

Еженедельный обзор

- Верховная Рада назначила Кирилла Шевченко главой НБУ
- Парламент продлил запрет на взыскание имущества по валютным ипотечным кредитам до 2022 года
- Операционные результаты Кернела за 4кв20 совпали с ожиданиями

Верховная Рада назначила Кирилла Шевченко главой НБУ. На заседании 16 июля кандидатуру председателя правления Укргазбанка, которую ранее утром внес Зеленский, поддержали 332 народных депутата. На пресс-брифинге Шевченко очертил свои основные приоритеты на новой должности – это возобновление кредитования, снижение доли неработающих долгов, сохранение макрофинансовой стабильности и углубление сотрудничества с международными партнерами. Он также высоко оценил трансформацию НБУ за последние несколько лет, но отметил, что учетную ставку необходимо снижать, а валютная политика должна способствовать экономическому росту.

Наше мнение: Как мы отмечали ранее, Шевченко является неоднозначной кандидатурой, поскольку его обширный опыт в банковской сфере связан в основном с госструктурами, где высокий уровень коррупции до сих пор остается актуальной проблемой. Более того, ничего в его карьере не указывает на глубокое понимание макроэкономических процессов, что может мешать взвешенно подходить к решениям, касающимся монетарной политики. Несмотря на то, что Шевченко уже официально заявил о неизменности основных целей Нацбанка, его личные убеждения несколько им противоречат (особенно в отношении обменного курса). Окажется ли это решающим в отношении дальнейших действия регулятора станет ясно в ближайшие несколько месяцев. Первые выводы можно будет сделать уже в четверг – когда Правление по вопросам монетарной политики объявит свое решение по ставке в обновленном составе (мы ожидаем снижение на 50 бп до 5.5%).

Парламент продлил запрет на взыскание имущества по валютным ипотечным кредитам до 2022 года. Данная норма была изначально введена в 2014, когда, в связи с девальвацией гривны на 70%, значительная часть розничных заемщиков столкнулась с финансовыми трудностями. Хотя, принятый в 2018 году, Кодекс по процедурам банкротства предусматривает механизм реструктуризации, проблемные ссуды на общую сумму порядка 39 млрд грн (1.3 млрд \$) все еще не урегулированы (согласно данным НБУ).

Наше мнение: Поскольку общий объем проблемных ипотечных займов эквивалентен 6.5% чистого кредитного портфеля всей банковской системы (3.5% от валового), принятый закон окажет значимое негативное влияние на сектор в целом. Из ближайших последствий – отсутствие резолюции по данным долгам, что только усилит опасения банков относительно такого рода кредитования. Не исключена также и остановка обслуживания уже реструктуризированных займов. Деструктивным данный запрет является и для более далекой перспективы, поскольку по сути узаконивает отсутствие последствий за нарушение кредитных договоров.

Операционные результаты Кернела за 4кв20 совпали с ожиданиями. Продажи растительного масла выросли практически на треть кв/кв до 489 тыс т, что на 10% больше, чем в прошлом году. Экстракционные заводы компании продолжили работать на полную мощность. Экспорт зерна и перевалка увеличились на 30% и 54% г/г соответственно, составив 1.9 млн т. Согласно данным АПК-Информ и Bloomberg, средние цены за квартал на кукурузу упали на 20% г/г, в то время как стоимость подсолнечного масла выросла на 7%, а пшеницы не изменилась.

Наше мнение: Опубликованные данные в целом совпали с нашими оценками. Хотя продажи растительного масла и оказались чуть выше, чем мы предполагали, разница в объемах обеспечит не более 5 млн \$ EBITDA. Динамика по экспорту зерна практически полностью соответствовала планам, озвученным компанией в начале сезона. Предполагая, что вклад сельскохозяйственного дивизиона за год в целом составит ожидаемые менеджментом 100 млн \$, годовой показатель EBITDA, по нашим оценкам, должен достигнуть 410 млн \$ (без учета МСБУ 41, но включая МСФО 16). Эта цифра предполагает нейтральное влияние на финансовые показатели деятельности Avere, ввиду непредсказуемости и исторической волатильности результатов данных операций. Хотя кредитные метрики Кернела по-прежнему свидетельствуют об умеренном уровне риска, еврооблигации холдинга в текущий момент торгуются с дисконтом в 100-150 бп к квазисуверенным бумагам, что вынуждает нас понизить рекомендацию по ним до уровня «держать».

Операционные результаты Кернела за 4кв20

	4кв20	4кв19	г/г	3кв20	кв/кв
Продажи масла, тыс т	489	445	10%	381	28%
Отжим масличн, тыс т	916	896	2%	941	-3%
Продажи зерна ¹ , млн т	1.86	1.44	30%	2.15	-14%
Перевалка ¹ , млн т	1.84	1.20	54%	1.94	-5%
Цена на кукурузу ² , \$/т	130	163	-20%	150	-14%
Цена на пшеницу ² , \$/т	191	194	-1%	203	-6%
Цена на масло ³ , \$/т	737	687	7%	727	1%

(1) только Украина, исключая Avere

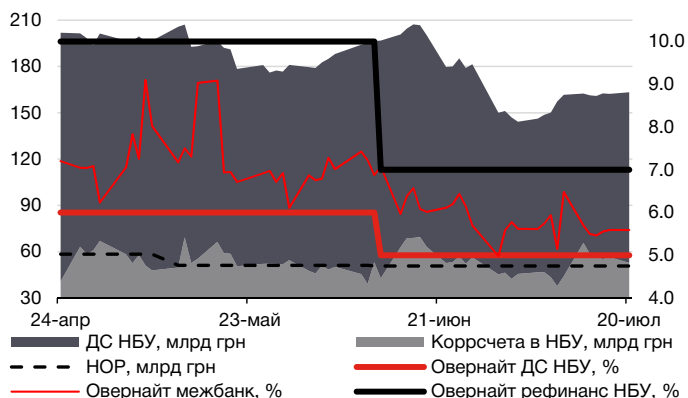
(2) индексы цен CBOT

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

Источник: данные компании, Bloomberg, Adamant Capital

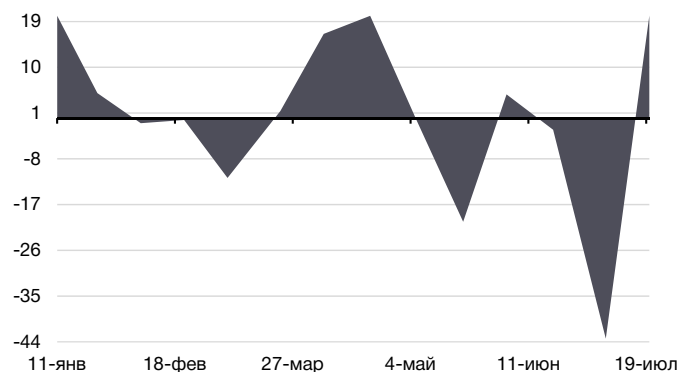
Приложение

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



Источник: НБУ, Adamant Capital

Приток от Госказначейства и ФГВФЛ в систему¹, млрд грн

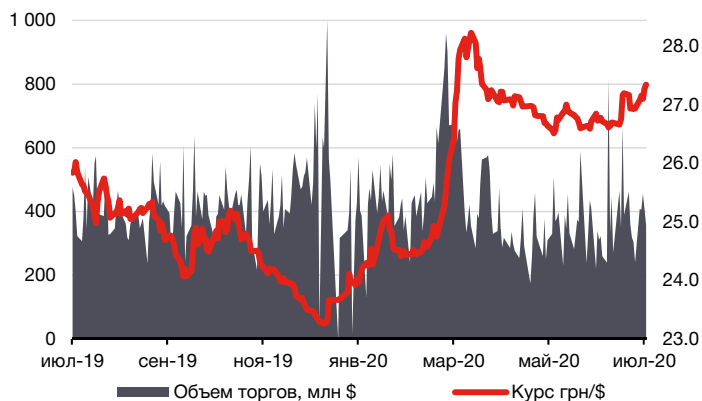


Точки на графике демонстрируют суммарные притоки по фискальному каналу за 10 рабочих дней
(1) Банковская система
Источник: НБУ

Ликвидность банковской системы (сумма коррсчетов в НБУ и депозитных сертификатов) увеличилась на 0.8 млрд грн до 163.2 млрд грн за неделю. Министерство финансов 21 июля разместило облигации в гривне с погашением в январе 2021 и феврале 2022 с доходностью 7.74% и 10.25% соответственно, а также в долларах США с погашением в феврале 2021 с доходностью 3.39%. Общие заимствования составили 6.8 млрд грн и 171 млн \$.

Межбанковский курс грн/\$ на этой неделе (с понедельника по понедельник) девальвировал на 1.82%, открывшись на отметке 27.09 и закрывшись на уровне 27.58.

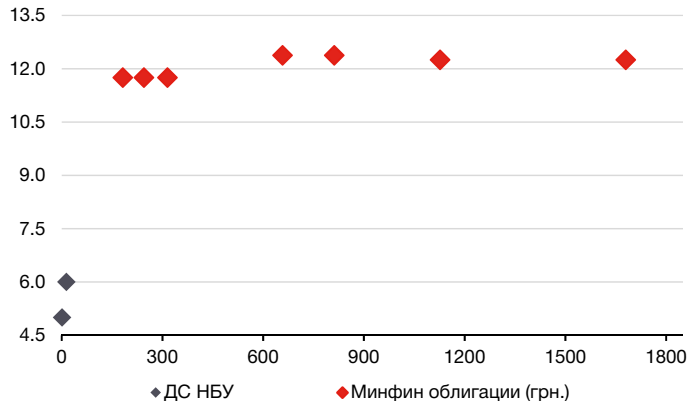
Курс валюты (пш) и объем межбанковских торгов (лш)



На основе официальных данных межбанковского рынка

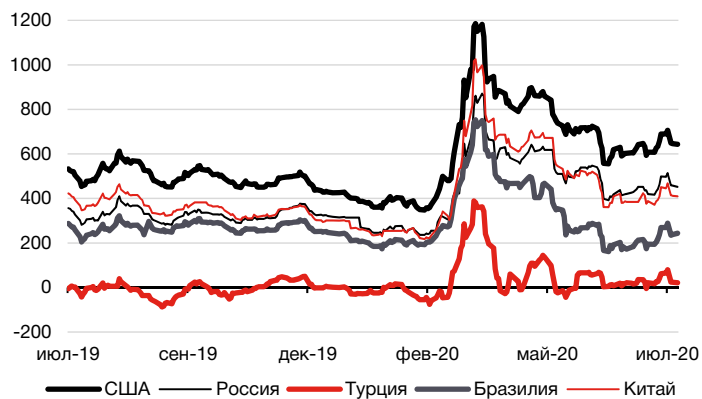
Источник: НБУ

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



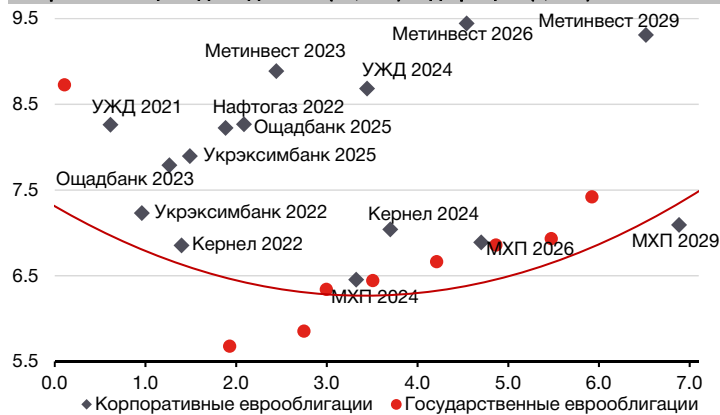
Источник: НБУ, Bloomberg, Adamant Capital

Премия 10 летней доходности Украины к другим странам, бп



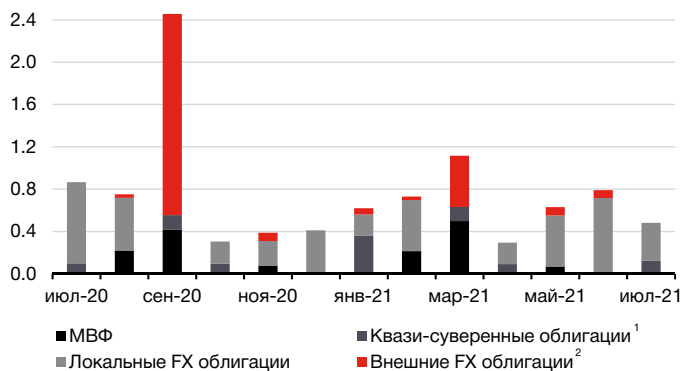
Источник: Bloomberg, Adamant Capital

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



Источник: Bloomberg, Adamant Capital

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



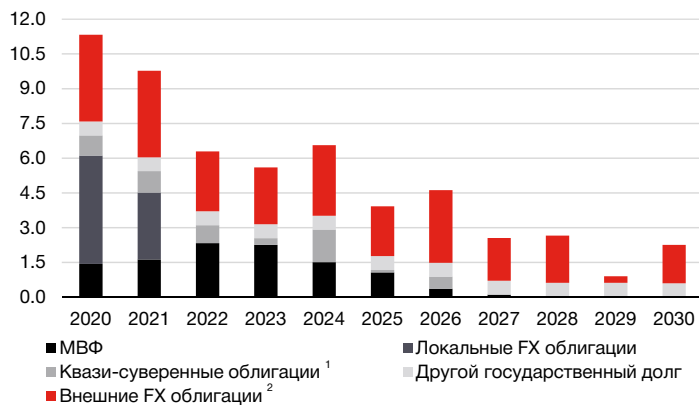
Процентные платежи включены в каждую категорию

(1) Долг государственных компаний

(2) Включают кредитные гарантии США

Источник: Bloomberg, Adamant Capital

График погашения внешнего долга Украины на 2020-30, млрд \$

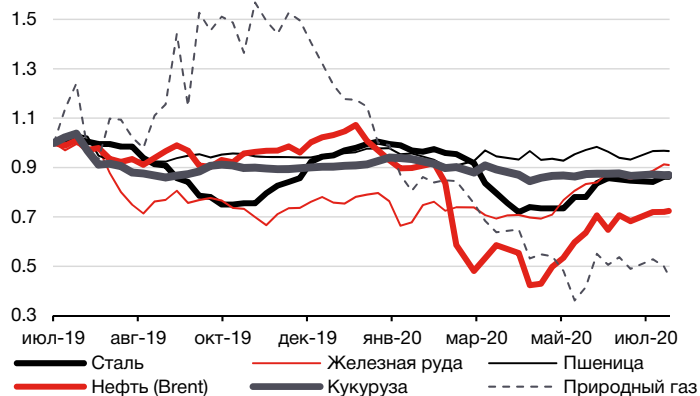


(1) Долг государственных компаний

(2) Включают кредитные гарантии США

Источник: Bloomberg, Adamant Capital

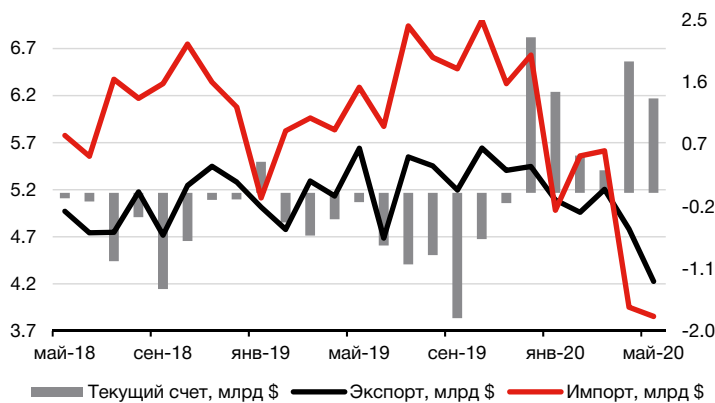
Мировые индексы цен на сырье



Все индексы приведены с базисом 1. Используются следующие котировки: HRC spot (FOB Black Sea); China Iron Ore 62% Fe; Wheat Futures (Black Sea); Brent Crude Oil Futures; Corn Futures (Black Sea); Dutch TTF Gas Futures

Источник: Bloomberg, Adamant Capital

Внешняя торговля (лш) и баланс текущих операций (пш)



Источник: НБУ

Основные макроэкономические показатели								
	1кв19	2кв19	3кв19	4кв19	2019	1кв20	2кв20П	2020П
Рост реального ВВП, г/г %	2.9%	4.7%	3.9%	1.5%	3.2%	-1.3%	-9.0%	-3.5%
Номинальный ВВП, млрд грн	815	933	1,112	1,115	3,975	846	870	3,989
Номинальный ВВП, млрд \$	30	35	44	46	154	34	32	148
Рост дефлятора ВВП, г/г % ¹	12.2%	9.9%	7.6%	4.7%	8.1%	5.1%	2.5%	4.0%
ИПЦ (средний за период),г/г %	8.9%	9.1%	8.5%	5.2%	7.9%	2.6%	2.1%	2.8%
ИПЦ (на конец периода),г/г %	8.6%	9.0%	7.5%	4.1%	4.1%	2.3%	2.4%	4.5%
Дефицит бюджета, % ВВП ^{1,2}	2.0%	2.5%	2.4%	2.1%	2.1%	2.3%	3.8%	4.5%
Широкий дефицит бюджета, % ВВП ^{1,3}	2.3%	2.7%	2.5%	2.1%	2.2%	2.3%	4.2%	5.3%
Государственный долг, % ВВП	58.5%	55.4%	51.1%	50.3%	50.3%	56.3%	57.3%	60.0%
Внешний государственный долг, % ВВП ⁴	37.4%	36.0%	32.9%	31.6%	31.6%	31.6%	31.7%	36.5%
Общий внешний долг, млрд \$	114	116	118	122	122	120	124	130
Экспорт товаров и услуг, млрд \$	15.1	15.5	16.3	16.5	63.4	15.3	13.1	59.6
Импорт товаров и услуг, млрд \$	16.9	18.3	20.3	20.0	75.5	16.2	12.2	64.4
Сальдо торгового баланса, млрд \$	-1.8	-2.8	-4.0	-3.5	-12.1	-0.9	0.9	-4.8
Текущий счет, млрд \$	-0.6	-1.3	-3.8	1.4	-1.1	4.2	3.9	6.4
Финансовый счет, млрд \$ ⁵	-0.9	-1.7	-5.2	-2.3	-10.2	2.5	-1.6	4.0
Резервы НБУ, млрд \$	20.6	20.6	20.1	25.3	25.3	24.9	28.5	31.3
Средний курс на межбанке, грн/\$ ⁶	27.3	26.6	25.2	24.2	25.8	25.2	26.9	27.0
Курс на межбанке (на конец периода), грн/\$	27.2	26.2	24.2	23.7	23.7	27.6	26.7	28.0
Учетная ставка НБУ (на конец периода), %	17.5%	17.5%	16.5%	13.5%	13.5%	10.0%	6.0%	5.0%

(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) 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 2023	Держать	-	7.8	сен-23	5.9	105.3	2.5	2.7	1,355
Украина 2024	Держать	-	9.0	фев-24	6.3	108.3	2.9	3.0	750
Украина 2027	Держать	-	7.8	сен-27	6.9	104.5	4.6	5.5	1,307
Украина 2028	Держать	-	9.8	ноя-28	7.4	114.2	5.1	5.9	1,600
Украина 2032	Держать	-	7.4	сен-32	7.3	100.7	5.3	7.7	3,000
Авангард, в дефолте	Продавать	9-апр-19	10.0	окт-18	нс	4.2	0.0	нс	214
ДТЭК 2024 в дефолте	Покупать	9-июн-20	10.8	дек-24	29.9	57.3	0.3	2.9	1,344
Кернел 2022	Держать	21-июл-20	8.8	янв-22	6.9	102.7	0.7	1.4	500
Кернел 2024	Держать	21-июл-20	6.5	окт-24	7.0	98.0	0.2	3.7	300
Метинвест 2023	Держать	7-июл-20	7.8	апр-23	8.9	97.3	0.0	2.4	505
Метинвест 2025 (в евро)	Держать	7-июл-20	5.6	июл-25	8.3	89.6	1.2	4.3	333
Метинвест 2026	Держать	7-июл-20	8.5	апр-26	9.4	95.9	0.2	4.5	648
Метинвест 2029	Держать	7-июл-20	7.8	окт-29	9.3	90.5	-0.2	6.5	500
МХП 2024	Продавать	2-июн-20	7.8	май-24	6.5	104.3	0.6	3.3	500
МХП 2026	Продавать	2-июн-20	7.0	апр-26	6.9	100.3	0.7	4.7	550
МХП 2029	Продавать	2-июн-20	6.3	сен-29	7.1	94.4	0.7	6.9	350
Нафтогаз 2022	Покупать	9-июн-20	7.4	июл-22	8.2	98.5	0.7	1.9	335
Нафтогаз 2024 (в евро)	Покупать	9-июн-20	7.1	июл-24	8.2	96.4	1.2	3.6	672
Ощадбанк 2023	Покупать	16-июн-20	9.4	мар-23	7.8	102.0	0.7	1.3	245
Ощадбанк 2025	Покупать	16-июн-20	9.6	мар-25	8.3	102.8	0.0	2.1	500
ПриватБанк (10.250), в дефолте	-	-	10.3	янв-18	нс	30.8	0.0	нс	160
ПриватБанк (10.875), в дефолте	-	-	10.9	фев-21	нс	30.3	0.0	нс	175
УЖД 2021	Покупать	5-мая-20	9.9	сен-21	8.3	101.0	0.5	0.6	200
УЖД 2024	Покупать	5-мая-20	8.3	июл-24	8.7	98.6	0.3	3.4	595
Укрлендфарминг, в дефолте	Продавать	13-июн-17	10.9	мар-18	нс	5.1	-0.1	нс	543
Укрэксимбанк 2021 (в гривне)	Покупать	16-июн-20	16.5	мар-21	16.1	100.2	0.0	0.6	150
Укрэксимбанк 2022	Покупать	16-июн-20	9.6	апр-22	7.2	102.3	0.4	1.0	313
Укрэксимбанк 2025	Покупать	16-июн-20	9.8	янв-25	7.9	102.7	0.0	1.5	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
ГССУ - статистика промышленности	Точная	22-июл
НБУ - пересмотр учетной ставки	Точная	23-июл
МХП - операционные результаты за 2кв20	Точная	24-июл
ДТЭК - операционные результаты за 6мес20	Индикативная	24-июл
Казначейство - месячный отчет по госбюджету	Индикативная	27-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

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.