

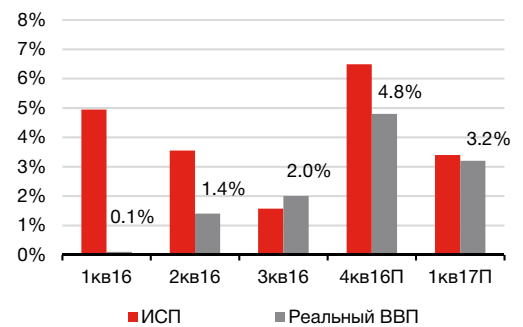
## Еженедельный обзор

- НБУ снизил учетную ставку на 100 бп до 13%
- В марте промышленное производство снизилось на 2.9% г/г и 1.6% м/м с учетом эффекта сезонности
- Операционные результаты Кернел за 3кв17: продажи растительного масла наливом снизились на 8% г/г, в то время как объем отжима масличных вырос на 22%
- МХП вышла с предложением об обратном выкупе собственных еврооблигаций при условии размещения новых бумаг
- В 1кв17 средняя цена реализации птицы компании МХП выросла на 9% г/г, а производство снизилось на 1% г/г

**В марте промышленное производство снизилось на 2.9% г/г и 1.6% м/м с учетом эффекта сезонности.** Добывающая промышленность продолжила замедляться, сократившись на 8.9% г/г, в то время как перерабатывающая перешла к росту в годовом сопоставлении (3.0%). Розничная и оптовая торговля в реальном выражении показали рост на 8.7% и 3.0% г/г, соответственно. Выпуск продукции сельского хозяйства увеличился на 0.8% г/г на фоне выросшего производства яиц. Объем услуг грузовых перевозок уменьшился на 4.8% г/г, а темпы роста строительства, наоборот, ускорились, составив 11.5% по сравнению с аналогичным периодом прошлого года.

**Наш взгляд:** Прекращение торговых отношений с неподконтрольными территориями поспособствовало снижению показателей промышленного производства за прошлый месяц. На этом фоне резко сократились выход кокса и добыча угля – на 36.8% и 19.3% г/г, соответственно. Остановка поставок последнего, по всей видимости, привела к падению выработки электроэнергии тепловыми электростанциями на -36.3% г/г. В то же время, снижение производства металлов было умеренным (-2.2% г/г), что можно частично объяснить большей загрузкой заводов на украинской территории, а объем грузоперевозок железнодорожным и автомобильным транспортом вообще показали рост (на 5.3% г/г и 7.0% г/г, соответственно). Высокая среднесуточная температура в марте (рекорд с 2013 года) повлияла на снижение производства тепла, газа и электричества на 13.8% г/г, хотя и способствовала росту объемов строительства. Наш индекс совокупного производства в марте увеличился на 1.7% г/г, что соответствует 3.4% за квартал. Прогнозный рост реального ВВП в 1кв17 и 2017 году в целом остаются без изменений на уровне 3.1% и 2.5% соответственно.

**Рост ИСП и реального ВВП Украины, %**

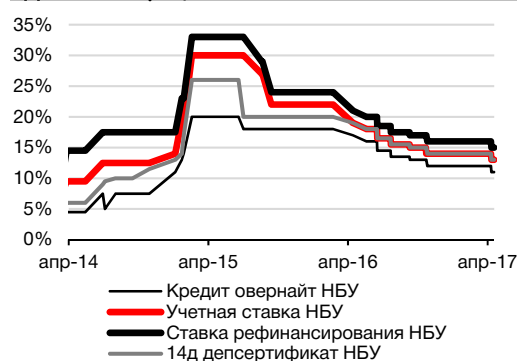


*Примечание: Индекс совокупного производства - средневзвешенное значение промышленного производства, розничных и оптовых продаж, перевозок, строительства и выхода с/х продукции*  
 Источник: ГССУ, Adamant Capital

**НБУ снизил учетную ставку на 100 бп до 13%.** Данное сокращение является первым в 2017 и восьмым по счёту после повышения до 30% в начале 2015 года. Согласно официальному пресс-релизу, регулятор считает, что данное решение согласуется с его инфляционными целями и позитивно отразится на экономической активности. Официальные прогнозы роста ВВП и дефицита текущего счета в 2017 остались на уровне 1.9% и \$ 4.3 млрд (4.4% ВВП), соответственно.

**Наш взгляд:** В то время как мы ожидали, что смягчение денежно-кредитной политики продолжится и в 2017 году, снижение ставки произошло на месяц или два раньше чем мы предполагали. По нашему мнению, данный шаг свидетельствует об изменении отношения регулятора к размеру негативного эффекта от торговой блокады на макроэкономические показатели (ухудшение торгового баланса, ведущее к росту давления на обменный курс гривны). Поскольку мы прогнозируем замедление инфляции на конец 2017 года до 10.2% (по сравнению с 12.4% в 2016), смягчение денежно-кредитной политики скорее всего продолжится, и НБУ снизит учетную ставку, по нашим оценкам, до 10% к декабрю.

Динамика процентных ставок



Источник: НБУ, Adamant Capital

**Операционные результаты Кернел за 3кв17: продажи растительного масла наливом снизились на 8% г/г, в то время как объём отжима масличных вырос на 22%.** Согласно пресс-релизу компании, продажи сегмента были частично смещены в последний квартал 2017 финансового года. Экспорт зерновых сократился на 2% г/г и 9% кв/кв до 1.4 млн тонн. Средние ценовые индексы кукурузы, пшеницы и подсолнечного масла снизились на 7% г/г, 15% г/г и 4% г/г, соответственно.

**Наш взгляд:** Исходя из опубликованных операционных результатов, мы полагаем, что EBITDA компании за вычетом эффекта переоценки по IAS41 в 3кв17 составила 70 млн \$ (-40% г/г). Наибольшее снижение, по нашему мнению, произошло в сегменте сельского хозяйства, который в первой половине года уже сгенерировал более 75% от ожидаемого вклада в консолидированный показатель, в сегменте продаж масла наливом, где низкие объёмы поставок совпали со снижением маржинальности, а также сегменте экспорта зерновых (главным образом, ввиду сокращения EBITDA на тонну). При этом, мы ожидаем, что доходы Кернела в 4кв17 окажутся существенно выше прошлогодних, главным образом, благодаря смещению вперед продаж зерновых и растительного масла которые обычно приходятся на предыдущий квартал, а 12 месячная EBITDA (за вычетом переоценки по IAS41) на конец периода составит порядка 308 млн \$. (-5% г/г). Принимая во внимание относительную стабильность доходов компании в годовом выражении, а также низкий уровень долговой нагрузки (по состоянию на декабрь – период максимальных инвестиций в рабочий капитал – соотношение чистого долга к EBITDA составило всего 1.6х), мы продолжаем считать кредитоспособность компании очень высокой. Тем не менее, мы сохраняем рекомендацию на отметке «держать», принимая во внимание тот факт, что доходность по облигациям эмитента находится на 100 бп ниже суверенной кривой.

Операционные результаты Кернел за 3кв17

	3кв17	3кв16	г/г	2кв17	кв/кв
Продажи зерна, млн т	1.39	1.41	-2%	1.53	-9%
Продажи масла, тыс т	294	320	-8%	336	-13%
Отжим масличных, тыс т	861	704	22%	909	-5%
Перевалка, млн т	1.61	1.47	10%	1.66	-3%
Украина	1.34	1.03	30%	1.25	8%
Тамань	0.27	0.44	-38%	0.42	-35%
Цена на кукурузу <sup>1</sup> , \$/т	146	157	-7%	143	2%
Цена на пшеницу <sup>2</sup> , \$/т	162	190	-15%	159	2%
Цена на масло <sup>3</sup> , \$/т	750	785	-4%	770	-3%

(1) Индекс цен на кукурузу, Чикагская товарная биржа (CBOT)

(2) Индекс цен на пшеницу Чикагская товарная биржа (CBOT)

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

Источник: данные компании, Bloomberg, Adamant Capital

**МХП вышла с предложением об обратном выкупе собственных еврооблигаций при условии размещения новых бумаг.** Согласно заявлению, компания готова приобрести за денежные средства до 350 млн \$ собственных долговых обязательств, находящихся в обращении, по 103.75% от номинала до 27 апреля и по 99.75% от номинала до 15 мая. При этом МХП оставляет за собой право отменить предложение при условии невозможности обеспечить достаточный объём финансирования в рамках нового размещения. Агентство Fitch присвоило планируемому выпуску предварительный рейтинг 'B-', подтвердив текущий РДЭ эмитента на нынешнем уровне, но улучшив прогноз до «стабильного» (ранее «негативный») ввиду более высоких ожиданий относительно генерации выручки на протяжении 2017-2020.

**Наш взгляд:** Принимая во внимание обязательство в рамках действующего выпуска, согласно которому соотношение чистого долга к среднегодовой EBITDA (включая переоценку по IAS41) эмитента не должно превышать 3.0x, мы полагаем, что МХП будет стремиться привлечь порядка 500 млн \$ посредством нового размещения (при условии, что долговые обязательства компании, помимо действующего выпуска с погашением в 2020, не будут рефинансированы, она будет способна освоить не более 150 млн \$ привлеченных средств без нарушения ковенант) со сроком обращения около 5 лет. В целом данный шаг не стал для нас неожиданностью, принимая во внимание планы компании, предусматривающие значительные капитальные инвестиции в ближайшем будущем (порядка 600 млн \$, по нашим оценкам).

---

В 1кв17 средняя цена реализации птицы компании МХП выросла на 9% г/г, а производство снизилось на 1% г/г. Продажи третьим лицам и объём экспорта выросли на 15% г/г и 60% г/г, соответственно. Данные были предоставлены без учёта мощностей в Крыму (на которые ранее приходилось около 8% совокупного объёма производства мяса), проданных в феврале, а также исходя из натурального веса мяса (вместо приведенного веса, как это было ранее). Озимыми культурами засеяны 94 тыс. га (26% общего земельного банка компании). При этом, как сообщила компания, все культуры находятся в хорошем состоянии.

**Наш взгляд:** Исходя из опубликованных данных, мы полагаем, что в 1кв17 скорректированная EBITDA компании составила 65 млн \$ (+3% г/г). По нашим оценкам рост цены реализации и объёма продаж птицы, скорее всего, будут нивелированы более высокой себестоимостью (которая уже просматривалась в финансовых показателях за 4кв16) и отменой, с начала января, субсидий по НДС (будет компенсирована за счет прямой поддержки животноводства лишь в мае). Сегмент зерновых, поддержку которому оказали хорошие погодные условия, должен, на наш взгляд, сгенерировать порядка 30 млн \$ EBITDA за полугодие (что предполагает показатель EBITDA на гектар без учёта переоценки по IAS 41 на уровне 380 \$ за сезон – по сравнению с 230 \$ в 2016), и около половины этой цифры может прийти на 1кв17 (против 6 млн \$ в 1кв16). При этом, часть данного роста будет, скорее всего, нивелирована более низкими доходами в сегменте «прочая сельскохозяйственная деятельность», потерявшим часть своих активов после крымской сделки. По нашим прогнозам, годовая EBITDA компании за вычетом переоценки по IAS 41 останется, в целом, на уровне 2016 ввиду отсутствия чётких факторов, которые бы способствовали ее изменению в том или ином направлении (отмена субсидий по НДС должна, в целом, быть компенсирована посредством прямой поддержки со стороны государства, а урожай 2017, скорее всего, окажется ниже рекордных уровней 2016 года). Согласно нашим расчетам, учитывая остатках наличных средств на уровне 155 млн \$ на 1 января и, оценочно, 70 млн \$, полученных от продажи активов в Крыму, МХП сможет профинансировать ожидаемые 140 млн \$ капитальных инвестиций, 50 млн \$ вложений в оборотный капитал, 110 млн \$ финансовых издержек, а также 80 млн \$ дивидендов, без привлечения дополнительных заимствований. В целом, несмотря на достаточную ликвидность и приемлемый уровень долговой нагрузки (показатель чистый долг / скорректированная EBITDA компании находился на уровне 3.0x по состоянию на конец 2017), мы сохраняем нашу рекомендацию «держаться» по облигациям эмитента, принимая во внимание дисконт по доходности в 65 бп к суверенной кривой, а также отсутствие факторов, которые могли бы поспособствовать росту котировок в ближайшем будущем.

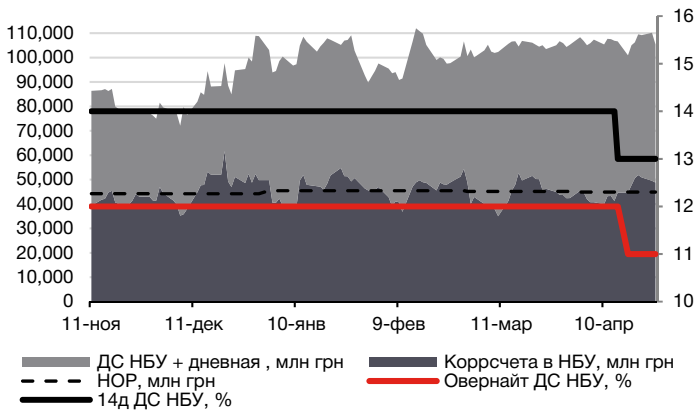
#### Операционные результаты МХП за 1кв17

(Сегмент мяса птицы)	1кв17	1кв17	г/г	4кв16	кв/кв
Производство, тыс т	141.9	143.8	-1%	148.0	-4%
Продажи, тыс т	123.9	107.3	15%	132.3	-6%
Экспорт, тыс т	49.15	30.8	60%	48.0	2%
Средняя цена, грн/кг	31.52	27.5	15%	32.9	-4%
Средняя цена, \$/кг	1.16	1.07	9%	1.27	-8%

*Примечание: Данные относительно объемов и средних цен за кг отныне приводятся исходя из натурального веса мяса вместо приведенного веса. Данные за 4кв16 являются оценочными, в случае отсутствия аналогичных данных в отчёте компании. Все данные предоставлены без учёта мощностей в Крыму  
Источник: данные компании, Adamant Capital*

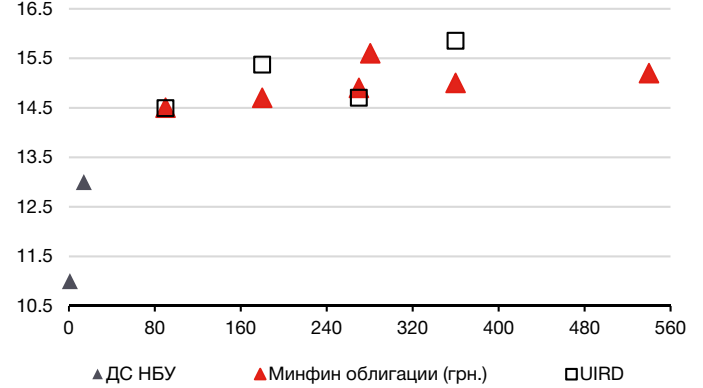
## Приложение

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



Источник: НБУ, Adamant Capital

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

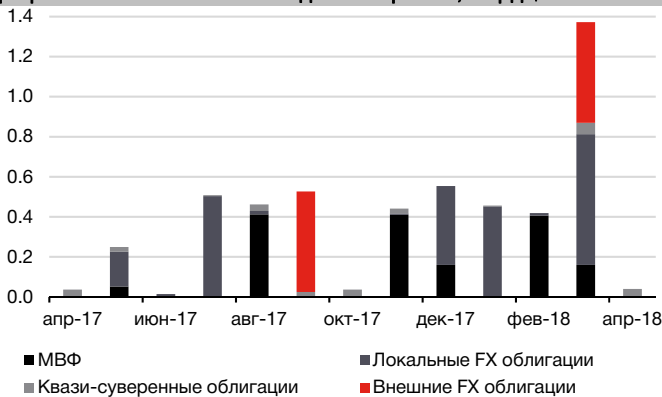


Источник: НБУ, Bloomberg, Adamant Capital

**Ликвидность локального рынка** (сумма коррсчетов в НБУ, депозитных сертификатов и других внутридневных изменений) снизилась на 2.7 млрд грн до 108.6 млрд грн за неделю. Министерство финансов 18 апреля провело аукцион по размещению ОВГЗ на общую сумму 2.8 млрд грн и со сроком погашения в 2020 году. Средняя доходность составила 14.95%. Министерство финансов 25 апреля провело аукцион по размещению ОВГЗ на общую сумму 71.2 млн грн и со сроком погашения в 2018 году. Средняя доходность составила 14.50%.

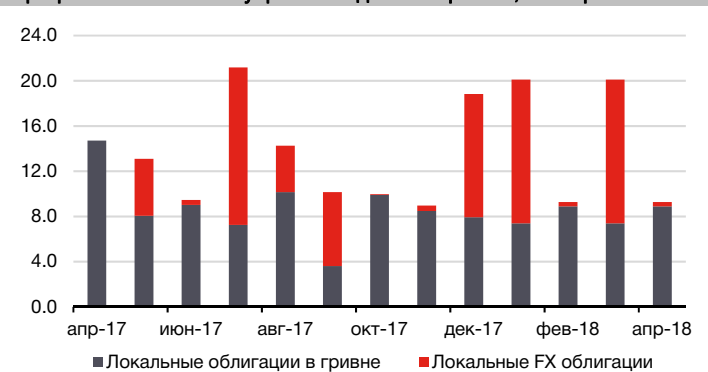
**Межбанковский курс грн/\$** на этой неделе укрепился на 0.6%, открывшись в начале недели на отметке 26.79 и закрывшись к концу на уровне 26.63.

График погашения внешнего долга Украины, млрд \$



Квази-суверенный долг включает тело и проценты облигации государственных банков, Укрзалізниця и муниципалитетов  
 Источник: Bloomberg, Adamant Capital

График погашения внутреннего долга Украины, млн грн

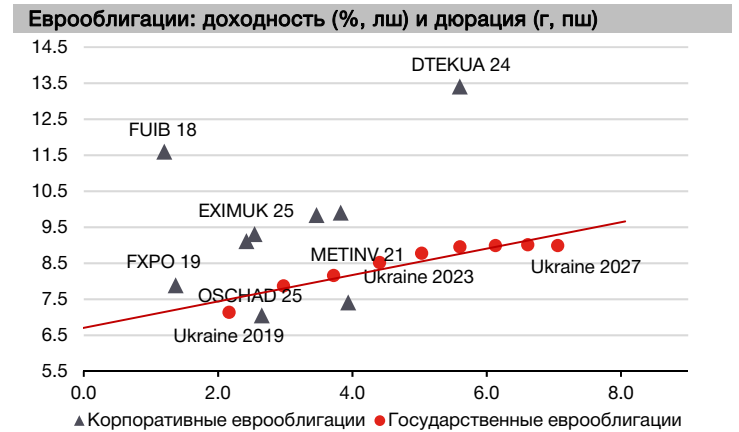


По курсу грн/\$ на уровне 27.5; EUR/\$ курс на уровне 1.07

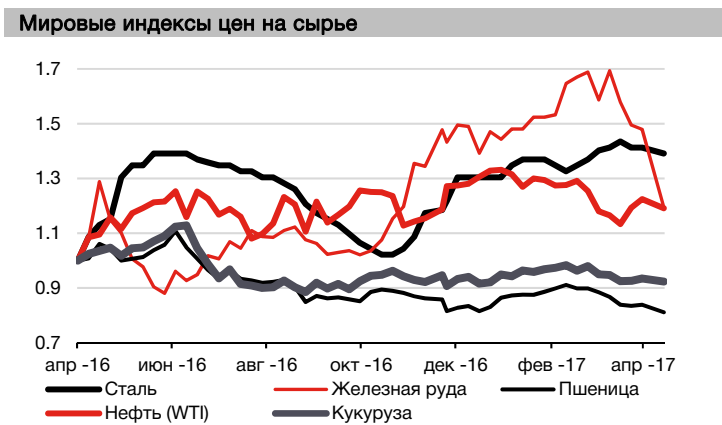
Источник: Минфин



На основе официальных данных межбанковского рынка  
Источник: НБУ



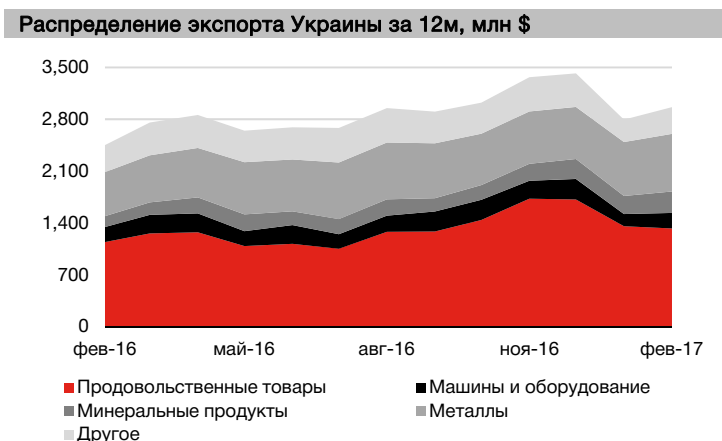
Источник: Bloomberg, Adamant Capital



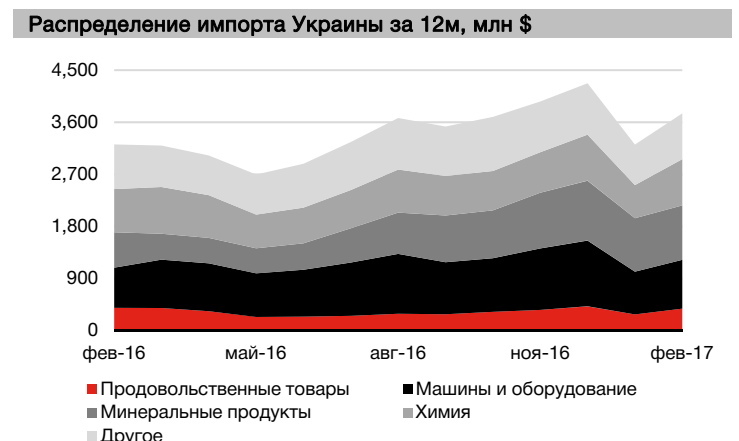
Источник: Bloomberg, Adamant Capital



Источник: НБУ



Источник: НБУ



Источник: НБУ

Основные макроэкономические показатели								
	2014	2015	1кв16	2кв16	3кв16	4кв16	2016	2017П
Рост реального ВВП, г/г %	-1.6%	-9.9%	0.1%	1.3%	2.0%	4.8%	2.3%	2.5%
Номинальный ВВП, млрд грн	1,567	1,979	453	532	665	723	2,383	2,785
Номинальный ВВП, млрд \$	132	90	18	21	26	28	93	101
Рост дефлятора ВВП, г/г % <sup>1</sup>	14.8%	40.2%	20.5%	15.2%	15.5%	19.2%	17.1%	14.0%
ИПЦ (средний за период), г/г %	12.1%	48.5%	38.8%	8.1%	8.1%	12.3%	14.9%	13.4%
ИПЦ (на конец периода), г/г %	24.9%	43.3%	32.7%	6.9%	7.9%	12.4%	12.4%	10.2%
Дефицит бюджета, % ВВП <sup>1,2,6</sup>	4.6%	2.5%	-0.7%	2.6%	2.9%	2.9%	2.2%	3.2%
Широкий дефицит бюджета, % ВВП <sup>3</sup>	13.6%	6.4%	2.5%	2.6%	2.9%	22.1%	8.7%	3.4%
Государственный долг, % ВВП	52%	79.4%	76.4%	78%	79.6%	80.8%	80.8%	69.2%
Внешний государственный долг, % ВВП <sup>4</sup>	31%	47.8%	50.0%	49.4%	51.4%	49.0%	49.0%	45.0%
Общий внешний долг, млрд \$	137.1	118.7	117.4	115.0	116.0	113.5	113.5	116.5
Экспорт товаров и услуг, млрд \$	68.5	47.8	9.9	11.3	11.7	13.1	45.9	46.8
Импорт товаров и услуг, млрд \$	73.8	49.5	11.0	11.4	13.6	14.7	51.5	55.5
Сальдо торгового баланса, млрд \$	-5.3	-1.7	-1.1	-1.5	-1.9	-1.6	-5.6	-8.7
Текущий счет, млрд \$	-5.3	-0.2	-1.0	0.9	-1.7	-0.7	-3.4	-6.6
Финансовый счет, млрд \$ <sup>5</sup>	8.0	-0.6	0.6	0.3	2.2	-1.0	-4.6	-5.2
Резервы НБУ, млрд \$	7.5	13.3	13.5	14.0	15.6	15.5	15.5	16.4
Средний курс на межбанке, грн/\$ <sup>7</sup>	11.9	21.9	25.8	25.2	25.4	25.9	25.6	27.5

(1) Квартальные показатели рассчитываются при помощи данных за прошлые 12 мес

(2) Исключает весь дефицит не включенный в официальный 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) 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	Купо	Погашение	Доходность	Bid	Δ неделя	Дюрация, г.	Объем, млн \$	
Украина 2019	Держать	1-Дек-16	7.8	Сен-19	7.1	101.3	0.2	2.2	1,743	
Украина 2023	Держать	1-Дек-16	7.8	Сен-23	8.8	95.1	0.2	5.0	1,355	
Украина 2027	Держать	1-Дек-16	7.8	Сен-27	9.0	91.8	0.1	7.1	1,307	
МХП 2020	Держать	21-Мар-17	8.3	Апр-20	7.1	103.1	1.7	2.7	750	
ДТЭК 2024	Покупать	11-Апр-17	10.8	Дек-24	13.4	87.7	2.8	5.6	1,275	
Феррэкспо 2019	Держать	11-Апр-17	10.4	Апр-19	7.9	104.4	0.2	1.4	160	
Метинвест 2021	Покупать	4-Апр-17	9.4	Дек-21	11.8	94.8	0.0	4.1	1,197	
Укрлендфарминг 2018	Продавать	28-Фев-17	10.9	Мар-18	269.8	24.8	-0.1	0.9	521	
Авангард 2018	Продавать	4-Апр-17	10.0	Окт-18	138.3	25.8	0.5	1.3	213	
ПУМБ 2018	Продавать	17-Май-16	11.0	Дек-18	11.6	99.1	0.6	1.2	197	
ПриватБанк 2018 (10.250)	Продавать	6-Дек-16	10.3	Янв-18	365.9	22.2	-0.1	0.7	160	
ПриватБанк 2018 (10.875)	Держать	14-Фев-17	10.9	Фев-21	310.5	22.0	0.0	0.7	220	
Ощадбанк 2023	Продавать	21-Фев-17	9.4	Мар-23	9.1	101.2	-0.1	2.4	700	
Ощадбанк 2025	Продавать	21-Фев-17	9.6	Мар-25	9.8	98.8	0.5	3.5	500	
Укрэксимбанк 2022	Покупать	14-Мар-17	9.6	Апр-22	9.3	101.2	-0.2	2.5	750	
Укрэксимбанк 2025	Покупать	14-Мар-17	9.8	Янв-25	9.9	99.2	0.6	3.8	600	
Укрзалізниця 2021	Покупать	14-Мар-17	9.9	Сен-21	10.1	99.1	0.8	2.4	500	
Мрия 2018	Покупать	14-Мар-17	9.5	Апр-18	670.1	5.9	0.4	1.0	400	
Кернел 2022	Держать	13-Дек-16	8.8	Янв-22	7.4	105.3	0.2	3.9	500	

Данные на 25 апреля 2017

Источник: Bloomberg

Календарь событий на 2 недели		
Событие	Тип даты	Дата
ДТЭК - финансовые результаты за 2016	Точная	28 апр
НБУ - статистика по платежному балансу	Индикативная	28 апр
Метинвест - отчет за февраль	Индикативная	30 апр
Метинвест - операционные результаты за 1кв17	Индикативная	30 апр
НБУ - статистика по международным резервам	Индикативная	5 май
ГССУ - статистика по инфляции	Точная	8 май

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 | [fkf@adamant-capital.com](mailto:fkf@adamant-capital.com)

Евгений Оруджев | [eor@adamant-capital.com](mailto:eor@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.