

Еженедельный обзор

- EBITDA МХП в 3кв17 выросла на 9% г/г до 129 млн \$
- Компания Метинвест выплатила проценты по еврооблигациям 2021 и частично погасила номинал
- Компания Ferrexpo привлекла синдицированный кредит на сумму 195 млн \$ по возобновляемой кредитной линии
- Доверенное лицо Приватбанка и эмитент облигаций подали иск в Лондонский арбитражный суд относительно взыскания долга на сумму 375 млн \$

EBITDA МХП в 3кв17 выросла на 9% г/г до 129 млн \$ (исключая переоценку по IAS 41), сохранив маржинальность на уровне прошлого года (35%). Выручка увеличилась аналогично - на 9% до 370 млн \$. Чистая прибыль от продолжающейся деятельности повысилась до 47 млн \$ в основном в следствие уменьшения потерь от курсовых разниц на 33 млн \$. Операционный денежный поток сократился на 5% г/г до 158 млн \$, а капитальные инвестиции увеличились на 96% до 48 млн \$, что привело к понижению свободного денежного потока на 22% до 109 млн \$. Соотношение чистого долга к 12 месячной EBITDA (исключая переоценку по IAS 41) уменьшилось на 27% до 2.2. В ходе конференц-звонка менеджмент отметил, что урожайность основных культур в этом году снизилась приблизительно на 10% г/г в связи с неблагоприятными погодными условиями, а также объявил, что EBITDA на гектар за 2017 в целом ожидается в размере 300 \$, по сравнению с 420 \$ в 2016 (включая IAS 41). По мнению компании, строительство второй очереди Винницкого комплекса послужит основным фактором роста доходов МХП в течение нескольких следующих лет. Вклад в производство куриного мяса в 2018 году оценивается на уровне 35 тыс т (+6% г/г в целом). Холдинг также заявил о том, что рассматривает возможные варианты M&A в Европе с целью расширения перерабатывающих и/или производственных мощностей и готов потратить порядка 100-150 млн \$ на сделку.

Наш взгляд: Несмотря на то, что EBITDA компании отклонилась от нашей оценки всего на 7%, увеличение себестоимости производства мяса и негативный прогноз менеджмента касательно зернового дивизиона заставляют нас занять более консервативную позицию относительно финансовых показателей в 4кв17. Таким образом, мы понижаем наш квартальный и, следовательно, годовой прогнозы EBITDA на 13% до 106 млн \$ и 6% до 430 млн \$, соответственно. По нашим расчетам, соотношение чистого долга к EBITDA на конец декабря составит те же 2.2, если размер рабочего капитала не изменится, а инвестиции в основные фонды будут находиться в пределах, ранее озвученных 125 млн \$ за этот год. В течение следующих нескольких лет риски недостатка ликвидности и избыточной долговой нагрузки, скорее всего, останутся ограниченными, учитывая, что краткосрочный долг на текущий момент составляет всего 32 млн \$, а финансирование капитальных расходов должно и в дальнейшем быть возможно за счет доходов компании, рост которых обеспечит введение в эксплуатацию нового Винницкого птицекомплекса (в среднем будет прибавлять по 10 % к выходу куриного мяса ежегодно в течение 2018-23). В целом же, несмотря на отличные кредитные метрики, мы оставляем рекомендацию по бумагам эмитента на отметке «держать», учитывая текущую премию по доходности к суверенной кривой в размере 80 бп.

Результаты МХП за 3кв17 по МСФО, млн \$

	3кв17	3кв16	г/г	2кв17	кв/кв
Выручка	371	339	9%	321	16%
EBITDA	105	101	4%	173	-39%
Переоценка БА ¹	-24	-17	nm	58	nm
EBITDA скорр. ²	129	118	9%	115	12%
Птица	98	82	19%	93	5%
Зерно	28	35	-19%	24	19%
EBITDA скорр. маржа	35%	35%	0pps	36%	-1pps
Курсовые разницы	-17	-50	nm	36	nm
Чистая прибыль	47	-10	nm	153	-69%
Маржа по прибыли	13%	-3%	nm	48%	-35pps
Чистый долг	1,004	1,081	-7%	1,073	-6%
Долг/EBITDA ³	2.3	2.6	-14%	2.4	-7%
Долг/скорр. EBITDA ²	2.2	3.0	-27%	2.4	-9%
OCF ⁴	158	165	-5%	59	169%
Capex ⁵	48	25	96%	26	83%
FCF ⁶	109	140	-22%	32	239%
Выпуск птицы, тыс т	137	140	-2%	146	-6%
Продажи птицы, тыс т	135	155	-13%	160	-16%
Цена птицы, грн/кг	37.9	28.1	35%	32.9	15%
Цена птицы, \$/кг	1.46	1.11	32%	1.24	18%
Земельный банк, тыс га	360	355	1%	360	0%
EBITDA от птицы ⁷ /кг, \$	0.73	0.53	37%	0.58	25%
EBITDA/га ⁸ , \$	391	236	66%	410	-4%

(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

Компания Метинвест выплатила проценты по еврооблигациям 2021 и частично погасила номинал. Согласно опубликованному пресс-релизу, 18 ноября холдинг направил 8.5 млн \$ на выплату купона с ежегодной ставкой 2.793% и 48.2 млн \$ на перечисление средств кредиторам по схеме cash sweep, из которых амортизационный платеж составил 10.1 млн \$. В соответствии с официальным расписанием, следующая регулярная выплата планируется 18 февраля.

Наш взгляд: Использование избыточных средств для погашения облигаций свидетельствует о способности бумаг Метинвеста генерировать дополнительную стоимость для держателей при условии достаточности высоких доходов компании от операционной деятельности (и умеренных капитальных затрат). Расчет доходности по бумагам агентством Bloomberg на данный момент не учитывает выплаты свыше обязательного купона (2.793%) и платежей PIYC со ставкой 6.5795%, и, следовательно, ее занижает. Наше мнение касательно компании, по-прежнему, положительное, и мы оставляем рекомендацию «покупать» по бумагам эмитента.

Цена бумаг Метинвеста 2021, % от номинала

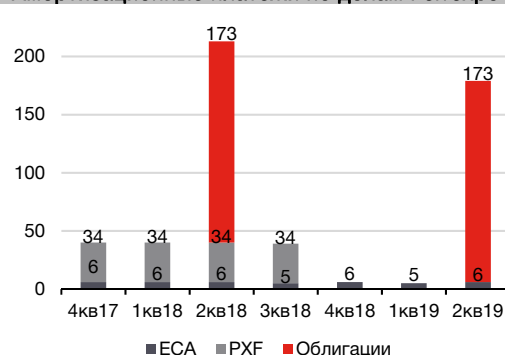


Примечание: цена bid
Источник: данные компании, Adamant Capital

Компания Ferrexpo привлекла синдицированный кредит на сумму 195 млн \$ по возобновляемой кредитной линии. Согласно заявлениям финансового директора группы, этот займ позволит существенно сократить среднюю стоимость финансирования и перенести сроки погашения на более поздние периоды.

Наш взгляд: По нашим оценкам, стоимость нового кредита составляет не более 5.5% годовых, учитывая, что в начале августа во время внеочередного собрания акционеров Полтавского ГОКа (дочерняя компания Ferrexpo) было принято решение о потенциальном привлечении займа (в рамках которого комбинат предоставил бы свои активы в качестве залога) с процентной ставкой не выше трехмесячного LIBOR + 4%. Хотя еврооблигации группы, вероятно, являются самым дорогостоящим ее источником финансирования на текущий момент (купон равен 10.4%), мы сомневаемся, что менеджмент использует новую кредитную линию для осуществления выкупа этих бумаг с рынка, учитывая их нынешнюю стоимость - 106-107% от номинала (ask). Исходя из этой логики, мы предполагаем, что полученные средства будут использованы для осуществления предстоящих амортизационных платежей (погашение в размере 173 млн \$ по еврооблигациям ожидается уже в апреле 2018). Наша рекомендация по бумагам эмитента остается на отметке «покупать», учитывая, что цены на железную руду стабилизировались на уровне 63 \$/т, премии за окатыши, по-прежнему, высокие, а спред по доходности к суверенной кривой составляет порядка 160 бп.

Амортизационные платежи по долларам Ferrexpo



Примечание: ECA - агентства кредитования экспорта, PXF - предэкспортное финансирование
Источник: данные компании, Adamant Capital

Доверенное лицо Приватбанка и эмитент облигаций подали иск в Лондонский арбитражный суд относительно взыскания долга на сумму 375 млн \$. В соответствии с пресс-релизом Madison Pacific Trust Limited (новый доверитель с 3 октября, который заменил Deutsche Trustee Company Limited) и информации из местных СМИ, Приватбанк должен предоставить ответ до 6 декабря.

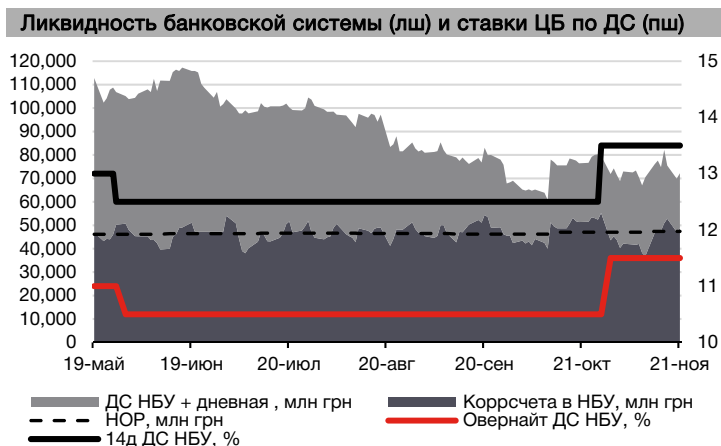
Наш взгляд: Заявление свидетельствует о начале судебного процесса между Приватбанком и держателями ранее списанных еврооблигаций и поспособствовало росту бумаг на внебиржевом рынке. Поскольку оценить шансы выигрыша бондхолдеров, на сегодняшний день, очень сложно, мы советуем воздержаться от участия в разбирательстве и оставляем рекомендацию по облигациям эмитента на отметке «продавать». Хотя недавно принятые решения в украинских судах в пользу связанных сторон эмитента могут повысить вероятность успеха держателей бумаг в Лондоне, мы считаем, что применимость таких заключений весьма ограничена, учитывая функциональные различия двух правовых систем (особенно, в отношении коррупционной составляющей).

Цена бумаг Приватбанка 2018, % от номинала

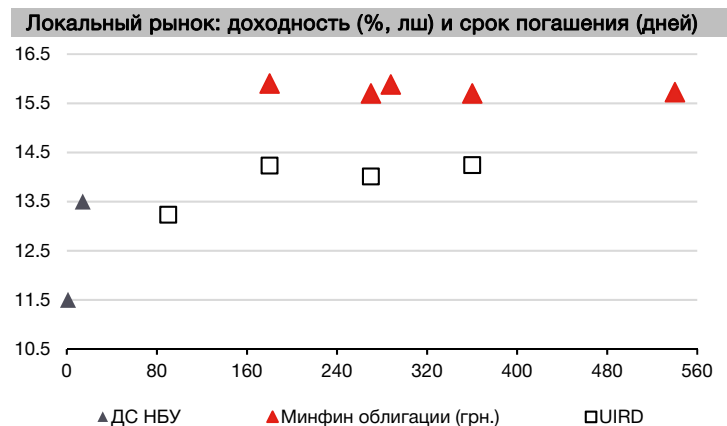


Примечание: цена bid
Источник: данные компании, Adamant Capital

Приложение



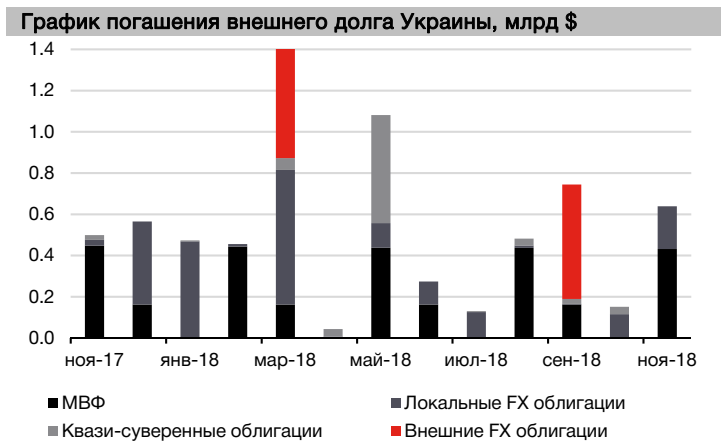
Источник: НБУ, Adamant Capital



Источник: НБУ, Bloomberg, Adamant Capital

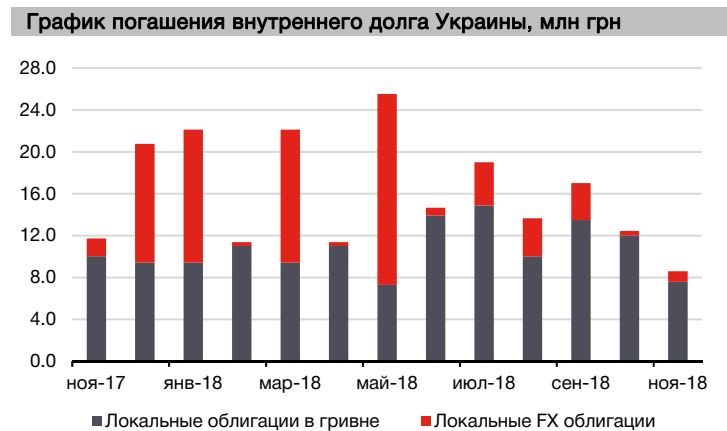
Ликвидность локального рынка (сумма коррсчетов в НБУ, депозитных сертификатов и других внутридневных изменений) снизилась на 5.43 млрд грн до 72.14 млрд грн за неделю. 21 ноября Министерство финансов разместило облигации в дол. США на 88.9 млн грн с погашением в феврале 2020 и доходностью 5.4 %.

Межбанковский курс грн/\$ на этой неделе не изменился, оставшись на прежнем уровне 26.49.



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

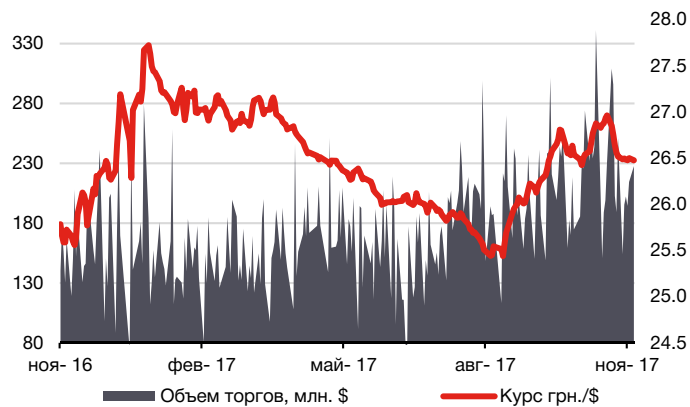
Источник: Bloomberg, Adamant Capital



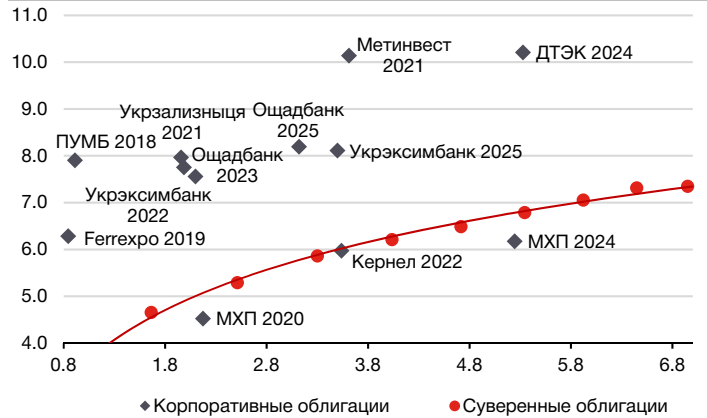
По курсу грн/\$ на уровне 26.48; EUR/\$ курс на уровне 1.17

Источник: Минфин

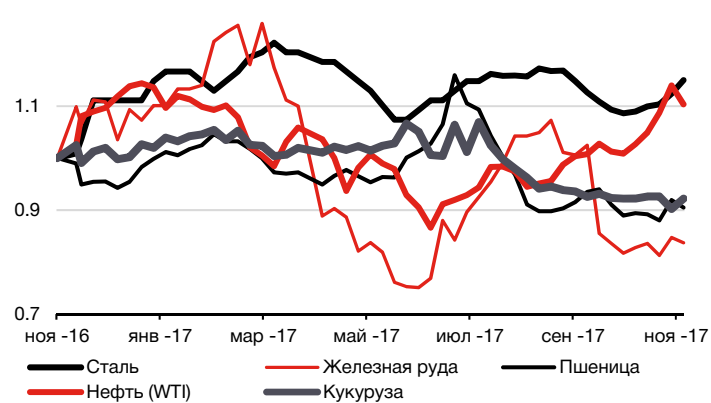
Курс валюты (пш) и объем межбанковских торгов (лш)



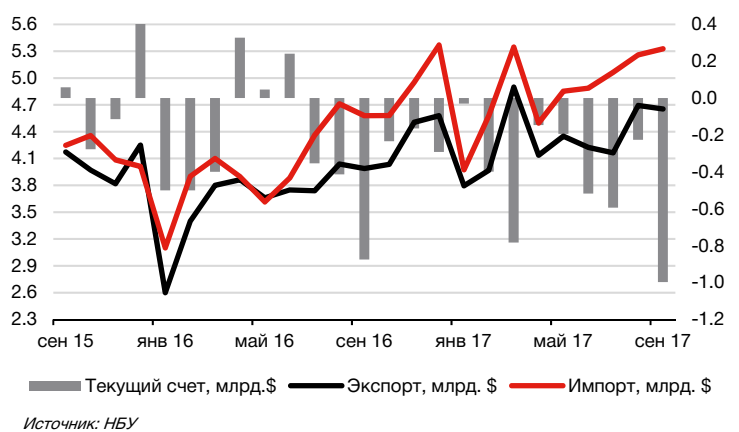
Еврооблигации: доходность (% лш) и дюрация (г, пш)



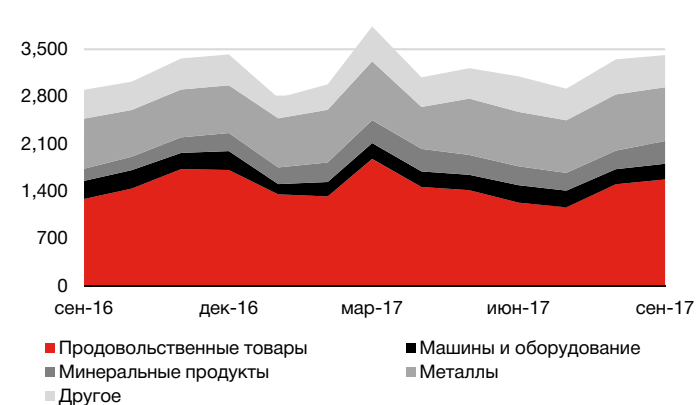
Мировые индексы цен на сырье



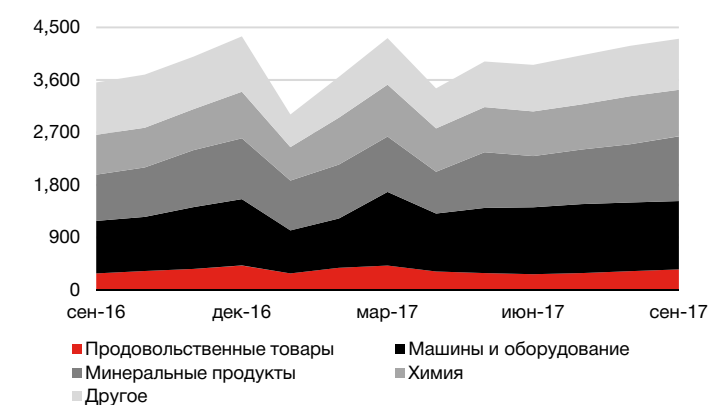
Внешняя торговля (лш) и баланс текущих операций (пш)



Распределение экспорта Украины за 12м, млн \$



Распределение импорта Украины за 12м, млн \$



Основные макроэкономические показатели								
	2кв16	3кв16	4кв16	2016	1кв17	2кв17	3кв17Е	2017Е
Рост реального ВВП, г/г %	1.5%	2.3%	4.8%	2.3%	2.4%	2.4%	2.0%	2.2%
Номинальный ВВП, млрд грн	535	669	723	2,383	584	657	806	2,825
Номинальный ВВП, млрд \$	21	26	28	93	22	25	31	105
Рост дефлятора ВВП, г/г % ¹	15.6%	15.7%	19.2%	17.1%	25.1%	20.0%	17.0%	16.0%
ИПЦ (средний за период),г/г %	8.1%	8.1%	12.3%	14.9%	14.0%	13.8%	16.1%	14.0%
ИПЦ (на конец периода),г/г %	6.9%	7.9%	12.4%	12.4%	15.1%	15.6%	16.4%	11.5%
Дефицит бюджета, % ВВП ^{1,2,6}	2.9%	3.0%	3.4%	2.3%	-0.8%	-7.7%	1.2%	3.7%
Широкий дефицит бюджета, % ВВП ³	2.9%	3.0%	22.6%	8.8%	4.2%	-7.7%	3.7%	6.1%
Государственный долг, % ВВП	78.0%	79.2%	80.8%	80.8%	77.7%	75.3%	na	68.2%
Внешний государственный долг, % ВВП ⁴	49.3%	51.2%	49.0%	49.0%	47.1%	47.7%	na	43.6%
Общий внешний долг, млрд \$	115.0	116.1	113.5	113.5	113.6	114.8	na	116.5
Экспорт товаров и услуг, млрд \$	11.3	11.7	13.1	46.0	12.7	12.8	13.5	49.4
Импорт товаров и услуг, млрд \$	11.4	13.6	14.7	51.8	13.9	14.2	15.6	56.0
Сальдо торгового баланса, млрд \$	-0.1	-1.9	-1.6	-5.8	-1.2	-1.4	-2.1	-6.3
Текущий счет, млрд \$	0.6	-1.7	-0.7	-3.8	-1.2	-0.8	-1.8	-4.0
Финансовый счет, млрд \$ ⁵	-0.3	-2.2	-1.0	-5.0	-0.6	-2.4	-2.6	-6.7
Резервы НБУ, млрд \$	14.0	15.6	15.5	15.5	15.1	18.0	18.6	18.5
Средний курс на межбанке, грн/\$ ⁷	25.2	25.4	25.9	25.6	27.1	26.0	25.9	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	4.7	105.2	0.2	1.7	661
Украина 2023	Держать	1-дек-16	7.8	сен-23	6.5	106.0	0.2	4.8	1,355
Украина 2027	Держать	1-дек-16	7.8	сен-27	7.3	102.8	0.3	7.0	1,307
Украина 2032	Держать	1-дек-16	7.4	сен-32	7.6	97.9	0.7	8.9	3,000
МХП 2020	Держать	21-ноя-17	8.3	апр-20	4.5	108.2	0.0	2.2	505
МХП 2024	Держать	21-ноя-17	7.8	май-24	6.2	108.3	0.1	5.1	500
ДТЭК 2024	Покупать	5-сен-17	10.8	дек-24	10.2	103.6	0.2	5.4	1,309
Феррэкспо 2019	Покупать	21-ноя-17	10.4	апр-19	6.3	105.3	0.3	0.9	161
Метинвест 2021	Покупать	21-ноя-17	9.4	дек-21	10.1	103.9	-0.1	3.6	1,187
Укрлендфарминг 2018	Продавать	17-июн-17	10.9	мар-18	934.4	24.0	-1.9	nm	543
Авангард 2018	Продавать	31-окт-17	10.0	окт-18	288.3	21.9	1.3	0.9	214
ПУМБ 2018	Покупать	7-ноя-17	11.0	дек-18	7.9	103.2	-0.5	1.0	103
ПриватБанк 2018 (10.250)	Продавать	21-ноя-17	10.3	янв-18	1734.5	26.0	-1.0	0.2	200
ПриватБанк 2018 (10.875)	Продавать	21-ноя-17	10.9	фев-21	896.8	29.9	1.9	0.3	175
Ощадбанк 2023	Покупать	7-ноя-17	9.4	мар-23	7.8	106.9	0.0	2.0	700
Ощадбанк 2025	Покупать	7-ноя-17	9.6	мар-25	8.2	107.7	0.0	3.2	500
Укрэксимбанк 2022	Покупать	7-ноя-17	9.6	апр-22	7.6	107.6	0.0	2.1	750
Укрэксимбанк 2025	Покупать	7-ноя-17	9.8	янв-25	8.1	108.7	0.0	3.5	600
Укрзализныця 2021	Покупать	24-окт-17	9.9	сен-21	8.0	106.1	0.1	2.0	500
Мрия 2018	Продавать	14-ноя-17	9.5	апр-18	4291.4	5.5	0.5	0.4	400
Кернел 2022	Держать	24-окт-17	8.8	янв-22	6.0	110.1	0.1	3.6	500

Источник: Bloomberg, Adamant Capital

Календарь событий на 2 недели		
Событие	Тип даты	Дата
ГССУ - статистика промышленности	Точная	22 ноя
Кернел - финансовые результаты за 1кв2018	Точная	27 ноя
НБУ - статистика по платежному балансу	Индикативная	30 ноя
Авангард - финансовые результаты за 3кв и 9мес 2017	Индикативная	30 ноя
Метинвест - отчет за сентябрь	Индикативная	30 ноя
ГССУ - статистика промышленности	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

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.