

## Краткий обзор

Котировки акций с листингом на отечественных биржах закрылись понижением на прошлой неделе. Хуже остальных выглядели бумаги «Турбоатома», которые подешевели на 12% до 9,00 грн на фоне опасений, что компания может отложить выплату дивидендов из прибыли за 2019 год. По нашим ожиданиям на собрании акционеров 23 апреля «Турбоатом» может направить на дивиденды 37 копеек на акцию, что будет составлять 50% от чистой прибыли за прошлый год. По акциям «Райффайзен Банка Аваль» снижение было на 2,9% до 33 копеек. Индикативные котировки «Укрнафты» упали на 4,4% до 129 грн следуя негативным ценовым трендам на глобальном рынке нефти.

Из экономической информации выделим прогноз Минэкономики о том, что урожай зерновых в этом году может составить 63 млн тонн, по сравнению с исторически рекордным урожаем в 75 млн тонн по итогам прошлого года. Также прогнозируется снижение урожая подсолнечника в этом году до 14,3 млн тонн (в 2019 году 16,3 млн тонн).

На рынке ОВГЗ наблюдалось сужение спреда между котировками на покупку и продажу. Ставки доходности на годовичные ОВГЗ ушли в коридор 19%/16%, тогда как неделей ранее ставки были в диапазоне 21%/14%. Министерство финансов вновь отменило проведение первичного аукциона по ОВГЗ. Последний раз Минфин проводил первичный аукцион 24 марта.

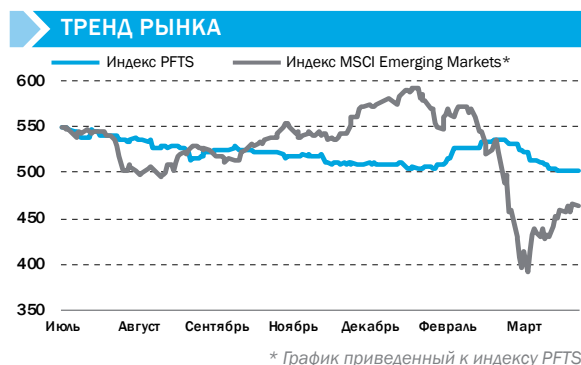
На 23 апреля запланировано решение НБУ по пересмотру учетной ставки. Принимая во внимание возможное ускорение инфляции, мы ожидаем, что регулятор сохранит ключевую ставку на текущем уровне в 10,0%.

На валютном рынке курс доллара снизил волатильность. В итоге, торги на межбанке в пятницу закрылись на отметке 27,09 грн/долл. Нацбанк выходил на рынок с покупкой валюты по 27,07 грн/долл для пополнения резервов. В течение 13-17 апреля НБУ выкупил с рынка 68 млн долл, что в пять раз меньше, чем неделей ранее.

## Основные события

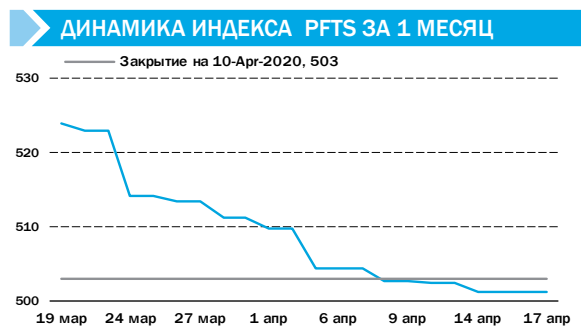
### НОВОСТИ КОМПАНИЙ

- Витренко: «Нафтогаз» с 2006 по 2011 год отобрал у «Укрнафты» 10 млрд куб. м. газа, за который вообще не рассчитался



### ИНДЕКСЫ

	Закрытие	неделя	С начала года,%
PFTS	501	-0.3%	-1.6%
RTS	1068	-4.9%	-31.0%
WIG20	1640	1.5%	-23.7%
MSCI EM	899	1.2%	-19.3%
S&P 500	2823	1.2%	-12.6%



### ОБЛИГАЦИИ

	Закрытие	неделя	С начала года,%
Учетная ставка НБУ	10.0%	0.0 р.р.	-3.5 р.р.
ОВГЗ 1 год	19.0%/16.0%	0.0 р.р.	+4.0 р.р.
Еврооблигации-2024	8.9%	-0.7 р.р.	2.3 р.р.
Еврооблигации-2028	10.7%	-0.6 р.р.	3.7 р.р.

### КУРС ВАЛЮТ

	Закрытие	неделя	С начала года,%
USD	27.09	0.0%	14.4%
EUR	29.49	-0.5%	11.6%

## Витренко: «Нафтогаз» с 2006 по 2011 год отобрал у «Укрнафты» 10 млрд куб. м. газа, за который вообще не рассчитался

Дмитрий Чурин  
d.churin@eavex.com.ua

УКРНАФТА (UNAF)					
Цена: 129 грн Капитализация: \$258 млн					
	P/B	EV/S	P/E	EV/EBITDA	Div. Yield
2019E	0.8	0.2	8.8	2.5	n/a
2020E	0.7	0.2	3.4	0.9	n/a

### НОВОСТЬ

Исполнительный директор «Нафтогаза» Юрий Витренко в интервью на прошлой неделе рассказал о сложностях во взаимоотношениях между «Нафтогазом» и «Укрнафтой». В частности, г-н Витренко подтвердил, что «Нафтогаз» с 2006 по 2011 год отобрал у «Укрнафты» 10 млрд кубов газа, за который вообще не рассчитался. В конце марта 2019 года «Нафтогаз» договорился с «Укрнафтой» о том, что компания либо заплатит по крайней мере за 2 из 10 млрд кубов, либо вернет сам газ. «Нафтогаз» может заплатить эти деньги, если получит компенсацию из госбюджета за возложенные на него специальные обязанности. Он эту компенсацию не получил и, соответственно, не заплатил «Укрнафте». Цена за эти 2 млрд кубов газа была зафиксирована в марте прошлого года на уровне рыночной цены — более 7 тыс. грн. Тогда независимые аудиторы подтвердили, что это была рыночная цена. Сейчас цена на газ существенно ниже, и, соответственно, по старой цене «Нафтогаз» может рассчитаться только в рамках ранее заключенного договора, который предусматривает получение «Нафтогазом» компенсации из госбюджета как источника средств для расчета с «Укрнафтой». В свою очередь, все деньги, которые получит «Укрнафта» от «Нафтогаза», по этому договору должны быть направлены в госбюджет. Таким образом, осуществится так называемая «прогонка»: ни «Укрнафта», ни «Нафтогаз» не увидят «живых» денег. Деньги выйдут из госбюджета и моментально туда вернуться, но при этом зачет будет произведен по цене выше, чем текущая рыночная цена на газ.

### КОММЕНТАРИЙ

Несмотря на то, что договоренность по синхронному погашению обязательств по цепочке бюджет - «Нафтогаз» - «Укрнафта» - бюджет выглядит выгодной для всех сторон, уже третье правительство с марта 2019 года не даёт «зеленый свет» для закрытия данной сделки. Кроме этого, все стороны понимают, что не рассчитаться с «Укрнафтой» по данным 2 млрд кубов газа не получится, так как еще в 2014 году права на этот газ были подтверждены решением Верховного суда. Таким образом, «Укрнафта» либо добьётся платежа за этот газ в рамках существующего договора либо начнет судиться с «Нафтогазом» и выставит дополнительные претензии по упущенной выгоде с 2014 года. Отдельно г-н. Витренко связал вопрос погашения налогового долга «Укрнафты» и назначение нового менеджмента в компании. Идея заключается в том, что без решения проблемы налогового долга «Укрнафта» не имеет достаточной возможности инвестировать в своё развитие и соответственно, в компании должен быть в первую очередь кризис-менеджер, который будет заниматься отношениями с акционерами и с правительством. Сейчас на стадии шорт-листа на позицию CEO «Укрнафты» 5 внешних и 5 внутренних кандидатов. Из внутренних кандидатов, например, оценивается текущий глава компании Олег Гез.

По нашему мнению, складывается впечатление, что Юрий Витренко как глава Наблюдательного совета «Укрнафты», действительно стремится максимально ускорить прохождение платежа от «Нафтогаза» к «Укрнафте». В то же время, у нас нет уверенности в том, что правительство готово в текущих экономических условиях выделить средства для проведения вышеуказанной схемы взаимозачетов.

## EAVEX РЕКОМЕНДАЦИИ

Компания	Тикер	Цена, за акцию	Целевая цена, за акцию	Потенциал роста/снижения	Реком.	Комментарии
<b>Агресектор</b>						
Кернел	KER	40.8	82.0	101%	Покупать	Компания демонстрирует устойчивый рост производственных показателей. В случае возобновления восходящего тренда цен на подсолнечное масло, доходы и прибыльность Кернела покажут существенное увеличение. Компания озвучила стратегию достичь EBITDA в размере 500 млн долл до 2021 года.
МХП	MHPC	6.4	16.5	158%	Покупать	Компания МХП за 2019 год заработала 215 млн долл чистой прибыли, что в пересчете на одну акцию составило 2,03 долл. Предложенные МХП промежуточные дивиденды в 28 центов на акцию давали дивидендную доходность в 4,3% на момент объявления дивидендов. Выручка МХП в 2019 году увеличилась на 32% - до 2,06 млрд долл, что обусловлено ростом продажи курятины, растительного масла и полуфабрикатов, а также покупкой Petutina Ptuj. Экспортная выручка была 1,19 млрд долл, что составляет 58% от общей выручки. Компания увеличила производство курятины в 2019 году на 18% до 730 тыс. тонн.
Астарта	AST	11.7	32.0	175%	Покупать	Немецкая корпорация инвестиций и развития (DEG) одобрила финансирование агрохолдинга «Астарта» на сумму 20 млн долл. Кредитные средства предоставляются банком сроком на 7 лет для целей пополнения оборотного капитала компании. «Астарта» в 2019 году получила EUR 1,7 млн чистой прибыли против EUR 18,3 млн чистого убытка в 2018 году. Выручка компании в минувшем году выросла на 20% - до EUR 448 млн. EBITDA компании по итогам года увеличилась на 15% - до EUR 78 млн.
Агротон	AGT	3.12	12.0	285%	Покупать	Компания анонсировала новую стратегию развития, предусматривающую покупку дополнительных агро активов в Луганской и Харьковской областях.
<b>Железная Руда</b>						
Ferrexpo	FXPO	143	250	75%	Покупать	Индикативные цены на железную руду показывают более хорошую динамику по сравнению с ожиданиями рынка. Ferrexpo как производитель высококачественного сырья выигрывает конкурентную борьбу на своих основных экспортных рынках.
<b>Специализированное машиностроение</b>						
Мотор Сич	MSICH	5390	-	-	Пересмотр	«Мотор Сич» находится на пороге подписания крупных контрактов с китайскими производителями вертолетов, что является положительным моментом для предприятия. Оборот акций «Мотор Сич» остаётся «замороженным» с апреля 2018 года по решению суда. Дата, когда акции вновь смогут торговаться на рынке, пока не известна.
<b>Нефть и Газ</b>						
Укрнафта	UNAF	135	270	100%	Покупать	Компания сообщила, что смогла продлить действие 23 специальных разрешений на добычу углеводородов на следующие 20 лет. Несмотря на задержку в продлении лицензий, компания нашла правовое решение и не останавливала добычу ни на одном из месторождений. Кроме этого, мы ожидаем, что компания сможет реструктуризировать свой налоговый долг, который составляет 12 млрд грн.
Концерн Галнафтогаз	GLNG	n/a	-	-	Пересмотр	Концерн Галнафтогаз продолжает органическое развитие своей сети АЗС ОККО.
Regal Petroleum	RPT	15.7	-	-	Пересмотр	
JKX Oil&Gas	JKX	19.0	-	-	Пересмотр	
<b>Энергетика</b>						
Донбассэнерго	DOEN	21.6	-	-	Пересмотр	«Донбассэнерго» заказало у компании Dongfang Electric International Corporation (Китай) реконструкцию Славянской ТЭС за 684 млн долл. Контрактом предусмотрено разделение энергоблока №6 на два новых блока №6б и №6а мощностью 330 МВт каждый по технологии циркулирующего кипящего слоя. Блок №6б планируется ввести в действие в июле 2022 года, а блок №6а - в июле 2023 года. На новых блоках будет использоваться уголь газовой марки. Компания рассчитывает получить инвестиционную составляющую в тарифе на отпуск э/э в размере 30%. Финансирование реконструкции будет осуществлено на 70% за счет кредитных средств китайского банка.
Центрэнерго	CEEN	7.25	25.60	253%	Покупать	Драйвером роста по акциям «Центрэнерго» может стать назначение на предприятии независимого менеджмента, который будет в состоянии быстро и значительно улучшить финансовые показатели компании. МВФ настаивает на продаже крупных государственных предприятий, что должно стать финальным толчком к проведению нормального конкурса по привлечению инвестора для «Центрэнерго».
<b>Банки</b>						
Райффайзен Банк Аваль	BAVL	0.340	0.47	38%	Покупать	«Райффайзен Банк Аваль» с 2016 года почти всю заработанную прибыль распределяет на дивиденды. Фактические дивиденды по итогам 2016 года составили 5,9 копеек на акцию, по итогам 2017 года - 6,9 копеек, за 2018 год - примерно 5,8 копеек на акцию. За 2019 год банк заработал 4,7 млрд грн чистой прибыли (7,7 копейки в пересчете на одну акцию). Дивиденды за прошлый год могут составить 5,4 копейки на акцию.

Источник: Eavex Capital

## КОТИРОВКИ И РЫНОЧНЫЕ МУЛЬТИПЛИКАТОРЫ

Компания	Тикер	Котировка UAH*	Изменение за период		MCap USD mn	EV USD mn	Free float	P/E		EV/EBITDA		EV/Sales 2020E
			Неделя	с 1 янв.				2019	2020E	2019	2020E	
<b>Индекс ПФТС</b>												
Индекс ПФТС	UX	501	-0.3%	-1.5%								
<b>Руда</b>												
Фергехро	FXPO	136	-5.0%	-14.8%	989	1,270	24.0%	2.5	3.4	2.2	3.0	1.0
<b>Вагоностроение</b>												
Крюковский вагон. завод	KVBZ	15.6	0.0%	0.0%	66	40	5.0%	2.1	7.2	1.0	2.8	0.2
<b>Специализированное машиностроение</b>												
Турбоатом	TATM	9.0	-12.6%	-14.9%	140	137	3.8%	11.5	4.1	2.8	2.5	1.1
Мотор Сич	MSICH	5,390	0.0%	0.0%	414	442	24.0%	neg	41	24	9.2	1.5
<b>Нефть и газ</b>												
Укрнафта	UNAF	129	-4.4%	-10.8%	258	252	3.0%	8.9	3.4	2.5	0.9	0.2
Regal Petroleum	RPT	16.0	1.9%	-26.8%	64	24	21.6%	6.4	8.0	1.1	1.2	0.4
JKX Oil&Gas	JKX	17.3	-9.2%	-27.2%	37	145	50.4%	2.0	2.3	4.3	3.8	1.2
<b>Энергетика</b>												
Центрэнерго	CEEN	7.50	3.4%	-19.0%	102	81	21.7%	neg	17	neg	3.2	0.1
Донбассэнерго	DOEN	21.00	-2.9%	-16.9%	18	17	14.2%	neg	7.6	2.2	1.8	0.1
<b>Агро</b>												
МХП	MHPC	6.10	-4.7%	-33.0%	645	1,785	34.1%	3.0	2.8	8.3	4.0	0.8
Кернел	KER	43.50	6.7%	-9.4%	833	1,527	61.8%	4.4	3.6	4.4	3.8	0.3
Астарта	AST	12.45	6.9%	-22.2%	75	351	37.0%	39.9	9.5	4.1	3.4	0.6
Авангард	AVGR	0.20	0.0%	0.0%	13	344	22.5%	6.4	4.3	20	18	2.9
Агротон	AGT	3.26	4.5%	-11.9%	17	26	25.0%	1.8	2.4	2.0	2.4	0.5
<b>Банки</b>												
Райффайзен Банк Аваль	BAVL	0.330	-2.9%	7.2%	750		1.8%	4.1	4.5	1.4	1.4	0.21

Источник: ПФТС. London Stock Exchange. Warsaw Stock Exchange  
\* цены акций компаний торгующихся за рубежом биржах в валюте листинга

ПРОГНОЗЫ ФИНАНСОВЫХ ПОКАЗАТЕЛЕЙ, \$ млн

Компания	Тикер	Чистая выручка			ЕВITDA			ЕВITDA маржа			Чистая прибыль			Маржа чистой прибыли		
		2018	2019E	2020E	2018	2019E	2020E	2018	2019E	2020E	2018	2019E	2020E	2018	2019E	2020E
<b>Руда</b>																
Фергехро	FXPO	1,274	1,507	1,330	503	586	430	39.5%	38.9%	32.3%	335	403	290	26.3%	26.7%	21.8%
<b>Вагоностроение</b>																
Крюковский вагон. завод	KVBZ	200	292	240	20	38	14	10.2%	13.0%	5.9%	18	31	9	9.0%	10.5%	3.8%
<b>Специализированное машиностроение</b>																
Турбоатом	TATM	94	110	122	40	49	56	43.1%	45.0%	45.6%	28	12	34	29.9%	11.1%	27.9%
Мотор Сич	MSICH	450	358	294	96	19	48	21.2%	5.2%	16.3%	46	-14	10	10.2%	-3.8%	3.4%
<b>Нефть и Газ</b>																
Укрнафта	UNAF	1,328	1,148	1,240	350	99	280	26.4%	8.6%	22.6%	237	29	76	17.8%	2.5%	6.1%
Regal Petroleum	RPT	60	50	55	54	22	19	90.0%	44.0%	34.5%	42	10	8	na	20.0%	14.5%
JKX Oil&Gas	JKX	93	111	120	31	34	38	33.2%	30.5%	31.7%	15	18	16	16.5%	16.5%	13.3%
<b>Энергоснабжение</b>																
Центрэнерго	CEEN	533	587	660	38	-38	25	7.1%	-6.4%	3.8%	18	-44	6	3.4%	-7.4%	0.9%
Донбассэнерго	DOEN	224	249	276	23	8	9	10.2%	3.1%	3.3%	4	-3	2	1.7%	-1.1%	0.9%
<b>Потребительские товары</b>																
МХП	MHPC	1,556	2,056	2,220	450	216	447	28.9%	10.5%	20.1%	128	215	230	8.2%	10.5%	10.4%
Кернел (FY18, FY19, FY20E)	KER	2,403	3,992	4,750	223	346	405	9.3%	8.7%	8.5%	52	189	230	2.2%	4.7%	4.8%
Астарт	AST	424	497	577	78	86	104	18.3%	17.4%	18.1%	-21	2	8	-4.9%	0.4%	1.4%
Авангард	AVGR	127	135	120	15	17	19	11.8%	12.6%	15.8%	-5	2	3	-3.9%	1.5%	2.5%
Агротон	AGT	57	63	55	14	13	11	24.7%	20.6%	20.0%	14	9	7	23.7%	15.1%	12.7%
<b>Банки</b>																
		Всего активов			Собственный капитал			Доходы			Чистая прибыль			Возврат на капитал		
Райффайзен Банк Аваль	BAVL	2,647	3,893	3,623	420	550	524	239	280	292	187	185	168	44.6%	33.6%	32.0%

Источник: EAVEX Research

## ОБЛИГАЦИИ ВНУТРЕННЕГО ГОСЗАЙМА

ОВГЗ	Цена (Bid)	Цена (Ask)	YTM (Bid)	YTM (Ask)	Мод. Дюрация	Ставка купона	Периодичность погашения купона	Дата погашения	Объем в обращении млн грн
<b>ОВГЗ номинированные в UAH</b>									
UA4000202469			17.0%	15.0%	n/a	n/a	2 раза в год	30.09.2020	n/a
UA4000200174			19.0%	16.0%	n/a	n/a	2 раза в год	20.01.2021	n/a
UA4000195176			19.0%	16.0%	n/a	n/a	2 раза в год	11.08.2021	n/a
UA4000203236			19.0%	16.0%	n/a	n/a	2 раза в год	05.01.2022	n/a
UA4000204002			19.0%	16.0%	n/a	n/a	2 раза в год	11.05.2022	n/a
<b>ОВГЗ номинированные в USD</b>									
UA4000204853			6.50%	3.25%	n/a	n/a	2 раза в год	29.07.2021	350 млн долл

Источник: TR Data, Eavex Capital

## Eavex Capital

Украина, г.Киев 01021  
Кловский спуск, 7  
БЦ "Carnegie Center"  
16 этаж

Телефон: +38 044 590 5454

Факс: +38 044 590 5464

E-mail: office@eavex.com.ua

Веб-сайт: www.eavex.com.ua

Юрий Яковенко

**Председатель Правления**

yuriy.yakovenko@eavex.com.ua

### ТРЕЙДИНГ

Павел Коровицкий

**Управляющий директор**

**Департамент торговых операций**

p.korovitsky@eavex.com.ua

Александр Климчук

**Брокер**

a.klymchuk@eavex.com.ua

Евгений Климчук

**Брокер**

e.klymchuk@eavex.com.ua

### АНАЛИТИКА

Дмитрий Чурин

**Глава аналитического отдела**

d.churin@eavex.com.ua

Инвестиции в украинские ценные бумаги подвержены значительным рискам, в связи с чем клиенту необходимо проводить собственный анализ рынка и оценку надежности украинских эмитентов до совершения сделок. Eavex Capital не несет ответственности за прямой или косвенный ущерб, наступивший вследствие использования данной публикации, а также за достоверность содержащейся в ней информации. Eavex Capital не несет ответственности за несанкционированные действия третьих лиц, связанные с распространением настоящего документа или любой его части. Лицензия НКЦБФР от 06.10.2015

При подготовке настоящего материала были использованы данные, на основе публичных источников, заслуживающих, на наш взгляд, доверия, однако проверка представленных в этих источниках данных нами не проводилась. Оценки и прогнозы, высказанные в материале, являются частным мнением аналитиков относительно описываемых событий. Данный материал носит исключительно информационный характер и не должен рассматриваться как предложение к совершению каких-либо сделок с какими-либо ценными бумагами или как руководство к другим действиям. Информация, содержащаяся в материале действительна только на дату публикации.

Все права защищены © 2020 Eavex Capital