

## Еженедельный обзор

- Реальный ВВП Украины в 3кв18 вырос на 2.8% г/г
- Украина может получить первый транш SBA от МВФ до конца года
- Финансовые результаты МХП за 3кв18 оказались ниже ожиданий

**Реальный ВВП Украины в 3кв18 вырос на 2.8% г/г, согласно предварительным данным ГССУ.**

**Наш взгляд:** Опубликованное значение практически совпало с нашим прогнозом и оказалось на 0.3пп ниже оценки НБУ и консенсуса аналитиков опрошенных агентством Bloomberg. Хотя для однозначного определения причин замедления экономики со 2кв18 необходима разбивка вкладов по секторам, оперативные данные ГССУ указывают на сокращение индустриального производства (главным образом электроэнергии ТЭС, продукции машиностроения и потребительских товаров), более низкий урожай пшеницы, и снижение объемов транзита газа в качестве основных факторов. Наш текущий прогноз роста реального ВВП на 4кв18 составляет 4.0%. Основной предполагаемый драйвер роста - рекордный урожай кукурузы в этом году (+39% г/г, согласно последним данным WASDE).



Источник: ГССУ, Adamant Capital

**Украина может получить первый транш SBA от МВФ до конца года.** Согласно заявлениям директора пресс-офиса Фонда Джерри Райса, Совет действительно вскоре рассмотрит новую программу финансирования при условии выполнения необходимых требований (принятие парламентом государственного бюджета на 2019 и повышение тарифов на отопление до согласованного уровня). Премьер-министр Украины Гройсман также спрогнозировал получение транша в декабре отметив, что власти отказались от замены налога на прибыль налогом на выведенный капитал, поскольку международные доноры выступили категорически против данной инициативы.

**Наш взгляд:** Учитывая, что Министерство финансов доработало и уже направило финальную версию проекта бюджета в парламент, первое условие Фонда может быть выполнено даже до конца ноября. Касательно тарифов, мы считаем, что властям наверняка удастся ускорить официальные процедуры НКРЭКУ (пересмотр занимает до 30 календарных дней, согласно законодательству) чтобы вписаться в вышеуказанный график. Таким образом, утверждение новой программы SBA в декабре, выглядит вполне реалистично. Хотя размер транша еще не был озвучен, положительный вердикт Совета директоров МВФ позволит Украине почти сразу получить гарантию от Мирового банка на сумму 0.8 млрд \$ и претендовать на первую выплату в рамках четвертой программы макрофинансовой помощи от ЕС (0.5 млрд евро). При этом, большая часть донорских денег физически поступит на счета правительства, скорее всего, в 1кв19.

**Финансовые результаты МХП за 3кв18 оказались ниже ожиданий.** Квартальный показатель EBITDA (исключая эффект от переоценки по МСФО 41) сократился на 9% г/г до 117 млн \$. Выручка выросла на 19% до 442 млн \$. Чистый убыток от продолжающейся деятельности достиг 49 млн \$, отражая потери от курсовых разниц в размере 88 млн \$ (в результате девальвации гривны на конец периода). Операционный денежный поток упал на 22% до 123 млн \$ (в том числе в связи с ростом вложений в рабочий капитал), что, наряду с увеличением капитальных инвестиций на 80%, привело к понижению свободного денежного потока на 66% до 37 млн \$. Соотношение чистого долга к 12 месячной EBITDA (исключая переоценку по МСФО 41) выросло на 16% до 2.8. В ходе конференц-звонка с инвесторами и интервью для Bloomberg, менеджмент озвучил прогнозы на 2018 год: EBITDA должна остаться на прошлогоднем уровне, а выход куриного мяса в 4кв18 прибавить 10-15% г/г. Руководство МХП также сообщило о намерении приобрести словенскую компанию Perutnina Ptuj до конца года и инвестировать в ее производственную базу порядка 200 млн \$ в течение следующих 5-7 лет. IRR проекта ожидается на уровне 15-17%.

**Наш взгляд:** Обнародованные результаты оказались для нас неожиданно негативными. Во-первых, EBITDA отклонилась от нашего прогноза на 11% на фоне непредвиденного скачка себестоимости мяса на 8% кв/кв. Согласно объяснениям менеджмента, данное повышение произошло на фоне резкого роста затрат на производство растительного белка. Во-вторых, компания понизила свою годовую оценку доходов на гектар сельскохозяйственного сегмента на 15% до 340 \$, несмотря на достижение плановых показателей по урожайности основных культур. С учетом вышеперечисленного, мы считаем, что наш предыдущий прогноз EBITDA на 2018 (490 млн \$) уже актуальным не является. Предполагая пониженную маржинальность по обоим направлениям в 4кв18 (особенно с учетом повышения расходов на выплаты бонусов сотрудникам), мы сокращаем нашу оценку за квартал до 120 млн \$, а за год – до 440 млн \$ (сравнимо с 2017). Подтверждение МХП планов приобрести Perutnina Ptuj до конца декабря является, по нашему мнению, нейтральным событием, учитывая отсутствие очевидного синергетического эффекта между предприятиями. Стоимость сделки, согласно нашим расчетам, может составить порядка 200-250 млн \$, что должно позволить долговой нагрузке компании остаться в рамках установленных ковенантами еврооблигаций. Мы оставляем нашу рекомендацию по бумагам МХП на отметке «держать», принимая во внимание текущий дисконт по доходности к суверенной кривой (в размере 50-100 бп) и лишь небольшое повышение кредитных рисков с нашего последнего просмотра.

**Результаты МХП за 3кв18 по МСФО, млн \$,**

	3кв18	3кв17	г/г	2кв18	кв/кв
Выручка	442	371	19%	388	14%
EBITDA	99	105	-6%	174	-43%
Переоценка БА <sup>1</sup>	-18	-24	нс	78	-123%
EBITDA скорр. <sup>2</sup>	117	129	-9%	96	22%
Птица	80	98	-18%	88	-9%
Зерно	34	28	19%	14	141%
EBITDA скорр. маржа	26%	35%	-8пп	25%	2пп
Курсовые разницы	-88	-17	нс	16	-633%
Чистая прибыль	-49	41	-219%	101	-148%
Маржа по прибыли	-11%	11%	-22пп	26%	-37пп
Чистый долг	1,166	1,073	9%	1,180	-1%
Долг/EBITDA <sup>3</sup>	2.6	2.4	7%	2.6	0%
Долг/скорр. EBITDA <sup>2</sup>	2.8	2.4	16%	2.7	2%
OCF <sup>4</sup>	123	158	-22%	72	72%
Capex <sup>5</sup>	86	48	79%	72	21%
FCF <sup>6</sup>	37	109	-66%	0	нс
Выпуск птицы, тыс т	151	137	10%	156	-3%
Продажи птицы, тыс т	161	135	19%	153	5%
Цена птицы, грн/кг	40.4	39.7	2%	39.4	3%
Цена птицы, \$/кг	1.48	1.53	-4%	1.50	-2%
Земельный банк, тыс га	360	365	-1%	356	1%
EBITDA от птицы <sup>7</sup> /кг, \$	0.50	0.73	-31%	0.57	-13%
EBITDA/га <sup>8</sup> , \$	279	386	-28%	267	5%

(1) Биологические активы

(2) EBITDA исключая переоценку биологических активов

(3) Чистый долг

(4) Денежный поток от операционной деятельности

(5) Капитальные инвестиции

(6) Свободный денежный поток

(7) EBITDA на кг продаж третьим лицам

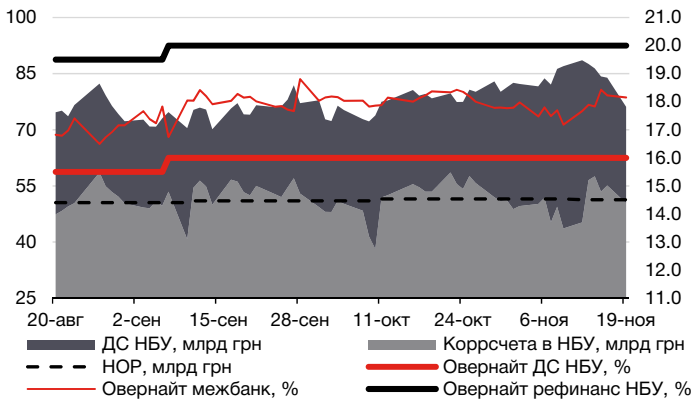
(8) EBITDA растениеводческого сегмента (исключая переоценку по IAS

41) на гектар соответствующего урожая

Источник: данные компании, Adamant Capital

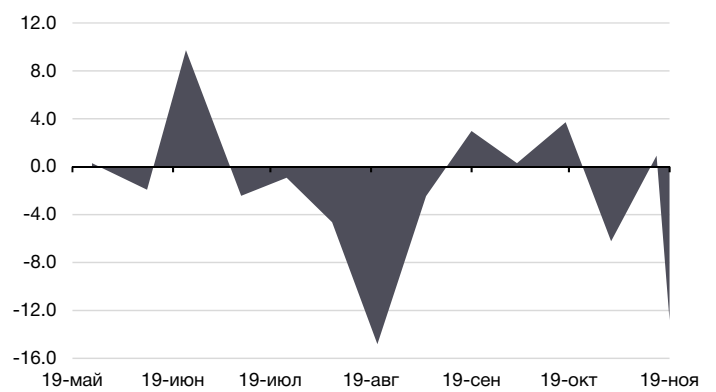
## Приложение

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

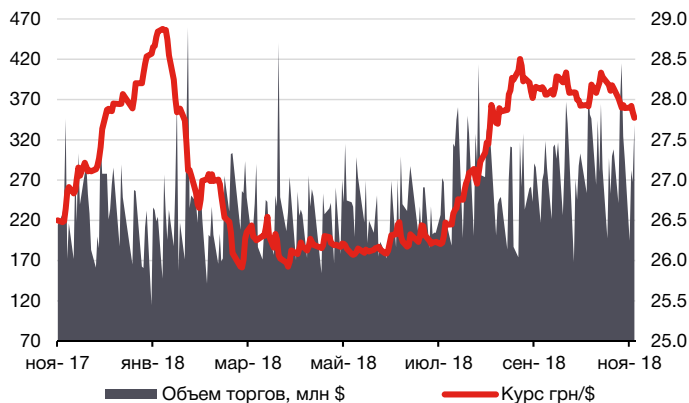


Точки на графике демонстрируют суммарные притоки по фискальному каналу за две недели  
(1) Банковская система  
Источник: НБУ

**Ликвидность локального рынка** (сумма коррсчетов в НБУ и депозитных сертификатов) сократилась на 12.4 млрд грн до 76.1 млрд грн за неделю. Министерство финансов 20 ноября разместило облигации в гривне с погашением в феврале 2019, мае 2019 и сентябре 2019 с доходностью 19.0%, 18.5% и 18.5%, соответственно, а также в долларах США с погашением в июне 2019, октябре 2019 и январе 2020 с доходностью 6.7%, 7.25% и 7.5%, соответственно. Общие заимствования составили 182.6 млн грн и 40.6 млн \$.

**Межбанковский курс грн/\$** на этой неделе укрепился на 0.5%, открывшись на отметке 27.92 и закрывшись к концу на уровне 27.77.

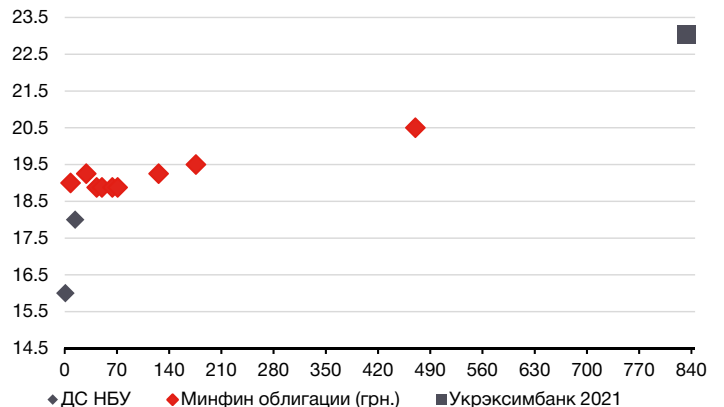
Курс валюты (пш) и объем межбанковских торгов (лш)



На основе официальных данных межбанковского рынка

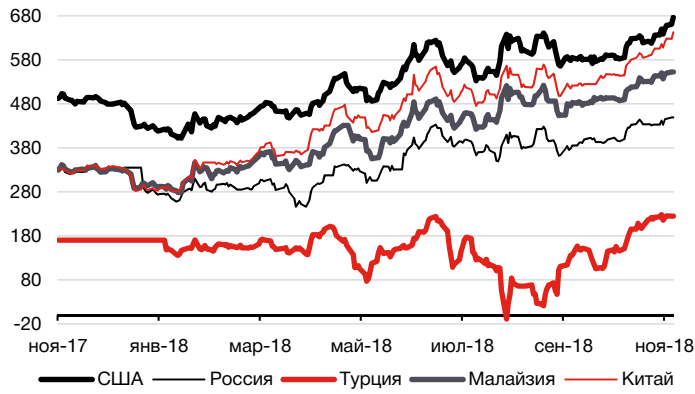
Источник: НБУ

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



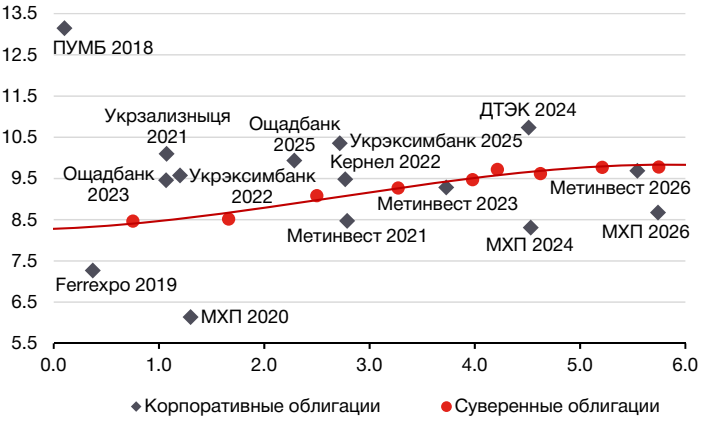
Источник: НБУ, Bloomberg, Adamant Capital

Премия 10 летней доходности Украины к другим странам, бп



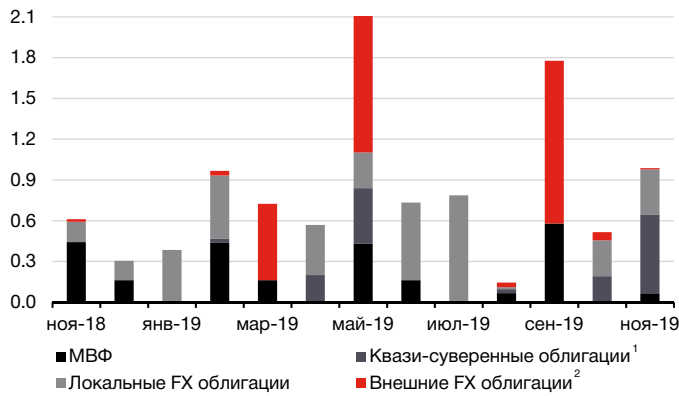
Источник: Bloomberg, Adamant Capital

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



Источник: Bloomberg, Adamant Capital

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



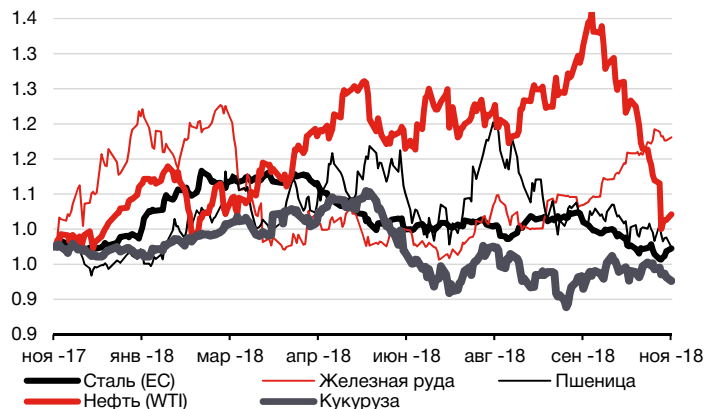
Процентные платежи включены в каждую категорию  
 (1) Долг государственных банков, Укрзалізниця и муниципалитетов  
 (2) Включают кредитные гарантии США  
 Источник: Bloomberg, Adamant Capital

График погашения внешнего долга Украины на 2018-28, млрд \$



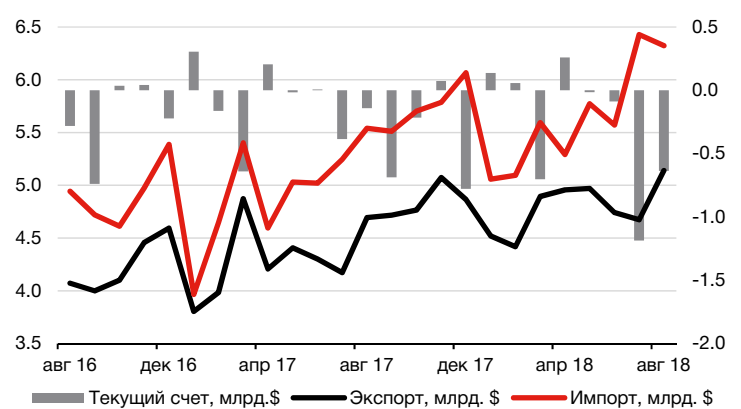
Процентные платежи включены в каждую категорию, амортизационные выплаты по локальным FX облигациям включены с сентября 2018  
 (1) Долг государственных банков, Укрзалізниця и муниципалитетов  
 (2) Включают кредитные гарантии США  
 Источник: Bloomberg, Adamant Capital

Мировые индексы цен на сырье



Все индексы приведены с базисом 1. Используются следующие котировки: North America HRC Spot; 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								
	3кв17	4кв17	2017	1кв18	2кв18	3кв18П	4кв18П	2018П
Рост реального ВВП, г/г %	2.4%	2.2%	2.5%	3.1%	3.8%	2.9%	4.0%	3.5%
Номинальный ВВП, млрд грн	833	894	2,983	700	807	970	1,072	3,550
Номинальный ВВП, млрд \$	32	33	113	26	31	35	38	130
Рост дефлятора ВВП, г/г % <sup>1</sup>	21.1%	20.9%	22.0%	14.9%	17.0%	13.2%	15.3%	15.1%
ИПЦ (средний за период), г/г %	16.1%	14.0%	14.5%	13.8%	11.6%	8.9%	10.4%	11.2%
ИПЦ (на конец периода), г/г %	16.4%	13.7%	13.7%	13.2%	9.9%	8.9%	11.0%	11.0%
Дефицит бюджета, % ВВП <sup>1,2,6</sup>	1.3%	9.4%	1.4%	0.4%	-1.6%	-0.4%	9.1%	2.4%
Широкий дефицит бюджета, % ВВП <sup>3</sup>	4.0%	12.7%	4.1%	0.4%	-1.2%	-0.4%	9.1%	2.5%
Государственный долг, % ВВП	72.7%	71.8%	71.8%	66.4%	61.8%	62.7%	62.6%	62.6%
Внешний государственный долг, % ВВП <sup>4</sup>	46.5%	43.5%	43.5%	41.7%	38.7%	38.0%	38.3%	38.3%
Общий внешний долг, млрд \$	116	115	115	115	114	114	117	117
Экспорт товаров и услуг, млрд \$	13.6	14.7	53.9	13.8	14.7	14.4	15.7	58.6
Импорт товаров и услуг, млрд \$	16.3	17.6	62.5	15.7	16.6	19.1	18.2	69.7
Сальдо торгового баланса, млрд \$	-2.7	-2.9	-8.6	-1.9	-2.0	-4.7	-2.5	-11.1
Текущий счет, млрд \$	-1.2	-0.9	-2.4	-0.5	0.2	-3.5	-0.6	-4.5
Финансовый счет, млрд \$ <sup>5</sup>	-2.1	-1.6	-5.0	-0.2	-0.4	-2.8	-2.1	-5.5
Резервы НБУ, млрд \$	18.6	18.8	18.8	18.2	18.0	16.6	18.9	18.9
Средний курс на межбанке, грн/\$ <sup>7</sup>	25.9	26.9	26.5	27.3	26.2	27.4	28.5	27.3
Курс на межбанке (на конец периода), грн/\$	26.6	28.1	28.1	26.3	26.3	28.3	29.0	29.0
Учетная ставка НБУ (на конец периода), %	12.5%	14.5%	14.5%	17.0%	17.0%	18.0%	18.5%	18.5%

(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 РГББ 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	8.5	99.5	-0.3	0.8	661
Украина 2023	Держать	-	7.8	сен-23	9.5	93.5	-0.7	4.0	1,355
Украина 2024	Держать	-	9.0	фев-24	9.7	97.1	-0.8	4.2	750
Украина 2027	Держать	-	7.8	сен-27	9.9	87.7	-1.0	6.2	1,307
Украина 2028	Держать	-	9.8	ноя-28	10.3	96.6	-0.8	6.5	1,250
Украина 2032	Держать	-	7.4	сен-32	9.8	81.6	-1.2	8.0	3,000
МХП 2024	Держать	20-ноя-18	7.8	май-24	8.3	97.6	-0.6	4.5	500
МХП 2026	Держать	20-ноя-18	7.0	апр-26	8.7	90.8	-0.8	5.7	550
ДТЭК 2024	Держать	13-ноя-18	10.8	дек-24	10.7	100.1	-1.6	4.5	1,344
Феррэкспо 2019	Покупать	9-окт-18	10.4	апр-19	7.3	101.1	0.0	0.4	346
Метинвест 2023	Держать	6-ноя-18	7.8	апр-23	9.3	94.6	-0.5	3.7	945
Метинвест 2026	Держать	6-ноя-18	8.5	апр-26	9.7	93.8	-0.6	5.5	648
Укрлендфарминг в дефолте	Продавать	13-июн-17	10.9	мар-18	нс	13.5	0.0	нс	543
Авангард в дефолте	Продавать	5-июн-18	10.0	окт-18	нс	20.5	0.0	нс	214
ПУМБ 2018	Покупать	6-ноя-18	11.0	дек-18	13.1	99.8	-0.1	0.1	59
ПриватБанк в дефолте (10.250)	-	-	10.3	янв-18	нс	21.2	-0.9	нс	160
ПриватБанк в дефолте (10.875)	-	-	10.9	фев-21	нс	22.5	0.0	нс	175
Ощадбанк 2023	Покупать	6-ноя-18	9.4	мар-23	9.5	99.7	-0.1	1.1	700
Ощадбанк 2025	Покупать	6-ноя-18	9.6	мар-25	9.9	98.5	0.0	2.3	500
Укрэксимбанк 2021 (в гривне)	Покупать	6-ноя-18	16.5	мар-21	23.8	87.6	0.0	1.9	150
Укрэксимбанк 2022	Покупать	6-ноя-18	9.6	апр-22	9.6	100.1	0.1	1.2	750
Укрэксимбанк 2025	Покупать	6-ноя-18	9.8	янв-25	10.4	97.3	-0.6	2.7	600
Укрзалізниця 2021	Покупать	9-окт-18	9.9	сен-21	10.1	99.4	-0.2	1.1	500
Кернел 2022	Покупать	23-окт-18	8.8	янв-22	9.5	98.0	-1.1	2.8	500

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

Источник: Bloomberg, Adamant Capital

Календарь событий на 2 недели		
Событие	Тип даты	Дата
ГССУ - статистика промышленности	Точная	22 ноя
Метинвест - отчет за сентябрь	Индикативная	22 ноя
Казначейство - месячный отчет по госбюджету	Индикативная	26 ноя
НБУ - статистика по платежному балансу	Точная	30 ноя

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](mailto:urs@adamant-capital.com)

#### Аналитика

Константин Фастовец | [fks@adamant-capital.com](mailto:fks@adamant-capital.com)

Людмила Дунаева | [ldu@adamant-capital.com](mailto:ldu@adamant-capital.com)

#### PR

Инна Звягинцева | [zin@adamant-capital.com](mailto: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.