

Еженедельный обзор

- В сентябре промышленное производство сократилось на 0.3% г/г
- Укрзализныця получила одобрение правительства на повышение тарифов на грузоперевозки на 15% с 1 ноября
- Показатель EBITDA компании Кернел в 4кв17 снизился на 20% г/г до 58 млн \$
- Объемы продаж куриного мяса компании МХП в 3кв17 сократились на 13% г/г, в то время как цены выросли на 35%

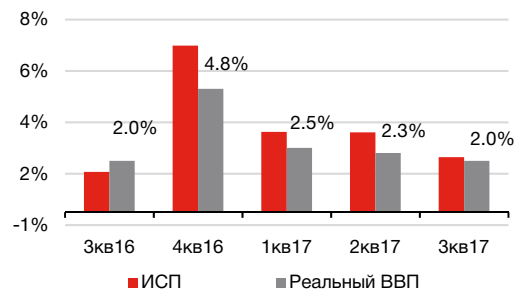
В сентябре промышленное производство сократилось на 0.3% г/г. С учетом коррекции на сезонность (КС), значение показателя уменьшилось на 0.1%, по сравнению с 1.7% в прошлом месяце. Выход добывающей промышленности сократился на 2.8% г/г (3.2% с КС), в то время как сегмент переработки прибавил 1.2% (2.3% с КС). Объемы внутренней торговли выросли на 4.8% (наша оценка), и были вновь обусловлены динамикой розничной торговли (+8.1% г/г). Сельскохозяйственное производство продемонстрировало падение в размере 3.0%, в то время как транспорт и строительство выросли на 6.0% и 10.2%, соответственно.

Наш взгляд: Динамика промышленного производства в сентябре оказалась неожиданно слабой, несмотря на скачок в добыче железной руды, объемы которой, наконец, превзошли прошлогодний уровень. Сектора, которые послужили основными факторами роста в августе, на этот раз оказали только негативное влияние на общий показатель. Так, пищевая промышленность сократилась на 2.2% в сентябре, по сравнению с увеличением на 6% ранее, а машиностроение осталось без изменений, в отличие от 10% прибавки в предыдущем месяце. Хотя объемы производства металлов и химической промышленности увеличились на 2.2% и 33% г/г, соответственно, вклады этих двух сегментов оказались недостаточно существенными. Отразив также влияние динамики сельскохозяйственного сегмента (сократился в связи с падением урожайности по основам культурам) рост рассчитываемого нами ИСП составил всего 0.8% за месяц и 2.1% за квартал, соответственно. Таким образом, мы уменьшаем наш прогноз роста реального ВВП в 3кв17 и за 2017 год до 2.0% и 2.2%, соответственно (с 2.5% и 2.3% ранее).

Укрзализныця получила одобрение правительства на повышение тарифов на грузоперевозки на 15% с 1 ноября. Согласно данным в СМИ, такое увеличение стало компромиссом между компанией и частным сектором после длительных переговоров.

Наш взгляд: Новый тариф оказался немного выше показателя, заложенного в нашей модели (10%), что позволяет нам увеличить наш прогноз EBITDA на 2п17 и на 2017 год на 4% и 2% до 390 млн \$ и 720 млн \$, соответственно. Поскольку изменение не является существенным, мы оставляем нашу рекомендацию по бумагам на прежнем уровне.

Динамика роста ИСП против реального ВВП



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

Источник: ГССУ, Adamant Capital

Показатель EBITDA компании Кернел в 4кв17 снизился на 20% г/г до 58 млн \$ (исключает доход от переоценки биологических активов). Выручка увеличилась на 33% до 511 млн \$, в то время как чистая прибыль сократилась на 9 млн \$ до -16 млн \$. Наибольший вклад в рост показателя EBITDA внес сельскохозяйственный сегмент (56 млн \$), который в этом году сместил продажи зерна на более поздний период, заменив нереализованные убытки реальными продажами. Соотношение чистого долга и скорректированного чистого долга к 12 месячной EBITDA выросло на 77% и 44% до 1.5 и 0.4, соответственно. Одновременно с финансовой отчетностью, Кернел опубликовал операционные результаты за 1кв18. Согласно этим данным, объемы экспорта зерна снизились на 32% г/г, продажи масла наливом увеличились на 135%, а переработка семян подсолнечника выросла на 94%. В этот же день компания провела конференц-звонок для инвесторов, в ходе которого руководство поделилось планами компании на 2018 год и представило среднесрочную стратегию развития. В следующем году Кернел ожидает неблагоприятные условия на рынке, поскольку маржинальность производства масла, вероятно, снизится, учитывая существенный дисбаланс между спросом на семена подсолнуха (17 млн т мощностей МЭЗ) и их урожаем (13-13.5 млн т, согласно последним прогнозам). К тому же, прибыль сельскохозяйственного сегмента может уменьшиться вследствие падения урожайности основных культур и роста производственных затрат. В то же время, менеджмент предполагает, что холдинг сможет увеличить годовой показатель EBITDA до 500 млн \$ к 2021 году. Основными инвестиционными проектами на пути к реализации этого амбициозного плана послужат перевалочный терминал в Черноморске стоимостью 121 млн \$ и МЭЗ на западе страны оцененный в 130 млн \$. Согласно презентации компании, терминал, мощностью в 4 млн т/год, в конечном итоге, принесет 80 млн \$ EBITDA, но потребует дополнительных вложений на сумму 88 млн \$ для расширения сети элеваторов и сопутствующей инфраструктуры. Руководством также рассматривается альтернатива строительству маслоэкстракционного завода – приобретение уже существующего актива у конкурентов.

Наш взгляд: Показатели EBITDA за 4кв17 и за год в целом оказались несколько ниже наших оценок в связи с меньшими, чем ожидалось, доходами сельскохозяйственного сегмента. Сюрпризом для нас также стало резкое сокращение маржи производства масла в течение последних трех месяцев – до 60 \$/т, по сравнению с 89 \$/т в 3кв17. На 2018 мы прогнозируем, что EBITDA уменьшится на 11% до 287 млн \$ г/г (за исключением переоценки биологических активов), принимая за основу следующие предположения. Объемы продаж масла наливом составят 1.4 млн т, а маржинальность останется на уровне 4кв17. EBITDA на тонну зерна (в сегмента трейдинга) выйдет на уровень 4.5 \$, а размер экспорта будет равен 4.2 млн т, учитывая сокращение поставок из РФ через перевалочные мощности в Тамани, где Кернел продал 90% от своей квоты компании Каргилл. Маржа на гектар сельскохозяйственного сегмента составит 200 \$, с учетом почти отсутствующих доходов от новой земли (запасы приобретенных предприятий были оценены по рыночной стоимости при покупке). По нашим прогнозам, пиковое соотношение чистого долга к EBITDA на протяжении бизнес цикла компании, вероятно, останется ниже 2.0 (1.0 при поправке на легко реализуемые запасы). Касательно ликвидности, мы считаем, что у Кернела не должно возникнуть проблем с финансированием инвестиций в основные фонды (127 млн \$ на новые мощности и 40 млн \$ на обслуживание старых) и дивидендов (20 млн \$) посредством операционных денежных потоков. Вложения в рабочий капитал (если они будут необходимы, учитывая что уже составили 350 млн \$ за последние 24 месяца) компания наверняка сможет продолжить осуществлять за счет привлечения дополнительных

Результаты Кернела за 4кв17, млн \$

	4кв17	4кв16	г/г	2017	кв/кв
Выручка	511	383	33%	2169	9%
EBITDA	36	46	-20%	319	-8%
Переоценка БА ¹	-22	32	-170%	-3	nm
EBITDA скорр ²	58	14	322%	322	60%
Масло	17	21	-21%	83	-26%
Агро	27	-29	nm	147	16%
Зерно	2	3	-39%	23	-51%
Инфраструктура	12	8	52%	88	144%
EBITDA скорр маржа	11%	4%	8pp	15%	-4pp
Чистая прибыль	-16	-7	nm	179	-21%
Маржа по прибыли	-3%	-2%	-1pp	8%	-3pps
Чистый долг	496	283	75%	496	75%
Долг/EBITDA ³	1.5	0.9	77%	1.5	77%
Скорр долг/EBITDA ⁴	0.4	0.3	44%	0.4	44%
OCF ⁵	90	55	63%	112	-41%
Capex ⁶	157	4	nm	182	200%
FCF ⁷	-67	51	-230%	-70	-154%
Продажи зерна, млн	1.0	0.7	29%	5.1	15%
Продажи масла, тыс	282	209	35%	1,079	10%
Зерно EBITDA/т, \$	2.1	4.6	-53%	4.5	-57%
Масло EBITDA/т, \$	60	103	-42%	77	-33%

(1) Биологические активы

(2) EBITDA исключая переоценку биологических активов

(3) Соотношение чистого долга к 12 месячному показателю EBITDA

(4) Соотношение чистого долга, скорректированного на легко реализуемые товарно-материальные запасы (зерно) к скорректированному показателю 12-месячной EBITDA

(5) Денежный поток от операционной деятельности

(6) Капитальные инвестиции

(7) Свободный денежный поток

Источник: данные компании, Adamant Capital

краткосрочных заимствований. В целом, несмотря на то, что холдинг будет продолжать демонстрировать отличные кредитные показатели и представил достаточно реалистичную стратегию роста, мы оставляем рекомендацию по облигациям компании на отметке «Держать», учитывая, что в настоящее время бумаги торгуются по доходности на уровне суверена (потенциал для роста ограничен).

Объемы продаж куриного мяса компании МХП в 3кв17

сократились на 13% г/г, в то время как цены выросли на 35%.

Согласно пресс-релизу, уменьшение торгового оборота с третьими сторонами произошло в связи с сокращением запасов на начало квартала (24 тыс т, по сравнению с 46 тыс т в прошлом году).

Ценовой скачок был частично обусловлен сбытовой оптимизацией экспортного канала (цены на внутреннем рынке поднялись на 12% кв/кв, по сравнению с 15% ростом в среднем для компании). Доля экспорта в общем объеме продаж увеличилась на 2 пп г/г до 39%. МХП также опубликовала предварительные результаты уборочной кампании со своих 360 тыс га под управлением. Урожайность почти всех культур, кроме подсолнуха, сократилась на 5-7 % г/г.

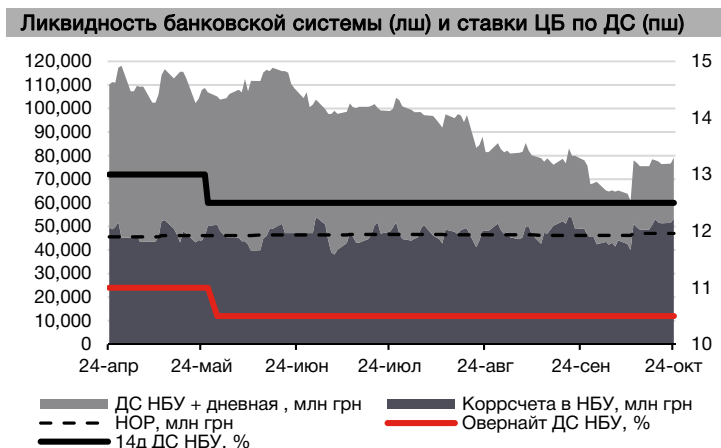
Наш взгляд: Рост средней цены на килограмм курицы в размере 15% кв/кв стал для нас неожиданностью, в связи с чем мы пересматриваем нашу оценку маржинальности этого сегмента на 2п17. В соответствии с новым прогнозом, EBITDA компании (за исключением переоценки биологических активов) должна составить 140 млн \$ в 3кв17 и 460 млн \$ за год (с потенциальной поправкой на временное распределение продаж урожая). Операционные показатели по сбору зерновых подтверждают наше предварительное предположение о понижении EBITDA/га в 2017 по сравнению с прошлым годом на 15%. Несмотря на улучшение ожиданий по кредитным метрикам компании на конец года (соотношение чистого долга к 12 месячной EBITDA составит всего 1.7), мы оставляем рекомендацию «Держать» по облигациям эмитента, учитывая премию по доходности в размере 30-40 бп к суверенной кривой.

Операционные результаты МХП, млн \$

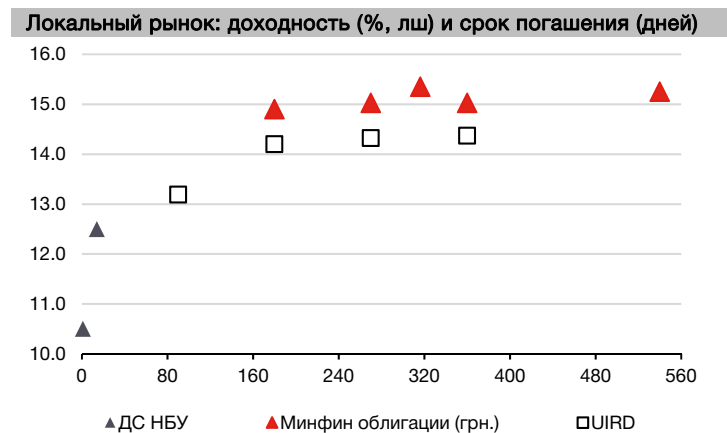
(Сегмент мяса птицы)	3кв17	3кв16	г/г	2кв17	кв/кв
Производство, тыс т	137	140	-2%	146	-6%
Продажи, тыс т	135	155	-13%	157	-14%
Экспорт, тыс т	52.99	58	-8%	71	-26%
Средняя цена, грн/кг	37.88	28.07	35%	32.92	15%
Средняя цена, \$/кг	1.46	1.11	32%	1.25	17%

Источник: данные компании, Adamant Capital

Приложение



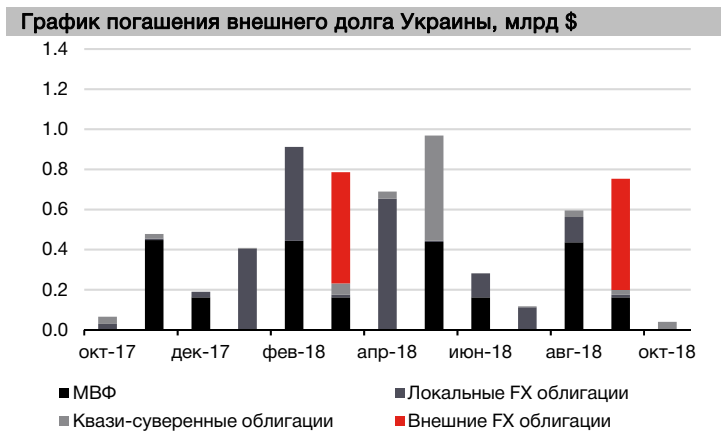
Источник: НБУ, Adamant Capital



Источник: НБУ, Bloomberg, Adamant Capital

Ликвидность локального рынка (сумма коррсчетов в НБУ, депозитных сертификатов и других внутридневных изменений) увеличилась на 0.76 млрд грн до 79.18 млрд грн за неделю. 24 октября Министерство финансов разместило облигаций в национальной валюте на 1.2 млрд грн с погашением в 2022 г и доходностью 14.91%. Также было размещено бумаг в дол. США на 170 млн грн с погашением в 2019 г. и доходностью 5.4 %.

Межбанковский курс грн/\$ на этой неделе оставался практически неизменным, открывшись на отметке 26.48 и закрывшись к концу на уровне 26.67.



Кваси-суверенный долг включает тело и проценты облигации государственных банков, Укрзалізничці и муниципалитетов

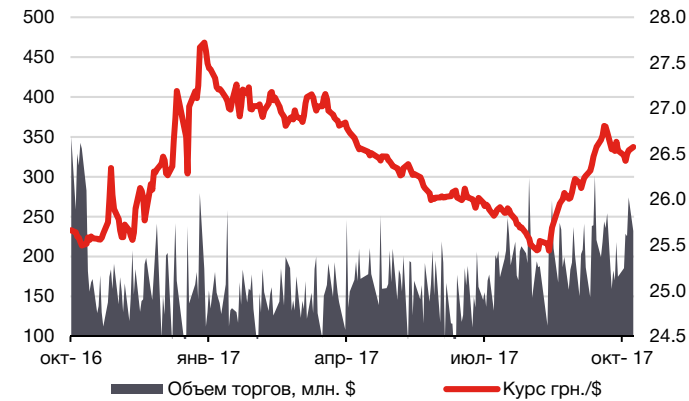
Источник: Bloomberg, Adamant Capital



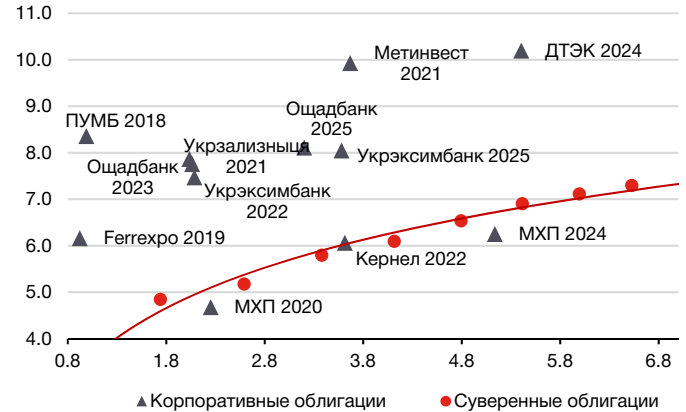
По курсу грн/\$ на уровне 27.5; EUR/\$ курс на уровне 1.07

Источник: Минфин

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

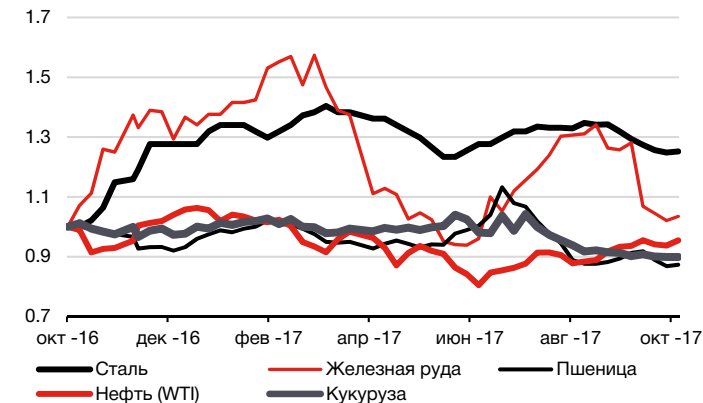


Еврооблигации: доходность (% лш) и дюрация (г, пш)



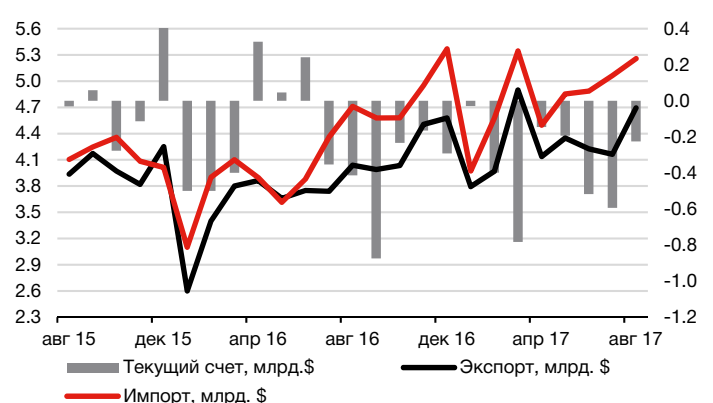
Источник: Bloomberg, Adamant Capital

Мировые индексы цен на сырье



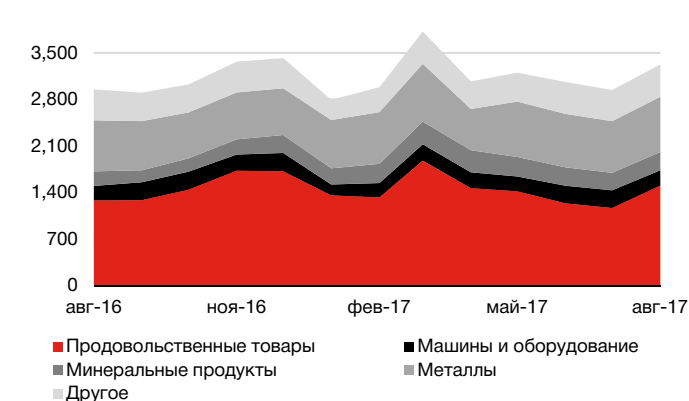
Источник: Bloomberg, Adamant Capital

Внешняя торговля (лш) и баланс текущих операций (пш)



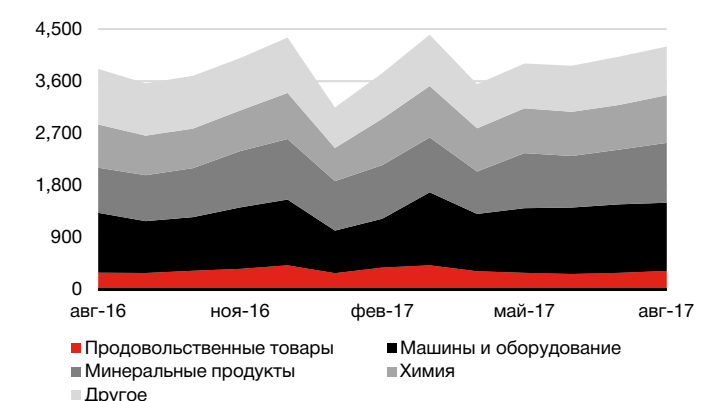
Источник: НБУ

Распределение экспорта Украины за 12м, млн \$



Источник: НБУ

Распределение импорта Украины за 12м, млн \$



Источник: НБУ

Основные макроэкономические показатели								
	1кв16	2кв16	3кв16	4кв16	2016	1кв17	2кв17П	2017П
Рост реального ВВП, г/г %	0.1%	1.5%	2.3%	4.8%	2.3%	2.4%	2.4%	2.2%
Номинальный ВВП, млрд грн	456	535	669	723	2 383	584	657	2 828
Номинальный ВВП, млрд \$	18	21	26	28	93	22	25	105
Рост дефлятора ВВП, г/г % ¹	19.8%	15.6%	15.7%	19.2%	17.1%	25.1%	20.0%	16.0%
ИПЦ (средний за период),г/г %	31.3%	8.1%	8.1%	12.3%	14.9%	14.0%	13.8%	14.0%
ИПЦ (на конец периода),г/г %	20.9%	6.9%	7.9%	12.4%	12.4%	15.1%	15.6%	11.5%
Дефицит бюджета, % ВВП ^{1,2,6}	-0.7%	2.6%	2.9%	2.9%	2.2%	0.7%	7.7%	3.2%
Широкий дефицит бюджета, % ВВП ³	3.6%	2.6%	2.9%	22.1%	8.7%	0.7%	7.7%	3.4%
Государственный долг, % ВВП	56.2%	78.0%	79.2%	80.8%	80.8%	77.7%	75.3%	68.1%
Внешний государственный долг, % ВВП ⁴	49.9%	49.3%	51.2%	49.0%	49.0%	47.1%	47.7%	43.5%
Общий внешний долг, млрд \$	117.4	115.0	116.0	113.5	113.5	113.6	114.8	116.5
Экспорт товаров и услуг, млрд \$	9.8	11.3	11.7	13.1	45.9	12.7	12.8	49.4
Импорт товаров и услуг, млрд \$	11.1	11.4	13.6	14.7	51.5	13.9	14.2	56.0
Сальдо торгового баланса, млрд \$	-1.3	-0.1	-1.9	-1.6	-5.6	-1.2	-1.4	-6.3
Текущий счет, млрд \$	-1.2	0.6	-1.7	-0.7	-3.4	-1.2	-0.8	-4.3
Финансовый счет, млрд \$ ⁵	-0.3	-0.3	-2.2	-1.0	-4.6	-0.6	-2.4	-6.4
Резервы НБУ, млрд \$	12.7	14.0	15.6	15.5	15.5	15.1	18.0	18.0
Средний курс на межбанке, грн/\$ ⁷	25.8	25.2	25.4	25.9	25.6	27.1	26.0	27.0

(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	Купон	Погашение	Доходность	Bid	Δ неделя	Дюрация, г.	Объем, млн \$
Украина 2019	Держать	1-дек-16	7.8	сен-19	4.8	105.3	0.1	1.8	661
Украина 2023	Держать	1-дек-16	7.8	сен-23	6.5	105.9	0.0	4.8	1,355
Украина 2027	Держать	1-дек-16	7.8	сен-27	7.3	103.1	-0.6	7.1	1,307
Украина 2032	Держать	1-дек-16	7.4	сен-32	7.6	98.1	-1.0	8.9	3,000
МХП 2020	Держать	24-окт-17	8.3	апр-20	4.7	108.0	0.2	2.3	505
МХП 2024	Держать	24-окт-17	7.8	май-24	6.3	107.8	107.8	5.2	500
ДТЭК 2024	Покупать	5-сен-17	10.8	дек-24	10.6	100.9	1.3	5.4	1,309
Феррэкспо 2019	Покупать	10-окт-17	10.4	апр-19	6.1	105.9	0.1	0.9	161
Метинвест 2021	Покупать	17-окт-17	9.4	дек-21	10.3	102.7	0.6	3.7	1,217
Укрлендфарминг 2018	Продавать	17-июн-17	10.9	мар-18	636	26.75	120.6	н/у	543
Авангард 2018	Продавать	4-апр-17	10.0	окт-18	278.1	22.1	0.2	0.9	214
ПУМБ 2018	Покупать	5-сен-17	11.0	дек-18	8.4	102.9	-0.5	1.0	103
ПриватБанк 2018 (10.250)	Продавать	5-сен-17	10.3	янв-18	1811.2	17.5	-0.1	0.3	160
ПриватБанк 2018 (10.875)	Продавать	5-сен-17	10.9	фев-21	1189.1	19.0	-1.4	0.4	175
Ощадбанк 2023	Покупать	5-сен-17	9.4	мар-23	7.8	106.9	0.6	2.1	700
Ощадбанк 2025	Покупать	5-сен-17	9.6	мар-25	8.1	108.1	0.8	3.2	500
Укрэксимбанк 2022	Покупать	5-сен-17	9.6	апр-22	7.5	107.9	0.6	2.1	750
Укрэксимбанк 2025	Покупать	5-сен-17	9.8	янв-25	8.1	108.9	0.7	3.6	600
Укрзализныця 2021	Покупать	24-окт-17	9.9	сен-21	8.1	105.9	0.1	2.1	500
Мрия 2018	Продавать	20-июн-17	9.5	апр-18	4244.4	4.5	-0.8	0.5	400
Кернел 2022	Держать	25-июл-17	8.8	янв-22	6.1	109.7	0.2	3.6	500

Источник: Bloomberg

Календарь событий на 2 недели		
Событие	Тип даты	Дата
НБУ - пересмотр учетной ставки	Точная	26 окт
НБУ - статистика по платежному балансу	Индикативная	30 окт
Приватбанк - финансовые результаты за 3кв17 МСФО	Индикативная	30 окт
Ощадбанк - финансовые результаты за 3кв17 МСФО	Индикативная	30 окт
Укрэксимбанк - финансовые результаты за 3кв17 МСФО	Индикативная	30 окт
ПУМБ - финансовые результаты за 3кв17 МСФО	Индикативная	30 окт
Метинвест - отчет за август	Индикативная	31 окт
Метинвест - операционные результаты за 3кв и 9мес	Индикативная	1 ноя
НБУ - статистика по международным резервам	Индикативная	6 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

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 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 копирована или воспроизведена без предварительного согласия Adamant Capital.