Покупать	28-фев-18	10.8	дек-24	9.6	105.7	-0.1	4.9	1,344
Феррэкспо 2019	Покупать	27-мар-18	10.4	апр-19	7.1	102.6	-0.1	0.8	346
Метинвест 2023	Держать	8-мая-18	7.8	апр-23	8.3	98.0	0.5	4.1	945
Метинвест 2026	Держать	8-мая-18	8.5	апр-26	8.9	97.9	0.8	5.8	648
Укрлендфарминг 2018	Продавать	17-июн-17	10.9	мар-18	нс	20.4	-0.6	2.4	543
Авангард 2018	Продавать	3-апр-18	10.0	окт-18	нс	19.7	0.0	0.4	214
ПУМБ 2018	Покупать	15-мая-18	11.0	дек-18	6.3	102.7	-0.1	0.6	59
ПриватБанк в дефолте (10.250)	Не оценен	8-мая-18	10.3	янв-18	нс	20.3	-0.4	2.5	160
ПриватБанк в дефолте (10.875)	Не оценен	8-мая-18	10.9	фев-21	нс	29.0	0.0	3.2	175
Ощадбанк 2023	Покупать	15-мая-18	9.4	мар-23	7.1	103.5	-0.1	1.5	700
Ощадбанк 2025	Покупать	15-мая-18	9.6	мар-25	8.3	103.6	0.0	2.7	500
Укрэксимбанк 2021 (в гривне)	Покупать	15-мая-18	16.5	мар-21	16.8	99.2	0.0	2.2	150
Укрэксимбанк 2022	Покупать	15-мая-18	9.6	апр-22	7.5	103.5	0.2	1.6	750
Укрэксимбанк 2025	Покупать	15-мая-18	9.8	янв-25	8.5	103.9	-0.1	3.1	600
Укрзализныця 2021	Покупать	17-апр-18	9.9	сен-21	7.4	103.6	0.0	1.5	500
Мрия 2018	Продавать	14-ноя-17	9.5	апр-18	нс	7.9	0.0	1.3	400
Кернел 2022	Покупать	29-май-18	8.8	янв-22	7.6	103.6	0.2	3.1	500

Источник: Bloomberg, Adamant Capital

Календарь событий на 2 недели		
Событие	Тип даты	Дата
НБУ - статистика по платежному балансу	Точная	30 май
Метинвест - отчет за март	Индикативная	30 май
НБУ - статистика по международным резервам	Точная	7 июн
ГССУ - статистика по инфляции	Точная	8 июн

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.