

Еженедельный обзор

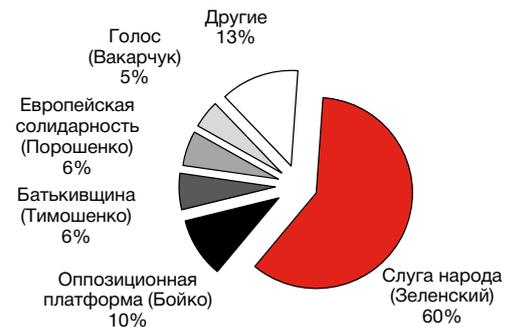
- «Слуга народа» Зеленского получила 60% мест в парламенте
- НБУ понизил учетную ставку на 50 бп до 17.0%
- Операционные результаты МХП за 2кв19: средние цены на мясо остались без изменений г/г
- Операционные результаты Кернела за 4кв19 совпали с ожиданиями

«Слуга народа» Зеленского получила 60% мест в парламенте.

Согласно данным 99% обработанных протоколов ЦИК, можно с уверенностью утверждать, что политическая сила президента одержала неоспоримую победу, впервые с 1991 года сформировав однопартийное большинство в Раде. «Оппозиционная платформа» Бойка заняла второе место, получив 10% мест. Другими партиями, которые преодолели 5% барьер, стали «Европейская солидарность» Порошенка, «Батькивщина» Тимошенко и «Голос» Вакарчука (по 5-6% каждая). Самовыдвиженцы набрали порядка 13% голосов. Выборы были названы справедливыми и свободными от серьезных системных нарушений всеукраинской организацией гражданского контроля ОПОРА.

Наш взгляд: Партию Зеленского поддержало даже большее число избирателей, чем мы предполагали, а результаты в одномандатных округах особенно нас удивили (победа на 65% участках). Бренд «Слуги народа» оказался настолько сильным, что обеспечил практически сенсационные победы некоторым кандидатам. К примеру, относительно малоизвестный 25-летний менеджер госкомпании Prozorro Продажи Алексей Мовчан одержал верх над генеральным директором и главным акционером компании Ferrexpro Константином Жеваго. Имея единоличное большинство в парламенте теперь позволит новому президенту назначить представителей правительства и в дальнейшем принимать законы без необходимости достижения компромиссов с другими политическими силами. Такое положение вещей может привести, по нашему мнению, как к положительным изменениям в стране, так и к материализации негативных сценариев, учитывая отсутствие у Зеленского опыта в политике, неясный план действий, и потенциальное влияние на процессы со стороны олигарха Коломойского.

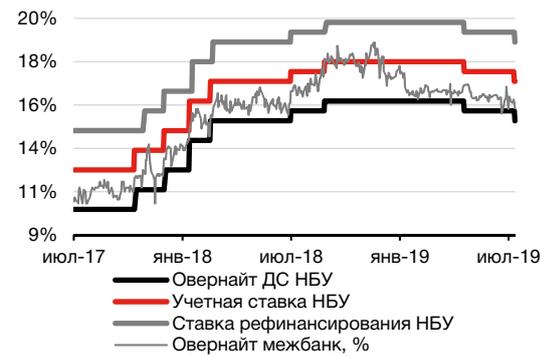
Состав парламента 2019



Источник: Центральная избирательная комиссия (ЦИК)

НБУ понизил учетную ставку на 50 бп до 17.0%. Согласно официальному пресс-релизу, смягчение монетарной политики было обусловлено положительным результатом инфляции в июне (замедление до 9.0% в годовом сопоставлении). Прогнозы роста реального ВВП на 2019 и 2020 были пересмотрены в сторону повышения до 2.9% и 3.2%, соответственно (с 2.5% и 3.0% ранее). Основным риском ценовой стабильности регулятор назвал замедление реформ или их обратный откат в результате сомнительных судебных резолюций или деструктивных политических решений. НБУ также впервые обнародовал среднесрочный прогноз учетной ставки: понижение до 8.0% «в течение следующих нескольких лет» при условии постепенного замедления инфляции к ранее озвученному таргету (5.0%). Наиболее значительное ее сокращение ожидается в 2020, согласно базовому сценарию.

Динамика процентных ставок



Источник: НБУ

Наш взгляд: Решение НБУ совпало с нашим прогнозом (от 9 июля) и соответствует динамике ИПЦ, а также снижению инфляционных ожиданий (с 9.2% до 7.9% на 1 июня для домохозяйств). Учитывая, что реальная доходность годовых гривневых ОВГЗ на сегодняшний день составляет 8.4-10.3% (в зависимости от оценок разных групп экономических агентов), предпосылки для дальнейшего понижения учетной ставки, по нашему мнению, присутствуют. Дальнейшие шаги будут главным образом зависеть от политических решений новой власти. Наш прогноз на конец года остается без изменений, равным 16.0%.

Операционные результаты МХП за 2кв19: средние цены на мясо остались без изменений г/г в долларовом эквиваленте. Согласно пресс-релизу компании, аналогичный показатель в гривне прибавил 2%, достигнув 40.1 грн/кг. Объем выхода увеличился на 17% г/г, отражая вклад Perutnina Ptuj, а также рост производства в Украине на 7%. Торговый оборот с третьими лицами вырос на 18% до 181 тыс т, причем экспорт продемонстрировал скачок на 39%. В МХП также заявили, что уже убрали 40% площадей под озимыми культурами. Урожайность соответствует ожиданиям.

Наш взгляд: Опубликованные данные несколько разочаровали нас с точки зрения динамики цен на мясо, где мы ожидали увидеть хотя бы 3% рост. Принимая во внимание, что себестоимость производства вряд ли снизится с отметки 1.05 \$/кг, на которой она находилась в 1кв19 (особенно учитывая, что доля более дорогой продукции Perutnina Ptuj увеличится в следующих периодах), средние цены за год, согласно нашим расчетам, должны вырасти как минимум на 4.0%, чтобы обеспечить EBITDA в размере 0.45 \$/кг (наша предыдущая оценка). Хотя опубликованные операционные показатели полностью не исключают возможность реализации данного сценария, они все же понижают его вероятность. В то же время, положительная динамика глобальных индексов цен на кукурузу (+20% г/г на текущий момент) предвещает более сильные результаты зернового сегмента и служит неким компенсирующим фактором. Таким образом, мы в целом считаем, что наша предыдущая оценка EBITDA в 470 млн \$ (без учета МСФО 41) все еще является реалистичной. Нашу рекомендацию «держаться» бумаги МХП мы также подтверждаем, принимая во внимание их самую высокую стоимость среди всех еврооблигаций из Украины.

Операционные результаты МХП

(Сегмент мяса птицы)	2кв19	2кв18	г/г	1кв19	кв/кв
Производство, тыс т	182	156	17%	171	6%
Украина	167	156	7%	166	0%
Perutnina Ptuj	16	0	нс	5	нс
Продажи, тыс т	181	153	18%	164	11%
Украина	165	153	8%	164	1%
Perutnina Ptuj	16	0	нс	5	нс
Экспорт, тыс т	97	70	39%	93	5%
доля в продажах	54%	46%	8pp	57%	-3pp
Средняя цена, грн/кг	40.06	39.38	2%	38.63	4%
Средняя цена, \$/кг	1.51	1.50	0%	1.41	7%

Источник: данные компании

Операционные результаты Кернела за 4кв19 совпали с ожиданиями. Продажи масла наливом и объем переработки семян увеличились на 7% г/г до 0.4 и 0.9 млн т, соответственно. Экспорт зерна холдинга из Украины прибавил 39%, достигнув 1.4 млн т за квартал и 6.1 млн т за год, в соответствии с прогнозом менеджмента. Объем перевалки продемонстрировал рост на 4% г/г до 1.2 млн т, отражая постепенное введение в эксплуатацию нового терминала. Согласно АПК-Информ и Bloomberg, средние цены на пшеницу и подсолнечное масло за период сократились на 16% и 10% г/г, соответственно, в то время как на кукурузу почти не изменились.

Наш взгляд: Опубликованные данные в целом соответствовали ожиданиям, хотя отдельные результаты все же отклонились от наших оценок. Продажи масла наливом, к примеру, превысили прошлогодний уровень на 7%, несмотря на необычную сезонность и существенный уровень запасов на начало предыдущего четвертого квартала (порядка 440 против 200 тыс т в этот раз). Рост объемов перевалки г/г внезапно замедлился в сравнении с 3кв19 (и даже со 2кв19), а выход за двенадцать месяцев так и не достиг 5.0 млн т. Влияние обоих факторов на нашу годовую оценку EBITDA является незначительным, что позволяет нам оставить в силе наш текущий прогноз, равный 350 млн \$ (73 млн \$ за 4кв19). Самым непредсказуемым фактором, который окажет влияние на финансовые результаты компании за оставшиеся три месяца является деятельность Avere. Мы предполагаем, что вклад этого дивизиона в EBITDA составит 10 млн \$, однако не исключаем практически любой другой цифры в диапазоне ± 20 млн \$, что свидетельствует об ухудшении качества доходов Кернела в целом. Тем не менее, мы все же подтверждаем нашу рекомендацию «покупать» бумаги данного эмитента, учитывая высокий уровень корпоративного управления и покрытие львиной доли чистого дохода легко реализуемыми товарно-материальными запасами.

Операционные результаты Кернела за 4кв19

	4кв19	4кв18	г/г	3кв19	кв/кв
Продажи зерна ¹ , млн т	1.44	1.03	39%	1.53	-6%
Продажи масла, тыс т	414	386	7%	358	16%
Отжим масличн, тыс т	896	834	7%	908	-1%
Перевалка ¹ , млн т	1.20	1.15	4%	1.17	2%
Цена на кукурузу ² , \$/т	162	162	0%	157	3%
Цена на пшеницу ² , \$/т	179	212	-16%	187	-4%
Цена на масло ³ , \$/т	687	763	-10%	665	3%

(1) только Украина, исключая Avere

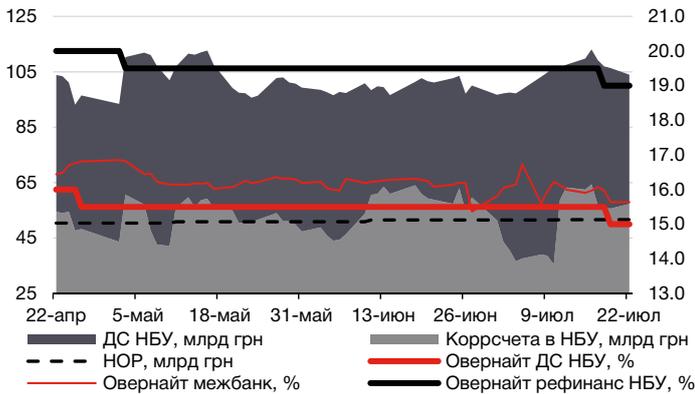
(2) индексы цен CBOT

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

Источник: данные компании, Bloomberg, Adamant Capital

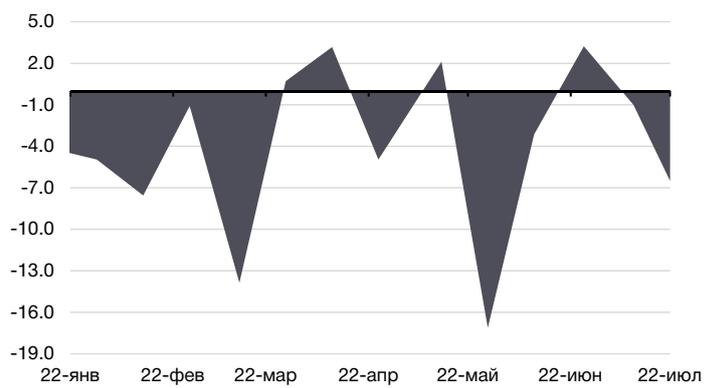
Приложение

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



Источник: НБУ, Adamant Capital

Приток от Госказначейства и ФГВФЛ в систему¹, млрд грн

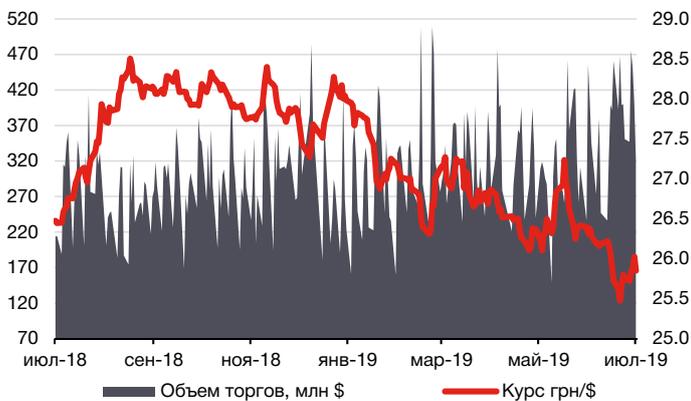


Точки на графике демонстрируют суммарные притоки по фискальному каналу за две недели
(1) Банковская система
Источник: НБУ

Ликвидность локального рынка (сумма коррсчетов в НБУ и депозитных сертификатов) сократилась на 5.8 млрд грн до 104.0 млрд грн за неделю. Министерство финансов 23 июля разместило облигации в гривне с погашением в октябре 2019, январе 2020, июле 2020 и мае 2022 с доходностью 16.63%, 16.73%, 16.99% и 16.55%, соответственно. Общие заимствования составили 7.0 млрд грн.

Межбанковский курс грн/\$ на этой неделе укрепился на 0.9%, открывшись на отметке 25.84 и закрывшись к концу на уровне 25.62.

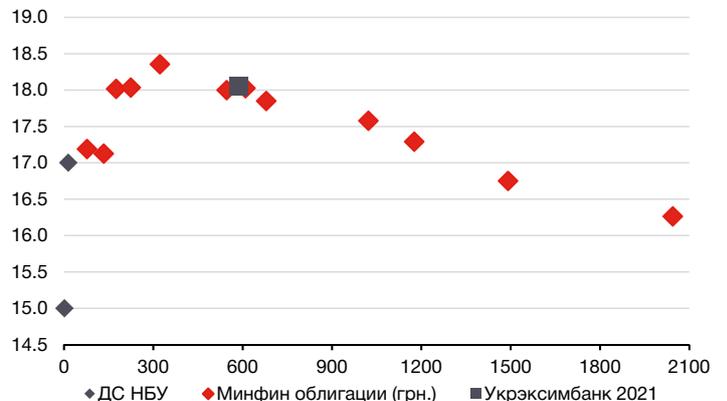
Курс валюты (пш) и объем межбанковских торгов (лш)



На основе официальных данных межбанковского рынка

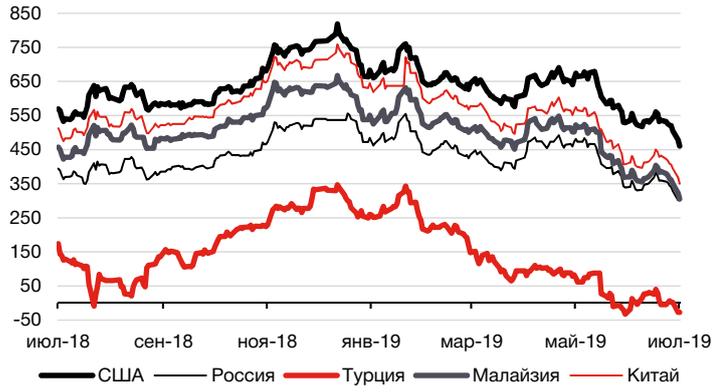
Источник: НБУ

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



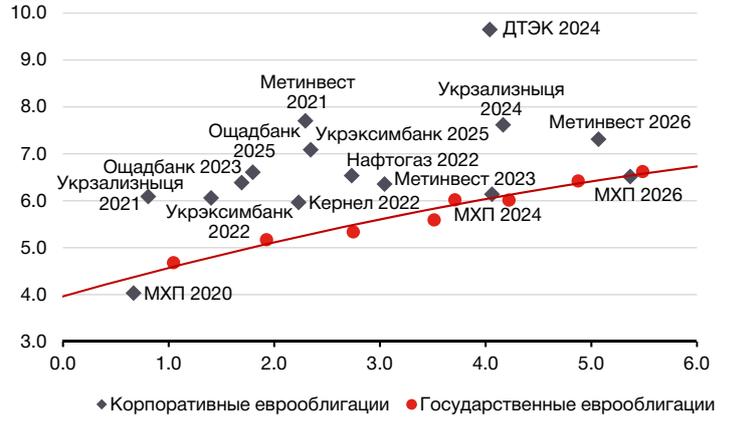
Источник: НБУ, Bloomberg, Adamant Capital

Премия 10 летней доходности Украины к другим странам, бп



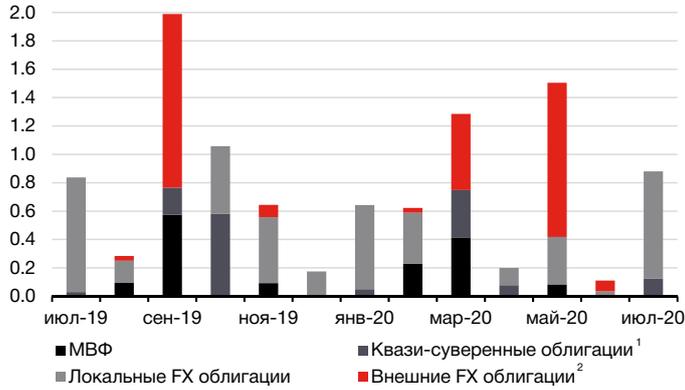
Источник: Bloomberg, Adamant Capital

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



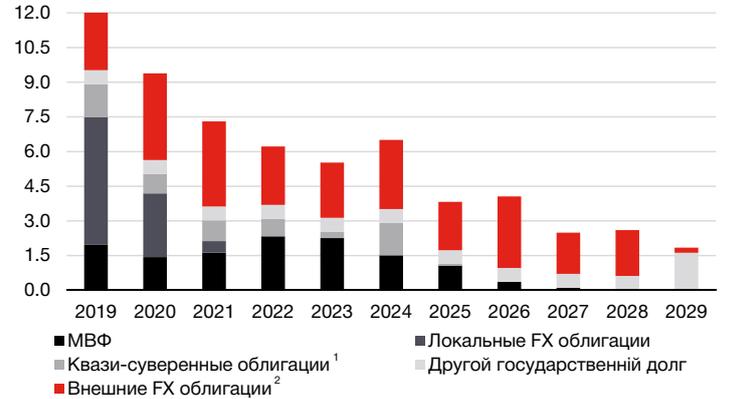
Источник: Bloomberg, Adamant Capital

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



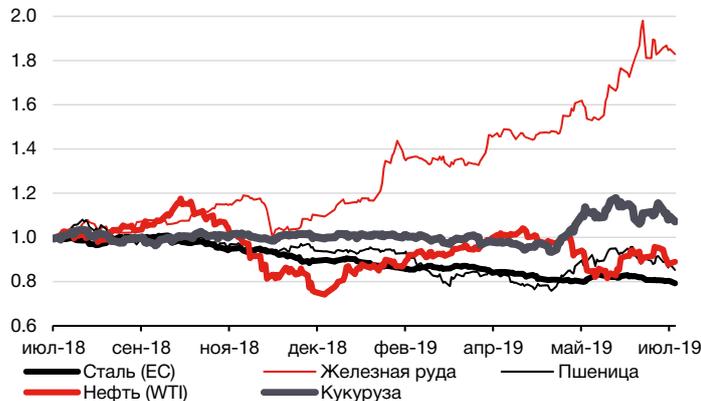
Процентные платежи включены в каждую категорию
 (1) Долг государственных банков, Укрзалізниця и муниципалитетов
 (2) Включают кредитные гарантии США
 Источник: Bloomberg, Adamant Capital

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



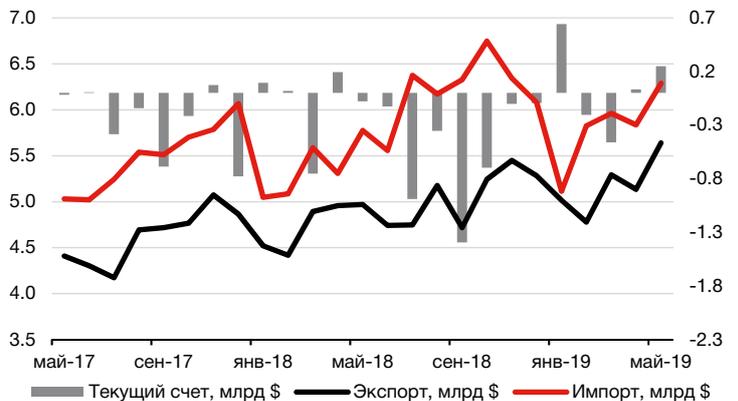
(1) Долг государственных банков, Укрзалізниця и муниципалитетов
 (2) Включают кредитные гарантии США
 Источник: Bloomberg, Adamant Capital

Мировые индексы цен на сырье



Все индексы приведены с базисом 1. Используются следующие котировки: 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								
	1кв18	2кв18	3кв18	4кв18	2018	1кв19	2кв19П	2019П
Рост реального ВВП, г/г %	3.3%	3.8%	2.8%	3.5%	3.3%	2.5%	3.5%	3.0%
Номинальный ВВП, млрд грн	705	811	995	1,048	3,559	807	940	4,086
Номинальный ВВП, млрд \$	26	31	36	37	131	30	35	152
Рост дефлятора ВВП, г/г % ¹	15.1%	17.4%	16.0%	13.5%	15.0%	11.7%	12.0%	11.5%
ИПЦ (средний за период), г/г %	13.8%	11.6%	8.9%	9.7%	11.0%	8.9%	9.1%	8.7%
ИПЦ (на конец периода), г/г %	13.2%	9.9%	8.9%	9.8%	9.8%	8.6%	9.0%	6.5%
Дефицит бюджета, % ВВП ^{1,2,6}	0.4%	-1.7%	-0.4%	7.9%	1.9%	1.1%	-3.5%	2.3%
Широкий дефицит бюджета, % ВВП ³	0.4%	-1.2%	-0.4%	8.3%	2.2%	1.1%	-3.5%	2.3%
Государственный долг, % ВВП	66.3%	61.6%	62.1%	60.9%	60.9%	58.6%	55.4%	54.8%
Внешний государственный долг, % ВВП ⁴	41.6%	38.6%	37.6%	38.6%	38.6%	37.5%	35.9%	33.7%
Общий внешний долг, млрд \$	115	114	114	115	115	114	114	113
Экспорт товаров и услуг, млрд \$	13.8	14.7	14.6	16.0	59.1	15.1	15.1	63.3
Импорт товаров и услуг, млрд \$	15.7	16.6	18.9	19.2	70.4	16.9	17.5	74.7
Сальдо торгового баланса, млрд \$	-1.9	-2.0	-4.2	-3.2	-11.3	-1.8	-2.4	-11.4
Текущий счет, млрд \$	-0.6	0.0	-2.7	-0.9	-4.3	0.0	0.1	-3.0
Финансовый счет, млрд \$ ⁵	-0.4	-0.6	-2.0	-4.2	-7.1	-0.4	-0.5	-3.1
Резервы НБУ, млрд \$	18.2	18.0	16.6	20.8	20.8	20.6	20.6	20.2
Средний курс на межбанке, грн/\$ ⁷	27.3	26.2	27.4	28.0	27.2	27.3	26.6	26.8
Курс на межбанке (на конец периода), грн/\$	26.3	26.3	28.3	27.7	27.7	27.2	26.2	27.1
Учетная ставка НБУ (на конец периода), %	17.0%	17.0%	18.0%	18.0%	18.0%	17.5%	17.5%	16.0%

(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, государственных гарантий 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	-	7.8	сен-19	6.5	100.1	-0.1	0.1	661
Украина 2023	Держать	-	7.8	сен-23	5.6	107.8	2.4	3.5	1,355
Украина 2024	Держать	-	9.0	фев-24	6.0	111.6	3.1	3.7	750
Украина 2027	Держать	-	7.8	сен-27	6.7	106.5	4.5	6.1	1,307
Украина 2028	Держать	-	9.8	ноя-28	7.2	117.0	4.8	6.4	1,600
Украина 2032	Держать	-	7.4	сен-32	7.1	102.5	4.6	8.2	3,000
Авангард в дефолте	Продавать	9-апр-19	10.0	окт-18	нс	8.4	-0.1	нс	214
ДТЭК 2024	Держать	4-июн-19	10.8	дек-24	9.6	104.5	1.5	4.0	1,344
Кернел 2022	Покупать	23-июл-19	8.8	янв-22	6.0	106.4	0.8	2.2	500
Метинвест 2023	Держать	2-июл-19	7.8	апр-23	6.4	104.6	1.4	3.0	945
Метинвест 2026	Держать	2-июл-19	8.5	апр-26	7.3	106.2	2.3	5.1	648
МХП 2024	Держать	23-июл-19	7.8	май-24	6.1	106.6	1.1	4.1	500
МХП 2026	Держать	23-июл-19	7.0	апр-26	6.5	102.3	1.9	5.4	550
Нафтогаз 2022	-	-	7.4	июл-22	6.5	102.2	1.5	2.7	335
Нафтогаз 2024 (в евро)	-	-	7.1	июл-24	6.5	102.8	2.0	4.4	672
Ощадбанк 2023	Покупать	14-мая-19	9.4	мар-23	6.4	105.1	1.0	1.7	280
Ощадбанк 2025	Покупать	14-мая-19	9.6	мар-25	6.6	105.4	1.6	1.8	500
ПриватБанк в дефолте (10.250)	-	-	10.3	янв-18	нс	29.8	-1.1	нс	160
ПриватБанк в дефолте (10.875)	-	-	10.9	фев-21	нс	29.2	-0.4	нс	175
Укрзалізниця 2021	Покупать	7-мая-19	9.9	сен-21	6.1	103.0	0.6	0.8	350
Укрзалізниця 2024	-	-	8.3	июл-24	7.6	102.6	1.7	4.2	500
Укрлендфарминг в дефолте	Продавать	13-июн-17	10.9	мар-18	нс	10.9	-0.9	нс	543
Укрэксимбанк 2021 (в гривне)	-	-	16.5	мар-21	18.5	97.2	0.1	1.4	150
Укрэксимбанк 2022	Покупать	14-мая-19	9.6	апр-22	6.1	105.0	0.7	1.4	375
Укрэксимбанк 2025	Покупать	14-мая-19	9.8	янв-25	7.1	106.1	1.4	2.3	600

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

Источник: Bloomberg, Adamant Capital

Календарь событий на 1 неделю		
Событие	Тип даты	Дата
ДТЭК - операционные результаты за 6мес19	Индикативная	26-июл
Казначейство - месячный отчет по госбюджету	Индикативная	26-июл
Банки - финансовые результаты за 2кв19 МСФО	Индикативная	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 | 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.