

Еженедельный обзор

- Парламент поддержал реформу Высшего совета правосудия
- Рада приняла закон о реструктуризации 4.4 млрд \$ долгов за газ коммунальных предприятий
- Операционные результаты МХП за 2кв21: рост цен на мясо выше ожиданий

Парламент поддержал реформу Высшего совета правосудия.

Документ предусматривает создание Этического совета (будет состоять из 6 членов, из которых троих будут назначать международные организации, сотрудничающие с Украиной в области борьбы с коррупцией), который проверит членов ВСП на добропорядочность. Ранее в этом месяце Рада проголосовала за законопроект, определяющий процесс отбора членов Высшей квалификационной комиссии судей (также предоставляет иностранным специалистам решающее право голоса), которая фактически ответственна за назначение и оценивание всех судей в стране (однако окончательно одобряет кандидатов Высший совет). Представители ЕС и США поприветствовали принятие обоих законодательных инициатив, назвав их настоящей возможностью для восстановления верховенства права в стране.

Наше мнение: После получения подписей президента, эти два закона действительно имеют все шансы запустить полноценную судебную реформу, учитывая блокирующий голос «международников» на ключевых этапах. Кроме того, их вступление в силу также позволит властям приблизиться к заключению соглашения с МВФ, который неоднократно отмечал важность конкретных шагов со стороны Украины, направленных на усиление борьбы с коррупцией. Однако, наиболее важным эффектом может стать последующее через несколько лет улучшение инвестиционного климата, поскольку, в последние годы, проблема верховенства права является одной из самых упоминаемой как местными, так и зарубежными инвесторами.

Рада приняла закон о реструктуризации 4.4 млрд \$ долгов за газ коммунальных предприятий. На заседании 14 июля 303 народных депутата поддержали законопроект, определяющий ключевые принципы и механизмы, посредством которых региональные поставщики газа и тепловые компании смогут урегулировать свою задолженность перед Нафтогазом. Ключевые из них - компенсация из государственного бюджета разницы между тарифами на отопление для физлиц и рыночной ценой на природный газ, а также списание пени за неуплату до 1 июня 2021.

Наше мнение: Хотя данная законодательная инициатива и не лишена определенных недостатков, она была в целом положительно воспринята представителями газовой отрасли, и в особенности Нафтогазом, для которого неуплата и, соответственно, непрерывное формирование резервов сомнительной задолженности было постоянной проблемой с момента введения режима ПСО (обязывал НАК поставлять газ независимо от суммы накопленных долгов контрагентами) в октябре 2015. Несмотря на то, что властям еще необходимо проработать детали механизма расчетов и принять дополнительные законодательные акты, мы считаем, что принятый закон потенциально предоставит Нафтогазу возможность взыскать более значительную часть дебиторской задолженности, чем предполагалось руководством в конце 2020 (к примеру, долги региональных поставщиков были полностью списаны). Кроме того, реструктуризация позволит теплоснабжающим предприятиям присоединиться к либерализации рынка, которая в данный момент позволяет домохозяйствам свободно менять поставщика газа, стимулируя таким образом конкуренцию.

Операционные результаты МХП за 2кв21: рост цен на мясо выше ожиданий. Согласно пресс-релизу компании, опубликованному 16 июля, средняя цена реализации на килограмм курицы (предприятий в Украине) увеличилась на 32% г/г и 17% кв/кв до 1.67 \$. На внутреннем рынке рост составил 42% г/г и 9% кв/кв в гривневом эквиваленте. Выход и торговый оборот с третьими лицами увеличились на 5% и 6% г/г соответственно. Экспорт возрос на 23% до 109 тыс т (60% от продаж). Европейский сегмент продемонстрировал скачок производства на 13%, а средняя цена практически не изменилась. Также менеджмент МХП сообщил, кампания по уборке озимого ячменя, проходящая в текущий момент, продвигается в соответствии с планом. Все остальные культуры находятся в хорошем состоянии.

Наше мнение: Рост цен на мясо г/г, в особенности в отношении экспорта, существенно превысил наши оценки и предполагает двукратное увеличение маржинальности кв/кв (до 0.4 \$/кг). Это, в свою очередь, влечет за собой пересмотр наших оценок по EBITDA компании во 2кв21 (без МСБУ 41, но с МСФО 16) со 100 млн \$, как мы ожидали ранее, до 120 млн \$. Более того, поскольку погодные условия в стране благоприятны для урожайности (она имеет шансы достигнуть уровней 2019 года), а текущие цены на пшеницу и зерно на 30-40% выше прошлогодних, мы решили пересмотреть также и финансовые результаты по итогам 2021 в целом. Наш новый прогноз EBITDA составляет 460 млн \$ (+30% г/г и практически на уровне 2019), что на 50 млн \$ превосходит предыдущий. Поскольку еврооблигации холдинга в текущий момент торгуются с премией по доходности к суверенной кривой, мы рекомендуем их «покупать».

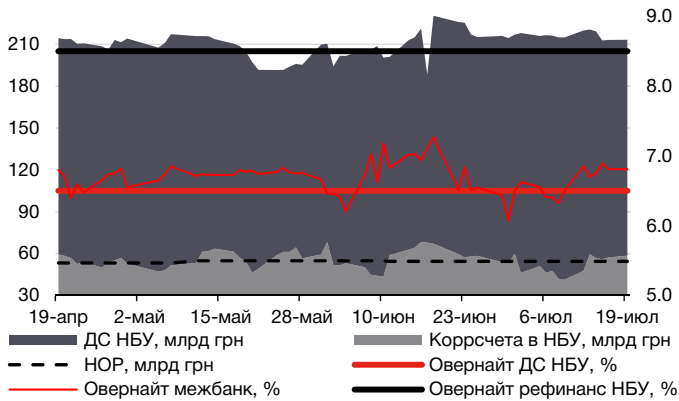
Операционные результаты МХП за 2кв21

	2кв21	2кв20	г/г	1кв21	кв/кв
<i>Сегмент мяса птицы</i>					
Производство, тыс т	191	181	5%	167	15%
Продажи, тыс т	182	171	6%	154	18%
Экспорт, тыс т	109	89	23%	82	33%
доля в продажах	60%	52%	8пп	53%	7пп
Средняя цена, грн/кг	46.0	34.2	35%	39.8	16%
Средняя цена, \$/кг	1.67	1.27	32%	1.43	17%
<i>Европейский сегмент</i>					
Производство, тыс т	29	26	13%	25	19%
Продажи, тыс т	20	16	23%	16	22%
Средняя цена, EUR/кг	2.53	2.50	1%	2.48	2%

Источник: данные компании, оценки Adamant Capital

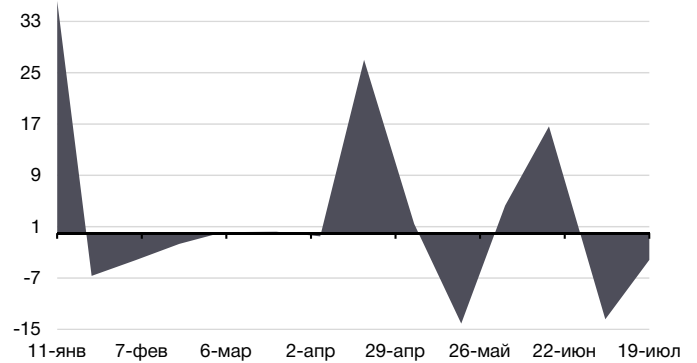
Приложение

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



Источник: НБУ, Adamant Capital

Приток от Госказначейства и ФГВФЛ в систему¹, млрд грн

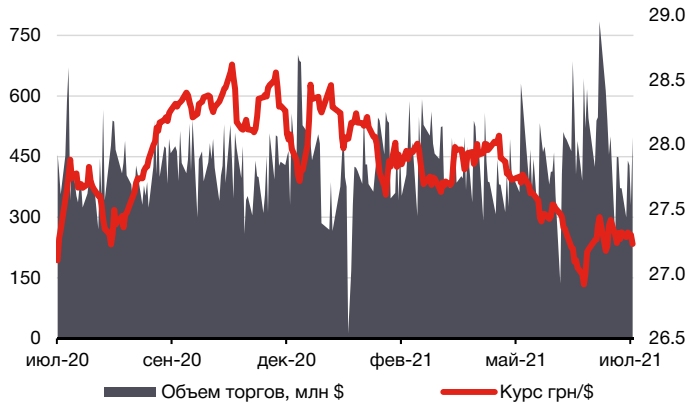


Точки на графике демонстрируют суммарные притоки по фискальному каналу за 10 рабочих дней
(1) Банковская система
Источник: НБУ

Ликвидность банковской системы (сумма коррсчетов в НБУ и депозитных сертификатов) сократилась на 6.6 млрд грн до 213.2 млрд грн за неделю. Министерство финансов 20 июля разместило облигации в гривне с погашением в июле 2022, ноябре 2022, августе 2023, июле 2024 и мае 2026 с доходностью 10.99%, 11.30%, 12.09%, 12.30% и 12.59% соответственно, а также в евро с погашением в июне 2022 с доходностью 2.50%. Общие заимствования составили 7.5 млрд грн и 8 млн евро.

Межбанковский курс грн/\$ на этой неделе (с понедельника по понедельник) укрепился на 0.30%, открывшись на отметке 27.28 и закрывшись на уровне 27.20.

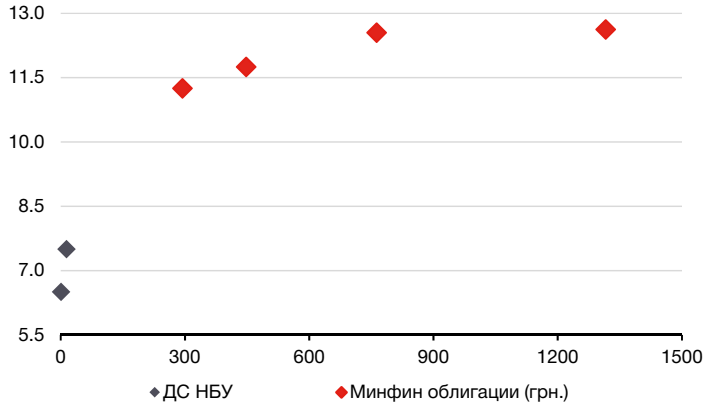
Курс валюты (пш) и объем межбанковских торгов (лш)



На основе официальных данных межбанковского рынка

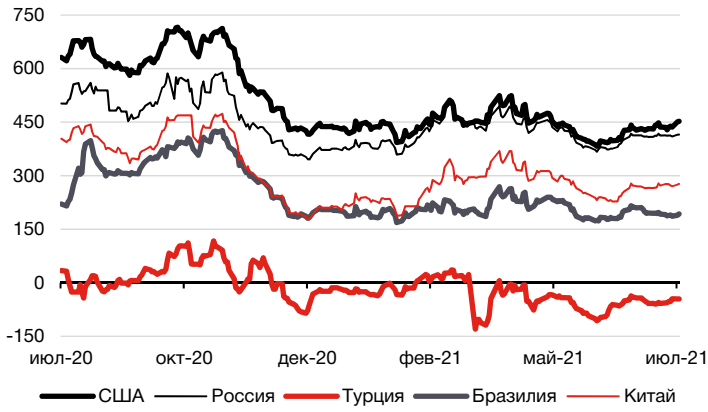
Источник: НБУ

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



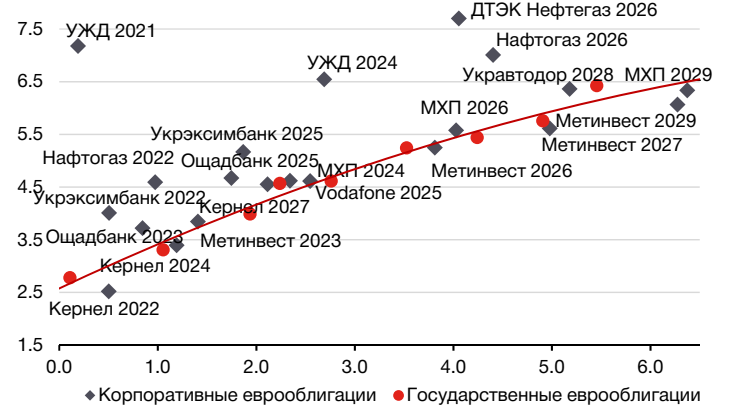
Источник: НБУ, Bloomberg, Adamant Capital

Премия 10 летней доходности Украины к другим странам, бп



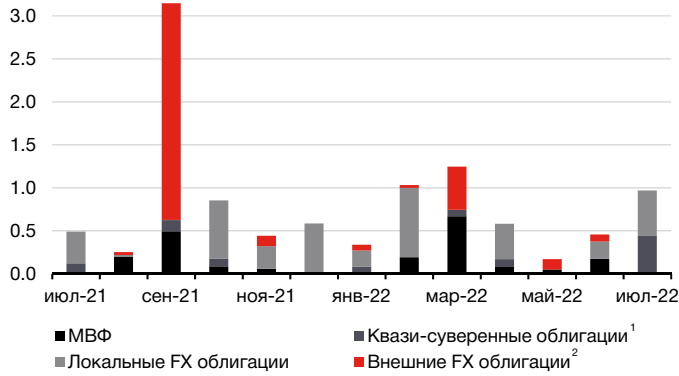
Источник: Bloomberg, Adamant Capital

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



Источник: Bloomberg, Adamant Capital

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



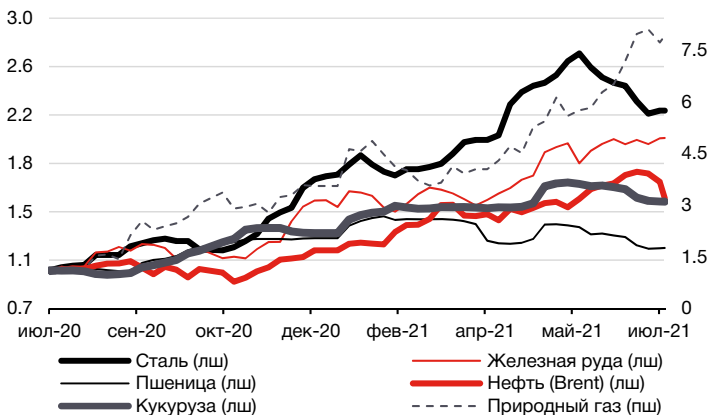
Процентные платежи включены в каждую категорию
(1) Долг государственных компаний
(2) Включают кредитные гарантии США
Источник: Bloomberg, Adamant Capital

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



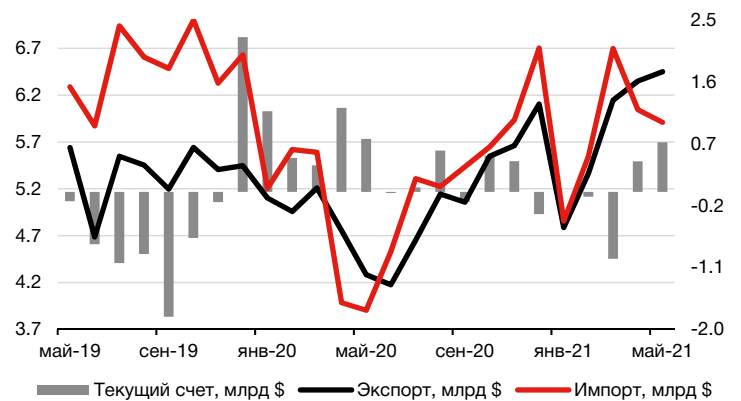
(1) Долг государственных компаний
(2) Включают кредитные гарантии США
Источник: Bloomberg, Adamant Capital

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								
	1кв20	2кв20	3кв20	4кв20	2020	1кв21	2кв21П	2021П
Рост реального ВВП, г/г %	-1.2%	-11.2%	-3.5%	-0.5%	-4.0%	-2.2%	10.1%	3.5%
Номинальный ВВП, млрд грн	854	875	1,162	1,301	4,192	1,009	1,107	4,989
Номинальный ВВП, млрд \$	34	33	42	46	155	36	40	172
Рост дефлятора ВВП, г/г % ¹	5.3%	5.6%	8.4%	17.5%	9.8%	20.7%	15.0%	15.0%
ИПЦ (средний за период), г/г %	2.6%	2.1%	2.4%	3.8%	2.7%	7.4%	9.1%	8.6%
ИПЦ (на конец периода), г/г %	2.3%	2.4%	2.3%	5.0%	5.0%	8.5%	9.5%	8.0%
Дефицит бюджета, % ВВП ^{1,2}	2.3%	1.7%	3.3%	5.3%	5.3%	4.9%	4.5%	4.0%
Широкий дефицит бюджета, % ВВП ^{1,3}	2.4%	2.3%	4.1%	6.5%	6.5%	6.2%	5.4%	4.3%
Государственный долг, % ВВП	56.2%	57.4%	58.6%	60.9%	60.9%	57.8%	55.4%	56.7%
Внешний государственный долг, % ВВП ⁴	31.6%	31.6%	33.1%	34.8%	34.8%	33.2%	32.8%	33.5%
Общий внешний долг, млрд \$	120	122	122	126	126	123	130	133
Экспорт товаров и услуг, млрд \$	15.3	13.2	14.9	17.3	60.6	16.3	19.0	84.0
Импорт товаров и услуг, млрд \$	16.1	12.3	15.9	17.8	62.3	16.9	18.0	78.4
Сальдо торгового баланса, млрд \$	-0.9	0.9	-1.1	-0.5	-1.7	-0.6	1.0	5.6
Текущий счет, млрд \$	2.3	1.7	0.3	1.6	6.6	0.9	1.4	4.0
Финансовый счет, млрд \$ ⁵	2.3	0.8	2.4	-0.9	4.6	1.9	-1.9	0.5
Резервы НБУ, млрд \$	24.9	28.5	26.5	29.1	29.1	27.0	28.4	32.2
Средний курс на межбанке, грн/\$ ⁶	25.2	26.9	27.6	28.3	27.0	27.9	27.6	29.0
Курс на межбанке (на конец периода), грн/\$	27.6	26.7	28.3	28.2	28.2	27.8	27.2	29.5
Учетная ставка НБУ (на конец периода), %	10.0%	6.0%	6.0%	6.0%	6.0%	6.5%	7.5%	8.0%

(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	4.0	107.5	-0.1	1.9	1,355
Украина 2024	Держать	-	9.0	фев-24	4.6	110.4	-0.1	2.2	750
Украина 2027	Держать	-	7.8	сен-27	5.8	110.1	0.0	4.9	1,307
Украина 2028	Держать	-	9.8	ноя-28	6.4	119.1	-0.1	5.5	1,600
Украина 2032	Держать	-	7.4	сен-32	6.7	104.9	-0.3	7.4	3,000
Авангард, в дефолте	Продавать	9-апр-19	10.0	окт-18	нс	1.0	0.0	нс	214
ДТЭК 2027	Покупать	8-июн-21	5.0	дек-27	нс	64.6	0.0	нс	1,645
Кернел 2022	Держать	1-июн-21	8.8	янв-22	2.5	103.2	0.0	0.5	213
Кернел 2024	Держать	1-июн-21	6.5	окт-24	3.4	106.8	-0.1	1.2	300
Кернел 2027	Покупать	1-июн-21	6.8	окт-27	4.5	107.7	0.0	2.1	300
Метинвест 2023	Держать	1-июн-21	7.8	апр-23	3.8	106.6	-0.1	1.4	311
Метинвест 2025 (в евро)	Держать	1-июн-21	5.6	июл-25	4.1	105.5	-0.1	3.6	333
Метинвест 2026	Держать	1-июн-21	8.5	апр-26	5.2	113.5	0.0	3.8	648
Метинвест 2027	Держать	1-июн-21	7.7	окт-27	5.6	110.5	-0.1	5.0	333
Метинвест 2029	Держать	1-июн-21	7.8	окт-29	6.1	110.8	0.4	6.3	500
МХП 2024	Покупать	20-июл-21	7.8	май-24	4.6	108.1	-0.1	2.5	500
МХП 2026	Покупать	20-июл-21	7.0	апр-26	5.6	105.6	-0.2	4.0	550
МХП 2029	Покупать	20-июл-21	6.3	сен-29	6.3	99.5	0.0	6.4	350
Нафтогаз 2022	Покупать	11-мая-21	7.4	июл-22	4.6	102.7	0.0	1.0	335
Нафтогаз 2024 (в евро)	Покупать	11-мая-21	7.1	июл-24	5.9	103.4	-0.1	2.8	672
Нафтогаз 2026	Покупать	11-мая-21	7.6	ноя-26	7.0	102.7	-0.2	4.4	500
Ощадбанк 2023	Покупать	18-мая-21	9.4	мар-23	3.7	104.8	0.0	0.8	140
Ощадбанк 2025	Покупать	18-мая-21	9.6	мар-25	4.7	108.8	0.0	1.7	200
ПриватБанк (10.250), в дефолте	-	-	10.3	янв-18	нс	10.0	0.0	нс	160
ПриватБанк (10.875), в дефолте	-	-	10.9	фев-21	нс	29.4	0.0	нс	175
УЖД 2021	Покупать	6-июл-21	9.9	сен-21	7.2	100.5	0.0	0.2	50
УЖД 2024	Покупать	6-июл-21	8.3	июл-24	6.5	104.5	0.0	2.7	595
Укравтодор 2028	Держать	22-июн-21	6.3	июн-28	6.4	99.4	-0.1	5.2	700
Укрлендфарминг, в дефолте	Продавать	13-июн-17	10.9	мар-18	нс	2.4	0.0	нс	543
Укрэксимбанк 2022	Покупать	18-мая-21	9.6	апр-22	4.0	102.8	-0.1	0.5	104
Укрэксимбанк 2025	Покупать	18-мая-21	9.8	янв-25	5.2	108.5	0.0	1.9	192
Vodafone 2025	Держать	18-мая-21	6.2	фев-25	4.6	103.8	-0.1	2.3	451

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
Кернел - операционные результаты за 4кв21	Точная	22-июл
ГССУ - статистика промышленности	Точная	22-июл
НБУ - пересмотр учетной ставки	Точная	22-июл
ГССУ - статистика по транспорту	Точная	26-июл
Казначейство - месячный отчет по госбюджету	Индикативная	26-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 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.