

## Еженедельный обзор

- Профицит текущего счета в 2020 году составил 6.6 млрд \$ или 4.3% от номинального ВВП
- Операционные результаты МХП за 4кв20 совпали с ожиданиями
- ЕБИТДА Метинвеста в ноябре увеличилась на 14% м/м 210 млн \$

**Профицит текущего счета в 2020 году составил 6.6 млрд \$ или 4.3% от номинального ВВП.** Показатель за декабрь улучшился на 0.8 млрд \$ г/г до 0.1 млрд \$. Торговый баланс достиг -1.7 млрд \$ и -0.3 млрд \$, соответственно.

**Наше мнение:** Несмотря на то, что «плюс» по ТС за декабрь оказался несколько меньше, чем мы ожидали, ввиду более низкого экспорта агропродукции (объемы поставок пшеницы и кукурузы уже начинают отражать спад урожая в этом сезоне), общая динамика за год совпала с прогнозами, сделанными еще в июне. Ключевыми тенденциями в 2020 стали низкий импорт энергоносителей ввиду существенного падения цен на нефть в марте-апреле (стоимость марки Brent в тот период опустилась до менее, чем 30 \$, сократившись практически на 50% г/г) и чрезвычайно дешевого газа в июне (почти на 70% г/г), который совпал с устойчивым экспортом, поддержанным гораздо более стабильной ситуацией на рынках железной руды и зерна. На баланс торговли услугами положительно повлияли ограничения на путешествия и повышения спроса на IT, реинвестированные доходы стали отрицательным (ввиду убытков), а переводы от трудовых мигрантов продемонстрировали невероятную стабильность, сократившись лишь на 6% г/г. Хотя большинство из этих трендов может показаться неактуальным в 2021 (стоимость энергоносителей, действительно, уже почти восстановились до «предковидного» уровня), некоторые из них на самом деле сохранились, и даже заставили нас повысить нашу оценку профицита ТС до 2.5% от ВВП (или 4.0 млрд \$) с 1.4% ранее. В первую очередь речь идет о все более и более благоприятной ситуации на экспортных рынках. Глобальные бенчмарки на железную руду, сталь, и зерно в настоящее время бьют многолетние рекорды. Вторым фактором – повышение вероятности медленного восстановления спроса на путешествия, в том числе, в связи с задержками со стороны властей с проведением вакцинаций. Касательно финансового счета, 2020 характеризовался довольно незначительным потоком финансирования из-за рубежа в реальный сектор (всего 1.1 млрд \$). Накоплению резервов также препятствовали высокие темпы увеличения баланса иностранной валюты вне банковской системы (+5.5 млрд \$ г/г) и сокращение позиций в гривневых ОВГЗ нерезидентами.

Показатели платежного баланса, млн \$					
	дек-20	ноя-20	окт-20	12 мес	12 мес-1
Экспорт:	6,136	5,607	5,523	60,620	63,556
м/м	9%	2%	9%		
г/г	12%	3%	-3%	-5%	7%
Импорт:	6,462	5,651	5,637	62,297	76,067
м/м	14%	0%	3%		
г/г	-4%	-11%	-20%	-18%	8%
ТБ <sup>(1)</sup> :	-326	-44	-114	-1,677	-12,511
м/м	-282	70	306		
г/г	907	863	1,301	10,834	-1,133
ТС <sup>(2)</sup> :	113	783	660	6,583	-7,024
м/м	-670	123	803		
г/г	795	891	1,316	13,607	-592
ФС <sup>(3)</sup> :	-2,729	798	1,002	4,602	-10,066
м/м	-3,527	-204	-815		
г/г	-1,658	1,507	1,547	14,668	-794
ПБ <sup>(4)</sup> :	2,827	-15	-343	1,979	5,980
м/м	2,842	328	1,614		
г/г	-463	-616	-234	-4,001	3,103
Funding flow <sup>(5)</sup>	217	-89	-167	1,126	10,588

Примечание: 12 мес и 12 мес-1 – последние двенадцать месяцев и последние двенадцать месяцев год назад, соответственно  
 (1) Торговый баланс  
 (2) Счет текущих операций без учета выплаты Газпромом 2.9 млрд \$ Нафтогазу во исполнение решения арбитража в декабре 2019.  
 (3) Счет финансовых операций  
 (4) Платежный баланс  
 (5) Приток капитала в частный сектор из-за рубежа  
 Источник: НБУ, Adamant Capital

**Операционные результаты МХП за 4кв20 совпали с ожиданиями.**

Согласно пресс-релизу компании, опубликованному 28 января, средняя цена реализации на килограмм курицы, произведенной украинскими предприятиями, сократилась на 6% г/г до 1.36 \$. Торговый оборот этой продукции с третьими лицами вырос на 10% г/г, в то время как выход остался на уровне прошлого года. Экспорт увеличился на 8% до 95 тыс т, а его доля в продажах достигла 54%. Европейский сегмент продемонстрировал рост производства на 4% и падение средних цен на 7% до 2.48 евро/кг. МХП подтвердил, что урожайность кукурузы и подсолнечника снизилась на 40% и 22% г/г, соответственно, ввиду крайне неблагоприятных погодных условий в последние недели периода созревания культур. В компании также объявили, что один из независимых неисполнительных директоров вышел из состава Совета. В своем письме об отставке он обратил внимание на опасения, связанные с определенными подходами МХП к корпоративному управлению. В ответ на эти беспокойства Совет Директоров поручил старшему независимому директору разработать предложения по дальнейшему совершенствованию установленных практик.

**Наше мнение:** Результаты сегмента мяса птицы в целом совпали с ожиданиями. Средняя цена реализации соответствовала оценкам компании, озвученным в ходе последнего конференц-звонка с инвесторами. Объемы продаж несколько выросли по сравнению с прошлым годом, вероятней всего, ввиду больших запасов, накопленных к сентябрю. Хотя пока неясно насколько масштабным оказался рост себестоимости производства ввиду значительного подорожания зерна на рынке (мы ожидаем скачка на 15% кв/кв), очевидных причин вносить изменения в озвученный ранее прогноз EBITDA за квартал (103 млн \$, исключая эффекты от МСБУ 41) мы не видим. Соответственно, мы также подтверждаем нашу оценку данного показателя на 2020 на уровне 405 млн \$.

Касательно 2021, многое будет зависеть от того, насколько быстро цены на мясо в Украине и за рубежом в полной мере начнут отражать более высокую себестоимость. С учетом того, что МХП, как правило, в состоянии самостоятельно обеспечить себя зерновыми, текущий рывок котировок данной продукции на мировых рынках является для компании скорее преимуществом. В то же время, необходимость купить порядка 250 тыс т кукурузы у третьих лиц в связи с неурожаем 2020, может негативно сказаться на результатах за 1п21. В целом, хотя мы ранее ожидали, что EBITDA холдинга в 2021 достигнет 450-470 млн \$, мы теперь склоняемся к тому, что рост к прошлому году будет скорее ближе к 10% (т.е. абсолютная величина составит порядка 440 млн \$). Однако данный сценарий также предполагает, что соотношение чистого долга к 12 месячной EBITDA снизится с текущего, нарушающего ковенанты еврооблигаций, уровня в 3.3 до вполне приемлемых 2.7. В целом, мы продолжаем считать МХП сильным корпоративным заемщиком. Хотя отставка независимого неисполнительного директора несколько настораживает, серьезным поводом для беспокойства, по нашему мнению, она не является, поскольку не указывает на какие-либо крупные проблемы с практикой корпоративного управления. Ввиду того, что еврооблигации холдинга продолжают торговаться с дисконтом по доходности к суверенной кривой и являться самыми дорогими на рынке, мы продолжаем советовать их «держаться».

**Операционные результаты МХП за 4кв20**

	4кв20	4кв19	г/г	3кв20	кв/кв
<i>Сегмент мяса птицы</i>					
Производство, тыс т	190	189	0%	182	4%
Продажи, тыс т	174	159	10%	195	-11%
Экспорт, тыс т	95	88	8%	108	-13%
доля в продажах	54%	55%	-1пп	56%	-1пп
Средняя цена, грн/кг	38.5	34.7	11%	37.6	2%
Средняя цена, \$/кг	1.36	1.45	-6%	1.36	0%
<i>Европейский сегмент</i>					
Производство, тыс т	25	24	4%	28	-11%
Продажи, тыс т	15	14	7%	17	-10%
Средняя цена, EUR/кг	2.48	2.66	-7%	2.48	0%

Источник: данные компании, оценки Adamant Capital

**ЕБИТДА Метинвеста в ноябре увеличилась на 14% м/м 210 млн \$** (исключая доходы от СП). Вклад от металлургического дивизиона сократился на 4% м/м до 126 млн \$. Сегмент руды сгенерировал 99 млн \$, прибавив 22%. Операционный денежный поток возрос на 132% до 251 млн \$, отражая изменения вложений в оборотный капитал. Инвестиции в основные фонды выросли на 62% до 81 млн \$, а свободный денежный поток — на 193% до 170 млн \$. Соотношение чистого долга к 12 месячной ЕБИТДА снизилось на 18% м/м, составив 1.4.

**Наше мнение:** Итоговый показатель ЕБИТДА за ноябрь оказался несколько ниже наших оценок ввиду падения объемов реализации металлов (они сократились и в октябре) и маржи на тонну. Опубликованные цифры свидетельствуют о том, что консолидированный результат за год, вероятно, будет ближе к 1.8 млрд \$, а не к 1.9 млрд \$, как мы предполагали ранее. В то же время, ввиду дальнейшего роста ценовых бенчмарков на руду и сталь, ситуация на 2021 выглядит очень благоприятной. Наш базовый прогнозный сценарий предполагает ЕБИТДА (исключая доходы от СП) на уровне 3.0 млрд \$ (с примерно равными вкладами от металлургического дивизиона и сегмента руды) с возможностью увеличения, в том числе и до 4.0 млрд \$. Таким образом, мы считаем, что Метинвест может сгенерировать достаточно денежных средств для того, чтобы снизить чистый долг до всего лишь 0.5 млрд \$ или даже меньше (в зависимости от размера инвестиций в основные фонды и нужд в оборотном капитале), что сильно укрепит кредитные метрики. Хотя, по нашему мнению, риски, связанные с основными акционерами и волатильностью доходов компании в связи с тесной привязкой к ценам на сырье остаются высокими, перспективы значительного улучшения фундаментальных факторов позволяют нам повысить нашу рекомендацию по бумагам Метинвеста до отметки «покупать». Еврооблигации компании в текущий момент торгуются с премией по доходности к суверенной кривой в 50-100 бп.

**Результаты Метинвеста за ноябрь, млн \$**

	ноя	окт	м/м	11м20	г/г
Выручка	941	868	8%	9,437	-6%
ЕБИТДА <sup>1</sup>	210	184	14%	1,558	49%
Рентабельность	22%	21%	1пп	17%	6пп
ЕБИТДА <sup>1</sup> от стали	126	131	-4%	790	нс
ЕБИТДА <sup>1</sup> от добычи	99	81	22%	901	-15%
Продажи стали, тыс т	775	787	-2%	8,480	5%
Цена на сталь <sup>2</sup> , \$/т	538	516	4%	489	-11%
Продажи руды, тыс т	2,291	1,968	16%	25,042	1%
Цена на руду <sup>3</sup> , \$/т	97	107	-9%	94	0%
ОСФ <sup>4</sup>	251	108	132%	1557	100%
Сарех <sup>5</sup>	81	50	62%	748	-9%
FCF <sup>6</sup>	170	58	193%	809	нс
Общий долг	2,940	2,932	0%	2,940	-1%
Чистый долг	2,127	2,220	-4%	2,127	-19%
Чистый долг/ЕБИТДА	1.4	1.7	-18%	1.4	-36%

(1) Исключая доходы от совместных предприятий

(2) Средневзвешенная цена полуфабрикатов и готовой продукции

(3) Средневзвешенная цена концентрата и окатышей в пересчете на концентрат

(4) Денежный поток от операционной деятельности

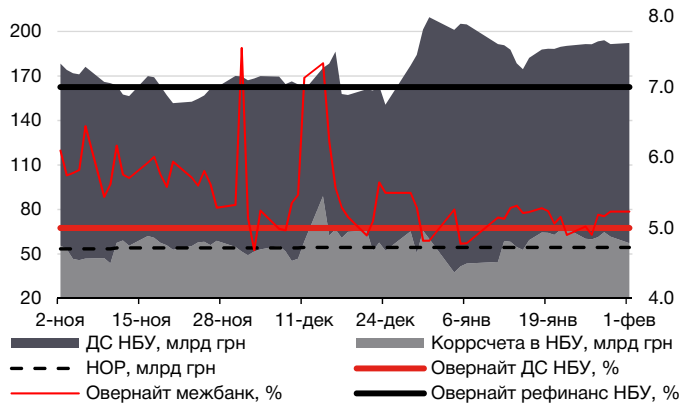
(5) Капитальные инвестиции

(6) Свободный денежный поток

Источник: данные компании, оценки Adamant Capital

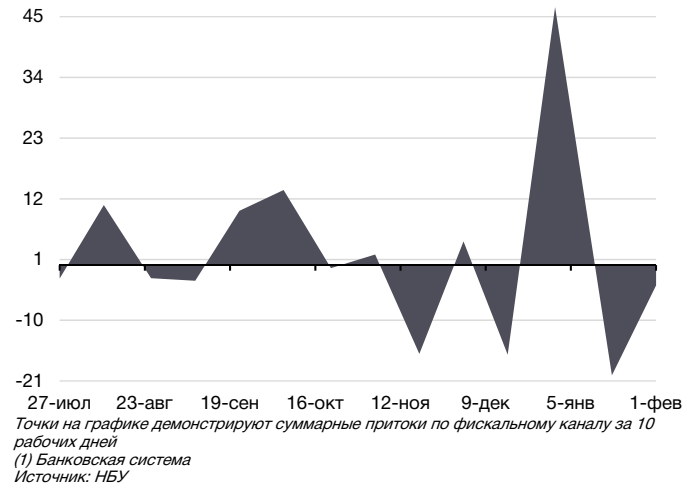
## Приложение

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



Источник: НБУ, Adamant Capital

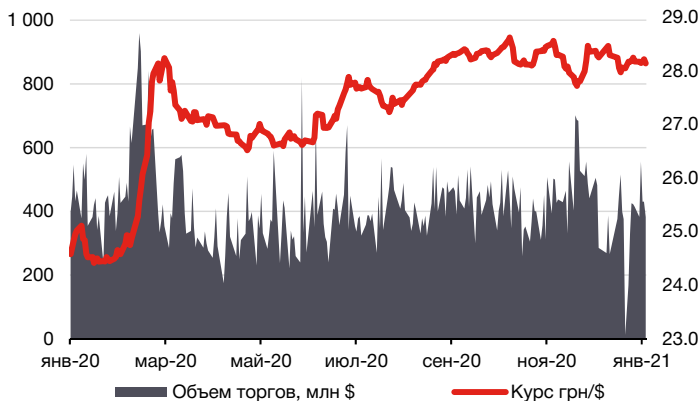
Приток от Госказначейства и ФГВФЛ в систему<sup>1</sup>, млрд грн



**Ликвидность банковской системы** (сумма коррсчетов в НБУ и депозитных сертификатов) увеличилась на 0.8 млрд грн до 192.2 млрд грн за неделю. Министерство финансов 2 февраля разместило облигации в гривне с погашением в мае 2021, феврале 2022, апреле 2023 и мае 2024 с доходностью 9.29%, 11.40%, 11.88% и 12.15% соответственно. Общие заимствования составили 5.3 млрд грн.

**Межбанковский курс грн/\$** на этой неделе (с понедельника по понедельник) укрепился на 0.37%, открывшись на отметке 28.17 и закрывшись на уровне 28.06.

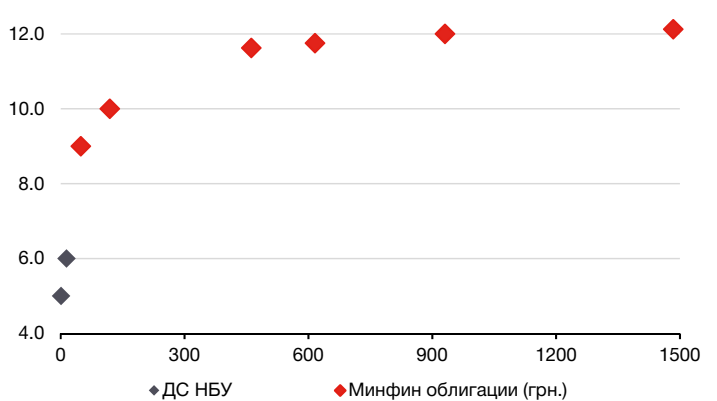
Курс валюты (пш) и объем межбанковских торгов (лш)



На основе официальных данных межбанковского рынка

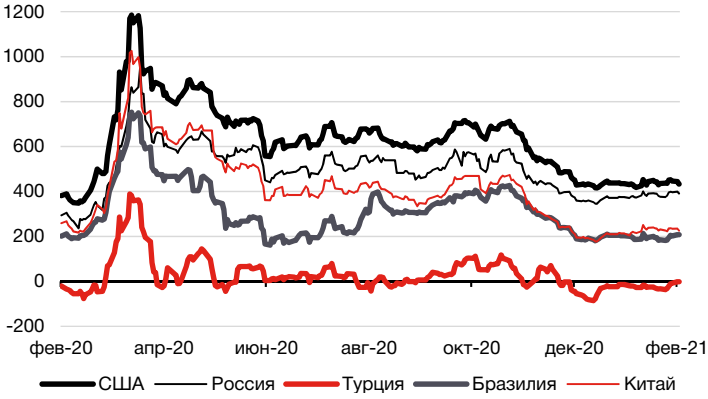
Источник: НБУ

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



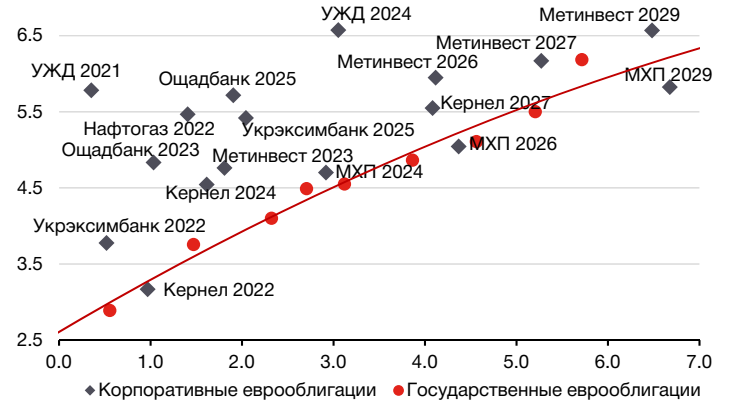
Источник: НБУ, Bloomberg, Adamant Capital

Премия 10 летней доходности Украины к другим странам, бп



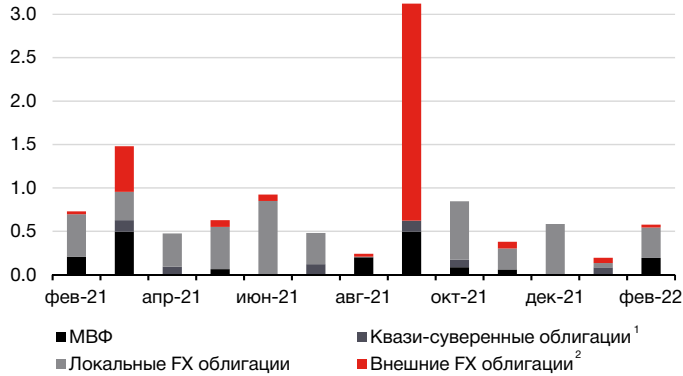
Источник: Bloomberg, Adamant Capital

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



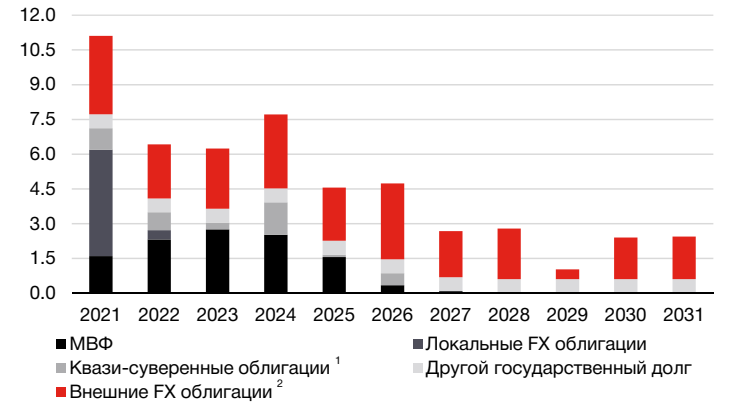
Источник: Bloomberg, Adamant Capital

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



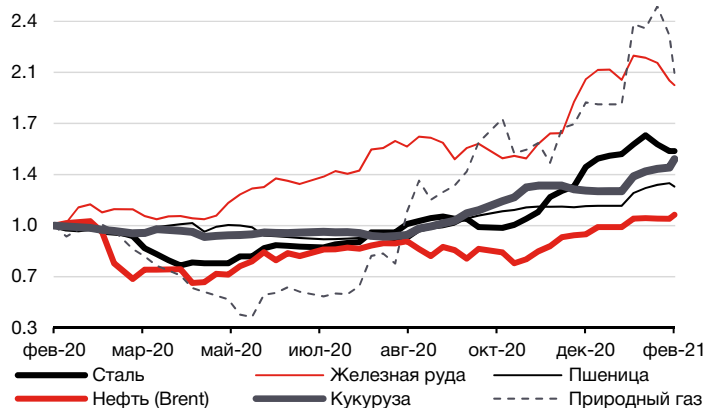
Процентные платежи включены в каждую категорию  
(1) Долг государственных компаний  
(2) Включают кредитные гарантии США  
Источник: Bloomberg, Adamant Capital

График погашения внешнего долга Украины на 2021-31, млрд \$



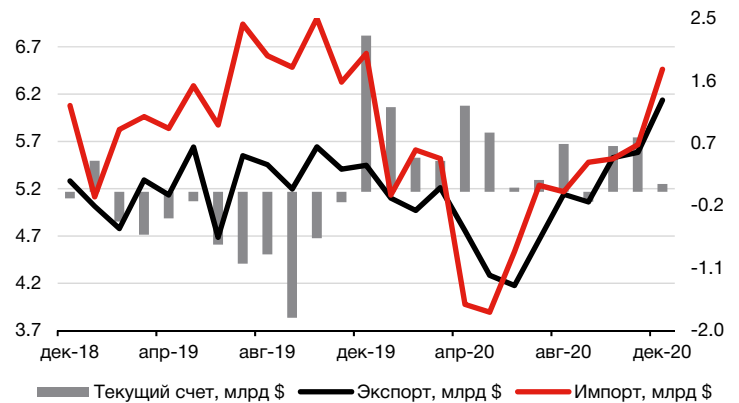
(1) Долг государственных компаний  
(2) Включают кредитные гарантии США  
Источник: Bloomberg, Adamant Capital

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								
	4кв19	2019	1кв20	2кв20	3кв20	4кв20П	2020П	2021П
Рост реального ВВП, г/г %	1.5%	3.2%	-1.3%	-11.4%	-3.5%	0.0%	-4.0%	4.0%
Номинальный ВВП, млрд грн	1,115	3,975	846	868	1,158	1,210	4,081	4,562
Номинальный ВВП, млрд \$	46	154	34	32	42	43	151	157
Рост дефлятора ВВП, г/г % <sup>1</sup>	4.7%	8.1%	5.1%	5.0%	7.9%	8.5%	6.9%	7.5%
ИПЦ (средний за период), г/г %	5.2%	7.9%	2.6%	2.1%	2.4%	3.8%	2.7%	7.6%
ИПЦ (на конец периода), г/г %	4.1%	4.1%	2.3%	2.4%	2.3%	5.0%	5.0%	7.0%
Дефицит бюджета, % ВВП <sup>1,2</sup>	2.1%	2.1%	2.3%	1.7%	3.3%	5.5%	5.5%	5.5%
Широкий дефицит бюджета, % ВВП <sup>1,3</sup>	2.1%	2.2%	2.3%	2.2%	3.9%	6.7%	6.7%	5.8%
Государственный долг, % ВВП	50.3%	50.3%	56.3%	57.6%	58.8%	62.5%	62.5%	63.1%
Внешний государственный долг, % ВВП <sup>4</sup>	31.6%	31.6%	31.6%	31.7%	33.3%	35.7%	35.7%	36.7%
Общий внешний долг, млрд \$	122	122	120	123	123	127	127	133
Экспорт товаров и услуг, млрд \$	16.5	63.4	15.3	13.2	14.9	17.3	60.6	73.1
Импорт товаров и услуг, млрд \$	20.0	75.5	16.1	12.3	15.9	17.8	62.3	73.8
Сальдо торгового баланса, млрд \$	-3.5	-12.1	-0.9	0.9	-1.1	-0.5	-1.7	-0.7
Текущий счет, млрд \$	1.4	-1.1	2.3	1.7	0.3	1.6	6.6	4.0
Финансовый счет, млрд \$ <sup>5</sup>	-2.3	-10.2	2.4	0.4	2.0	-0.9	4.6	-1.0
Резервы НБУ, млрд \$	25.3	25.3	24.9	28.5	26.5	29.1	29.1	33.7
Средний курс на межбанке, грн/\$ <sup>6</sup>	24.2	25.8	25.2	26.9	27.6	28.3	27.0	29.0
Курс на межбанке (на конец периода), грн/\$	23.7	23.7	27.6	26.7	28.3	28.2	28.2	29.5
Учетная ставка НБУ (на конец периода), %	13.5%	13.5%	10.0%	6.0%	6.0%	6.0%	6.0%	7.0%

(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) 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	4.1	108.8	-0.8	2.3	1,355
Украина 2024	Держать	-	9.0	фев-24	4.5	112.5	-0.4	2.7	750
Украина 2027	Держать	-	7.8	сен-27	5.5	112.3	-0.3	5.2	1,307
Украина 2028	Держать	-	9.8	ноя-28	6.2	121.7	-0.6	5.7	1,600
Украина 2032	Держать	-	7.4	сен-32	6.4	107.5	-0.8	7.5	3,000
Авангард, в дефолте	Продавать	9-апр-19	10.0	окт-18	нс	2.2	0.0	нс	214
ДТЭК 2024 в дефолте	Покупать	1-дек-20	10.8	дек-24	26.6	66.4	-1.2	2.7	1,344
Кернел 2022	Покупать	1-дек-20	8.8	янв-22	3.2	105.4	-0.1	1.0	213
Кернел 2024	Покупать	1-дек-20	6.5	окт-24	4.5	106.6	0.3	1.6	300
Кернел 2027	Покупать	1-дек-20	6.8	окт-27	5.5	106.7	0.6	4.1	300
Метинвест 2023	Покупать	2-фев-21	7.8	апр-23	4.8	106.2	-0.1	1.8	311
Метинвест 2025 (в евро)	Покупать	2-фев-21	5.6	июл-25	4.8	103.2	0.0	3.9	333
Метинвест 2026	Покупать	2-фев-21	8.5	апр-26	5.9	111.3	0.2	4.1	648
Метинвест 2027	Покупать	2-фев-21	7.7	окт-27	6.2	108.0	0.3	5.3	333
Метинвест 2029	Покупать	2-фев-21	7.8	окт-29	6.6	107.7	-0.1	6.5	500
МХП 2024	Держать	2-фев-21	7.8	май-24	4.7	109.1	0.0	2.9	500
МХП 2026	Держать	2-фев-21	7.0	апр-26	5.0	108.6	-0.1	4.4	550
МХП 2029	Держать	2-фев-21	6.3	сен-29	5.8	102.9	0.1	6.7	350
Нафтогаз 2022	Покупать	8-дек-20	7.4	июл-22	5.5	102.6	-0.2	1.4	335
Нафтогаз 2024 (в евро)	Покупать	8-дек-20	7.1	июл-24	6.2	102.7	-0.3	3.1	672
Ощадбанк 2023	Покупать	10-ноя-20	9.4	мар-23	4.8	104.8	-0.1	1.0	175
Ощадбанк 2025	Покупать	10-ноя-20	9.6	мар-25	5.7	107.6	0.0	1.9	225
ПриватБанк (10.250), в дефолте	-	-	10.3	янв-18	нс	30.0	0.0	нс	160
ПриватБанк (10.875), в дефолте	-	-	10.9	фев-21	нс	30.0	0.0	нс	175
УЖД 2021	Продавать	27-окт-20	9.9	сен-21	5.8	101.4	0.0	0.4	100
УЖД 2024	Продавать	27-окт-20	8.3	июл-24	6.6	105.1	0.1	3.1	595
Укрлендфарминг, в дефолте	Продавать	13-июн-17	10.9	мар-18	нс	3.5	0.0	нс	150
Укрэксимбанк 2022	Покупать	10-ноя-20	9.6	апр-22	3.8	104.1	0.0	0.5	300
Укрэксимбанк 2025	Покупать	10-ноя-20	9.8	янв-25	5.4	108.8	0.0	2.0	543

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
НБУ - статистика по международным резервам	Точная	5-фев
ГССУ - статистика по инфляции	Точная	9-фев

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 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.