

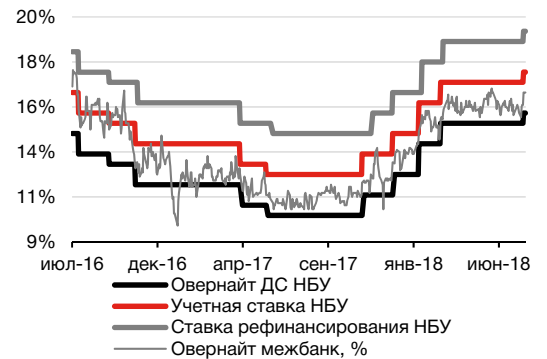
Еженедельный обзор

- НБУ увеличил учетную ставку на 50 бп до 17.5%
- Парламент внес требуемые МВФ правки в закон об антикоррупционном суде
- Операционные результаты Кернела за 4кв18 совпали с ожиданиями

НБУ увеличил учетную ставку на 50 бп до 17.5%. Согласно пресс-релизу, ужесточение монетарной политики необходимо в связи с повышением рисков роста цен на фоне расширения внутреннего спроса (благодаря увеличению зарплат и объемов денежных переводов от трудовых мигрантов), снижения интереса инвесторов к активам развивающихся стран и завышенных инфляционных ожиданий. Регулятор также обновил прогнозы макроэкономических показателей. Оценка валютных резервов на конец текущего года была понижена с 21.6 млрд \$ до 20.7 млрд \$. Прогноз роста реального ВВП был на 2018 оставлен без изменений (3.4%), но сокращен на 2019 с 2.9% до 2.5% (среди озвученных причин – жесткие монетарные условия и сдержанность фискальной политики).

Наш взгляд: Повышение ставки оказалось для нас сюрпризом, поскольку последовало сразу после заявления НБУ о неожиданно быстром замедлении инфляции в июне (ниже траектории прогноза). В то же время наши оценки данного показателя на конец года превышают неофициальный таргет регулятора (8.9%) более чем на 100 бп и, таким образом, подтверждают необходимость применения мер, нацеленных на борьбу с ростом цен. Кроме того, согласно результатам валютных интервенций в июне, НБУ уже пришлось отказаться, вследствие повышенной турбулентности на международных рынках капитала, от намеченной ранее стратегии выкупать на межбанке порядка 10 млн \$ в день. Учитывая, что вопрос восстановления кредитования, по всей видимости, является для НБУ самым неприоритетным (когда на другой чаше весов стоит инфляция и накопление резервов), мы не исключаем еще одного поднятия учетной ставки в течение следующих нескольких месяцев. Причинами могут послужить как более существенный, чем ожидается, вклад в ИПЦ повышения тарифов на газ, так и обострение глобальных рисков. Как следствие, мы повышаем нашу оценку данного показателя на конец года до 18.0% с 17.0% ранее. Озвученный регулятором прогноз роста реального ВВП на 2018 практически совпадает с нашим.

Динамика процентных ставок за 2 года



Источник: НБУ

Парламент внес требуемые МВФ правки в закон об антикоррупционном суде. Согласно принятым 12 июля правовым изменениям, новому органу, с первого дня работы, будут переданы все подследственные ему дела, включая изначально рассматриваемые в судах первой и апелляционной инстанциях.

Наш взгляд: Основным недостатком изначальной версии закона являлась возможность оспаривать решения принятые до начала работы нового органа в апелляционных судах старой системы, что де факто позволило бы лицам, подозреваемым в коррупции на сегодняшний день, избежать наказания. Данная норма была отмечена МВФ как противоречащая меморандуму. С принятием Парламентом вышеуказанного изменения, получение Украиной следующего транша будет зависеть от продвижения переговоров относительно тарифов на газ и способности государства свести дефицит бюджета к ранее оговоренному пределу (2.6% от ВВП). Согласно нашему базовому прогнозному сценарию, договоренность с Фондом будет достигнута до конца сентября.

Операционные результаты Кернела за 4кв18 совпали с ожиданиями. В соответствии с ранее озвученным менеджментом планом, объемы продаж масла наливом существенно увеличились как в квартальном, так и годовом выражении (на 53% и 37%, соответственно) достигнув 387 тыс т. Маслоэкстракционные заводы продолжили работу практически с максимальной загрузкой, увеличив годовые объемы переработки на 6% г/г до 3.1 млн т семян. Экспорт зерна Кернела в 4кв18 составил 1.0 млн т, причем весь объем поступил только из Украины. Остальные 0.5 млн т в отчетности отразили работу дочернего предприятия Avere, которое совершало физические поставки только виртуально (данные операции отражались в выручке и расходах, но фактически являлись торговлей финансовыми инструментами). Перевалочный терминал продемонстрировал аналогичную прошлому кварталу динамику (1.1 млн т), приведя годовой показатель к отметке в 4.1 млн т. Согласно данным АПК-Информ и Bloomberg, средние цены на кукурузу и пшеницу увеличились на 3-5% кв/кв, а на подсолнечное масло практически не изменились.

Наш взгляд: Операционные результаты в целом совпали нашими ожиданиям, что позволяет нам оставить текущий годовой прогноз EBITDA, без учета прибыли Avere (и эффектов от МСФО 41), на уровне 250 млн \$. В то же время, мы не исключаем положительного влияния деятельности новой финансовой структуры на итоговый показатель, учитывая ее существенный вклад в доходы Кернела в прошлом квартале. Вынося данный фактор за рамки оценки (в связи с отсутствием какой-либо дополнительной информации), мы констатируем, что общее финансовое положение компании с точки зрения кредитных метрик остается без изменений. Мы по-прежнему, считаем, что холдингу удастся удержать соотношение чистого долга к EBITDA на уровне 2.5 или менее на конец июня (дата проверки большинства долговых ковенантов), и что общий объем заимствований остается умеренным, особенно с учетом ликвидности запасов. Нашу рекомендацию по бумагам эмитента мы оставляем на отметке «покупать», принимая во внимания текущую премию по доходности к суверенной кривой на уровне 70-80 бп, по сравнению с дисконтом еврооблигаций компании-аналога в сельскохозяйственной отрасли МХП (порядка 30 бп).

Операционные результаты Кернела за 4кв18

	4кв18	4кв17	г/г	3кв18	кв/кв
Продажи зерна, млн т	1.57	0.96	64%	1.09	45%
Украина	1.03	0.86	20%	0.94	10%
Россия	0.00	0.10	нс	0.00	нс
Продажи масла, тыс т	387	282	37%	253	53%
Отжим масличн, тыс т	834	910	-8%	849	-2%
Перевалка, млн т	1.61	1.43	13%	1.51	6%
Украина	1.15	1.12	3%	1.00	14%
Россия (Тамань)	0.47	0.32	47%	0.51	-9%
Цена на кукурузу ¹ , \$/т	160	159	0%	156	3%
Цена на пшеницу ² , \$/т	190	192	-1%	181	5%
Цена на масло ³ , \$/т	763	738	3%	757	1%

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

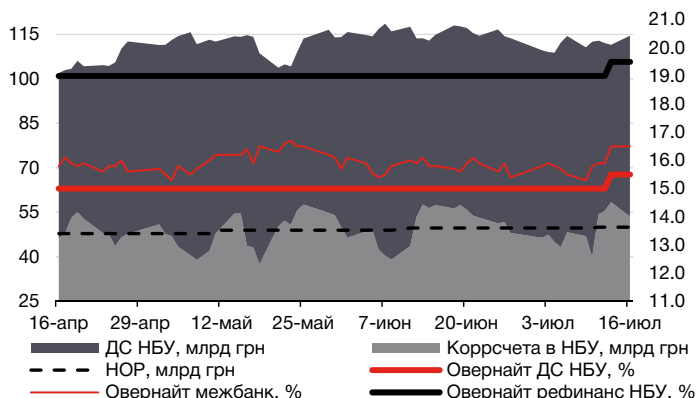
(2) Индекс цен на пшеницу Чикагская товарная биржа (CBOT)

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

Источник: данные компании, Bloomberg, Adamant Capital

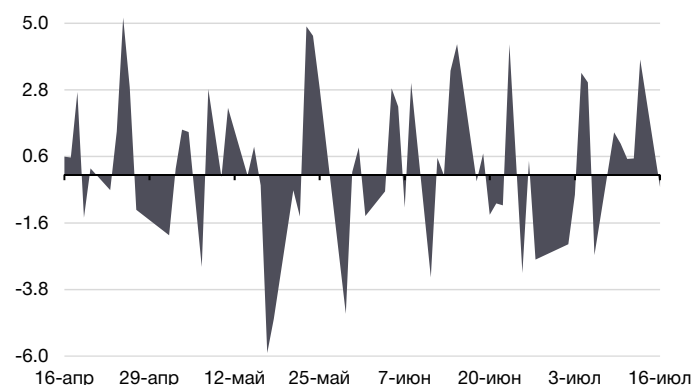
Приложение

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



Источник: НБУ, Adamant Capital

Приток от Госказначейства и ФГВФЛ в систему¹, млрд грн



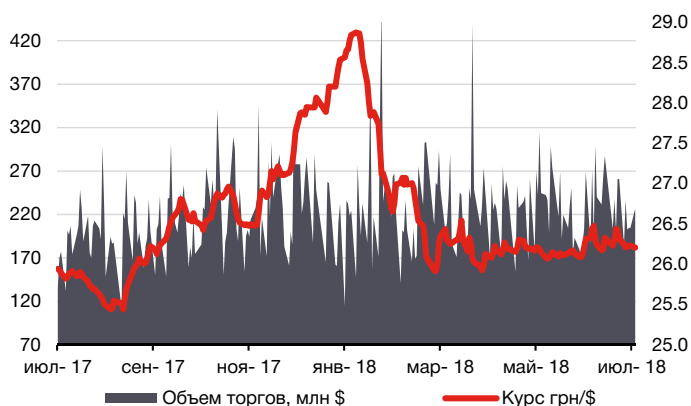
(1) Банковская система

Источник: НБУ

Ликвидность локального рынка (сумма коррсчетов в НБУ и депозитных сертификатов) увеличилась на 3.9 млрд грн до 114.6 млрд грн за неделю. Министерство финансов 17 июля разместило облигации в гривне с погашением в октябре 2018, январе 2019, июле 2019 и июне 2021 с доходностями 18.0%, 17.8%, 17.7%, и 16.7%, соответственно. Общие заимствования составили 1.8 млрд грн.

Межбанковский курс грн/\$ на этой неделе практически не изменился, оставшись на отметке 26.21.

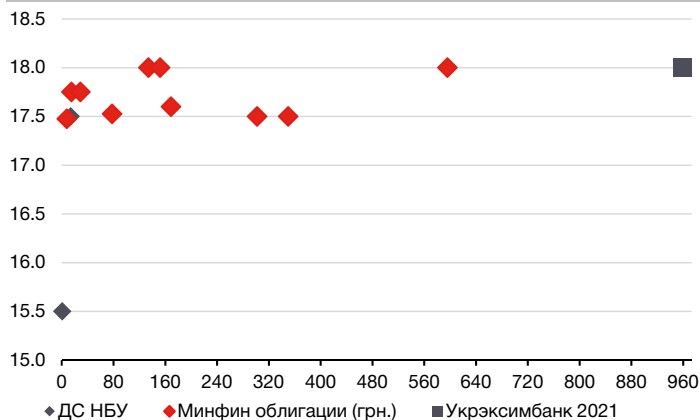
Курс валюты (пш) и объем межбанковских торгов (лш)



На основе официальных данных межбанковского рынка

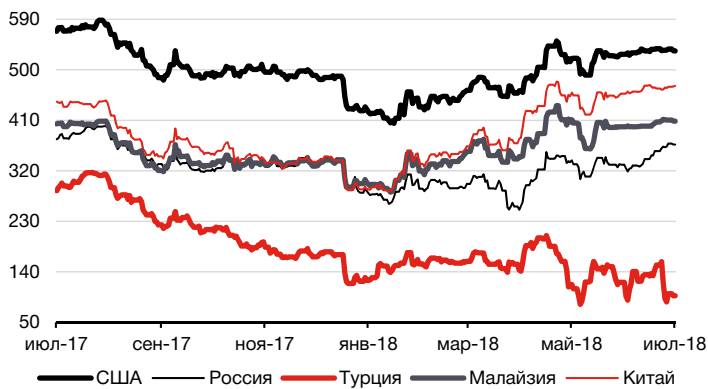
Источник: НБУ

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



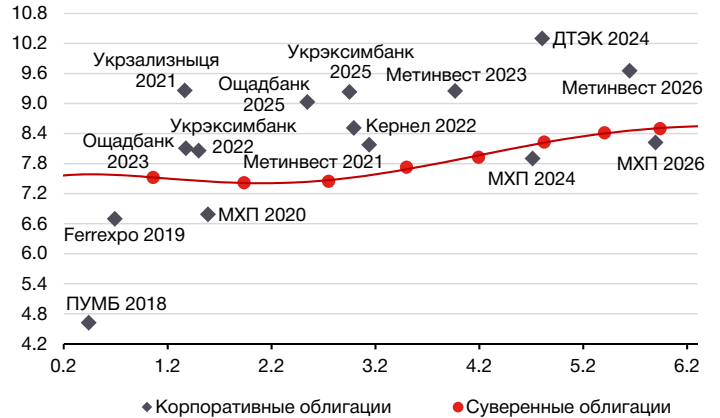
Источник: НБУ, Bloomberg, Adamant Capital

Премия 10 летней доходности Украины к другим странам, бп



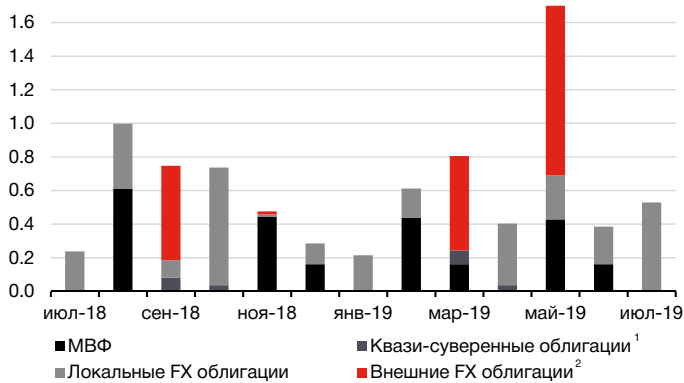
Источник: Bloomberg, Adamant Capital

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



Источник: Bloomberg, Adamant Capital

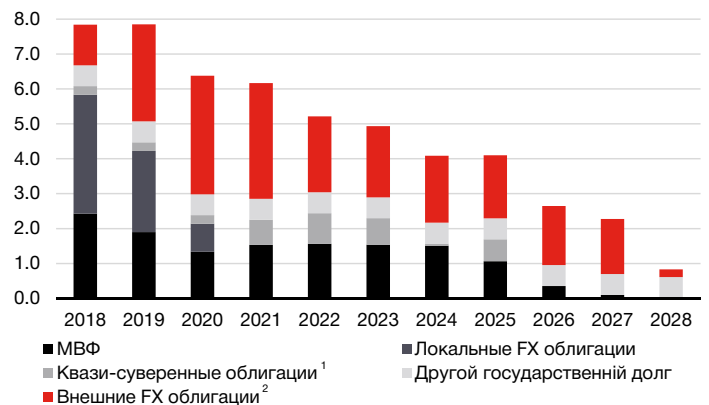
График погашения внешнего долга Украины на 12м, млрд \$



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

Источник: Bloomberg, Adamant Capital

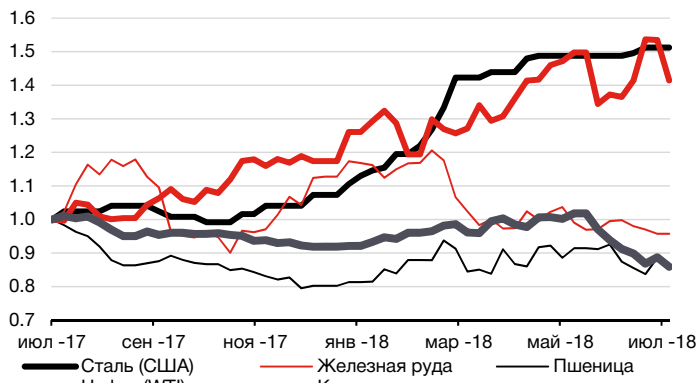
График погашения внешнего долга Украины на 2018-28, млрд \$



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

Источник: Bloomberg, Adamant Capital

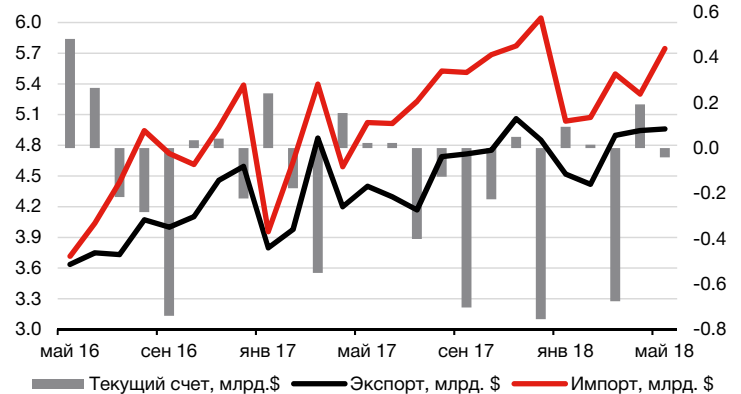
Мировые индексы цен на сырье



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	1Q18	2018П
Рост реального ВВП, г/г %	2.4%	2.8%	2.6%	2.4%	2.2%	2.5%	3.1%	3.2%
Номинальный ВВП, млрд грн	2,385	591	665	833	894	2,983	700	3,571
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%	14.9%	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%	66.4%	63.2%
Внешний государственный долг, % ВВП ⁴	48.9%	46.9%	47.4%	46.5%	43.7%	43.7%	41.7%	38.7%
Общий внешний долг, млрд \$	114	114	115	117	117	117	116	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%	18.0%

(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	7.5	100.2	-0.1	1.1	661
Украина 2023	Держать	1-дек-16	7.8	сен-23	7.9	99.3	1.4	4.2	1,355
Украина 2027	Держать	1-дек-16	7.8	сен-27	8.6	95.0	0.4	6.4	1,307
Украина 2032	Держать	1-дек-16	7.4	сен-32	8.7	89.4	0.4	8.2	3,000
МХП 2024	Держать	22-май-18	7.8	май-24	7.9	99.3	0.4	4.7	500
МХП 2026	Держать	22-май-18	7.0	апр-26	8.2	92.8	0.4	5.9	550
ДТЭК 2024	Покупать	5-июн-18	10.8	дек-24	10.3	102.1	0.4	4.8	1,344
Феррэкспо 2019	Держать	3-июл-18	10.4	апр-19	6.7	102.5	0.0	0.7	346
Метинвест 2023	Держать	5-июн-18	7.8	апр-23	9.3	94.3	0.7	4.0	945
Метинвест 2026	Держать	5-июн-18	8.5	апр-26	9.7	93.8	0.8	5.6	648
Укрлендфарминг 2018	Продавать	13-июн-17	10.9	мар-18	нс	20.5	0.4	2.4	543
Авангард 2018	Продавать	5-июн-18	10.0	окт-18	нс	20.3	0.0	0.3	214
ПУМБ 2018	Покупать	15-мая-18	11.0	дек-18	4.6	102.8	0.0	0.4	59
ПриватБанк в дефолте (10.250)	Не оценен	8-мая-18	10.3	янв-18	нс	24.9	0.0	2.9	160
ПриватБанк в дефолте (10.875)	Не оценен	8-мая-18	10.9	фев-21	нс	25.0	0.0	2.8	175
Ощадбанк 2023	Покупать	15-мая-18	9.4	мар-23	8.1	101.7	0.8	1.4	700
Ощадбанк 2025	Покупать	15-мая-18	9.6	мар-25	9.0	101.5	0.8	2.5	500
Укрэксимбанк 2021 (в гривне)	Покупать	15-мая-18	16.5	мар-21	18.4	96.2	0.0	2.1	150
Укрэксимбанк 2022	Покупать	15-мая-18	9.6	апр-22	8.1	102.3	0.7	1.5	750
Укрэксимбанк 2025	Покупать	15-мая-18	9.8	янв-25	9.2	101.5	1.1	3.0	600
Укрзализныця 2021	Покупать	17-апр-18	9.9	сен-21	9.3	100.8	-0.1	1.4	500
Мрия 2018	Держать	19-июн-18	9.5	апр-18	нс	8.0	-0.1	1.3	400
Кернел 2022	Покупать	17-июл-18	8.8	янв-22	8.5	100.7	0.1	3.0	500

Источник: Bloomberg, Adamant Capital

Календарь событий на 2 недели		
Событие	Тип даты	Дата
МХП - операционные результаты за 2кв18	Точная	18 июл
ГССУ - статистика промышленности	Точная	23 июл
Казначейство - месячный отчет по госбюджету	Индикативная	26 июл
Приватбанк - финансовые результаты за 2кв18 МСФО	Индикативная	30 июл
Ощадбанк - финансовые результаты за 2кв18 МСФО	Индикативная	30 июл
Укрэксимбанк - финансовые результаты за 2кв18 МСФО	Индикативная	30 июл
ПУМБ - финансовые результаты за 2кв18 МСФО	Индикативная	30 июл
НБУ - статистика по платежному балансу	Точная	30 июл

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 | fkf@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.