

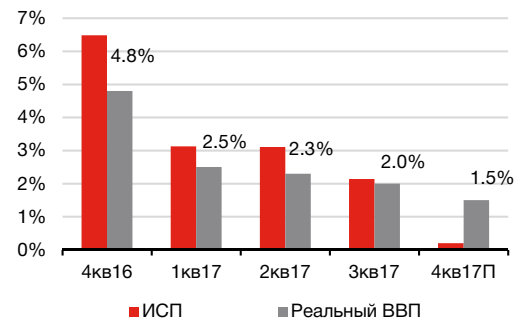
Еженедельный обзор

- В октябре выход основных секторов экономики сократился на 2.2% г/г
- Киев провел реструктуризацию неурегулированного долга в размере 101 млн \$ без сокращения основной суммы
- Показатель EBITDA компании Кернел в 1кв18 увеличился на 11% г/г до 43 млн \$
- EBITDA компании Метинвест в 3кв17 увеличилась на 45% г/г до 466 млн \$

В октябре выход основных секторов экономики сократился на 2.2% г/г, согласно нашим расчетам ИСП (индекса совокупного производства). Промышленность увеличила выпуск продукции на 0.4% г/г (уменьшила на 0.5% с учетом КС - коррекции на сезонность), по сравнению со снижением на 0.3% в прошлом месяце (на 0.1% с КС). Сельскохозяйственный сектор продемонстрировал резкое сокращение объемов (на 9.0% г/г), увеличив падение с 3.0% в сентябре. Объем предоставления услуг транспорта впервые за год уменьшился на 2.3%, в то время как внутренняя торговля и строительство продолжили рост на 5.2% и 13.1%, соответственно (по сравнению с 4.8% и 10.2% в предыдущем периоде).

Наш взгляд: Настолько существенное сокращение ИСП оказалось для нас сюрпризом. Согласно нашим расчетам, ключевым фактором данной динамики послужил сельскохозяйственный сектор (составляет 35% от сводного показателя и порядка 20% от реального ВВП в данном месяце), где урожай зерновых и семян подсолнуха уменьшились на 9% и 21% соответственно, по сравнению с аналогичным периодом прошлого года. Положительное влияние на итоговую цифру снова оказали внутренняя торговля (хотя, в этом месяце в большей степени благодаря увеличению объема оптовых продаж) и строительство (значительный рост наблюдается уже на протяжении 23 месяцев подряд). Выход промышленности практически не изменился в годовом сопоставлении, поскольку рост перерабатывающего сегмента (в основном пищевой продукции, удобрений и металлов) был компенсирован сокращением добычи угля и железной руды. В целом, мы считаем, что с появлением новых данных наша текущая оценка роста реального ВВП на 4кв17 в размере 2.0% больше не является актуальной, несмотря на вероятное оживление экономики в течение последних двух месяцев 2017 года (к примеру, влияние сельскохозяйственного производства значительно снизится). Таким образом, мы понижаем наш прогноз на следующий квартал до 1.5% и на год в целом до 2.0% с 2.2% ранее.

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

Киев провел реструктуризацию неурегулированного долга в размере 101 млн \$ без сокращения основной суммы. Согласно официальному решению городского совета, купонная ставка по бумагам будет установлена на уровне не выше 7.5% (по сравнению с изначальными 8.0%), а к основной части будут добавлены начисленные, но не выплаченные проценты. Предусмотрено четыре равных амортизационных платежа каждые полгода в период с июля 2021 по декабрь 2022.

Наш взгляд: Условия реструктуризации выглядят существенно лучше, чем предложенные в ходе первоначального перепрофилирования в 2015 (сокращение основной суммы на 25% и конвертация в суверенные бумаги с погашением в 2019 и 2020) и свидетельствуют о возможности долговых инвесторов оказывать давление на правительство страны. Исходя из этого, мы считаем, что вероятность получения компенсации держателями списанных еврооблигаций Приватбанка может быть выше, чем мы предполагали ранее.

Показатель EBITDA компании Кернел в 1кв18 увеличился на 11% г/г до 43 млн \$ (исключает доход от переоценки биологических активов). Выручка выросла на 40% до 536 млн \$, в то время как чистая прибыль сократилась на 64% до 23 млн \$. Наибольший вклад в рост показателя EBITDA внес сегмент производства масла наливом (+6 млн \$ г/г) на фоне повышения объемов продаж. Соотношение чистого долга к 12 месячной EBITDA увеличилось на 48% до 1.6. В ходе конференц-звонка для инвесторов менеджмент обнародовал прогнозное значение EBITDA на 2018 в размере 210-250 млн \$ и подтвердил намерение переработать 3.2 млн т подсолнечника в новом сезоне. В следующем году компания планирует вложить в капитальные инвестиции порядка 167 млн \$, из которых 127 млн \$ будут направлены на приобретения и реализацию новых проектов (дополнительные элеваторы, начало строительства маслоэкстракционного завода и перевалочного терминала, а также приобретение земли).

Наш взгляд: EBITDA Кернела за 1кв18 оказалась на 24% меньше нашей оценки в связи с неожиданно низким уровнем маржи производства масла (всего 43 \$/т в сравнении с прогнозными 60 \$/т) и более медленным возмещением средств от компании Каргилл за проданную ей ранее квоту в Тамани (мы ожидали одноразовую выплату вместо постепенно возрастающих платежей). Довольно пессимистичный прогноз менеджмента на следующий год, особенно касательно отдельных сегментов (к примеру, вклад сельскохозяйственного ожидается на уровне всего 85 млн \$, по сравнению с 141 млн \$ в 2017, несмотря на увеличение земельного банка на 53%) заставляет нас понизить прогноз EBITDA на 2018 на 20% до 230 млн \$ (исключая переоценку по IAS 41). Хотя доходы холдинга в следующие 12 месяцев, вероятно, достигнут самого низкого значения за последние 5 лет, мы считаем, что риск избыточной долговой нагрузки будет по-прежнему ограничен, учитывая специфику операционной модели (большая доля высоколиквидных запасов), а также временный характер явления (как минимум улучшение погодных условий и введение в эксплуатацию 200 тыс га новой земли должны послужить факторами роста в 2019). Относительно бумаг эмитента, мы оставляем рекомендацию на отметке «держать», учитывая, что основные показатели компании несколько ухудшились и то, что доходность облигаций все еще находится на уровне суверена.

Результаты Кернела МСФО за 1кв18, млн \$

	1кв18	1кв17	г/г	4кв17	кв/кв
Выручка	536	384	40%	511	5%
EBITDA	46	72	-37%	36	27%
Переоценка БА ¹	3	33	-92%	-22	nm
EBITDA скорр ²	43	39	11%	58	-26%
Масло	17	11	59%	17	-1%
Агро	14	14	1%	-29	nm
Зерно	2	4	-65%	2	-26%
Инфраструктура	17	18	-5%	12	36%
EBITDA скорр маржа	8%	10%	-2pp	11%	-3pp
Чистая прибыль	23	64	-64%	-16	nm
Маржа по прибыли	4%	17%	-12pp	-3%	nm
Чистый долг	506	326	55%	496	2%
Долг/EBITDA ³	1.6	1.0	48%	1.5	1%
Скорр долг/EBITDA ⁴	0.3	-0.2	nm	0.4	-23%
OCF ⁵	97	-16	nm	90	9%
Сарех ⁶	63	13	386%	157	-60%
FCF ⁷	35	-29	nm	-67	nm
Продажи зерна, млн т	0.8	1.2	-32%	1.0	-16%
Продажи масла, тыс т	393	167	135%	282	40%
Зерно EBITDA/т, \$	1.9	3.7	-49%	2.1	-12%
Масло EBITDA/т, \$	43	63	-32%	60	-29%

(1) Биологические активы

(2) EBITDA исключая переоценку биологических активов

(3) Соотношение чистого долга к 12 месячному показателю EBITDA

(4) Соотношение чистого долга, скорректированного на

легкорализуемые 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

EBITDA компании Метинвест в 3кв17 увеличилась на 45% г/г до 466 млн \$. Выручка выросла на 37% до 2.3 млрд \$.
Металлургический и горнодобывающий сегменты продемонстрировали противоположную динамику: EBITDA первого уменьшилась на 24% г/г, а второго поднялась на 109%.
Соотношение чистого долга к 12 месячной EBITDA существенно сократилось (на 67% г/г до 1.7).

Наш взгляд: EBITDA компании оказалась выше нашего прогноза на 18% на фоне неожиданно высоких показателей металлургического сегмента в сентябре (EBITDA на тонну составила 123 \$, по сравнению с 42 \$ в среднем за июль-август), что, по нашему мнению, связано с одноразовым изменением структуры продаж. Учитывая, что цены на сталь и железную руду выросли с момента нашего последнего обзора, мы все же пересматриваем прогнозное значение EBITDA за 4кв17 в сторону повышения до 340 млн \$. Таким образом, новая годовая оценка составляет 1.5 млрд \$ (по сравнению 1.4 млрд \$ ранее). Согласно нашим расчетам, соотношение чистого долга к 12 месячной EBITDA к концу декабря выйдет на уровень 1.6. Что касается 2018, мы не ожидаем существенных изменений в операционной модели холдинга, и, следовательно, в его доходах, если цены на сырье существенно не изменятся. В целом, мы оставляем рекомендацию по бумагам эмитента на отметке «покупать», учитывая высокие кредитные метрики компании, а также премию по доходности к суверенной кривой в размере 290 бп.

Результаты Метинвеста за 3кв17, млн \$

	3кв17	3кв16	г/г	2кв17	кв/кв
Выручка	2,309	1,688	37%	2,060	12%
EBITDA ¹	466	322	45%	376	24%
Рентабельность	20%	19%	1pp	18%	2pp
EBITDA ¹ от стали	147	194	-24%	88	67%
EBITDA ¹ от добычи	320	153	109%	266	20%
Продажи стали	1,629	1,237	32%	1,487	10%
Продажи стали, тыс т	3,114	2,897	7%	2,784	12%
Произ-во руды, тыс т	6,791	7,137	-5%	6,969	-3%
Цена на сталь ² , \$/т	523	427	23%	534	-2%
Цена на руду ³ , \$/т	78	56	40%	65	21%
Общий долг	2,909	2,907	0%	2,949	-1%
Чистый долг	2,616	2,668	-2%	2,691	-3%
Чистый долг/EBITDA	1.7	5.3	-67%	1.6	11%

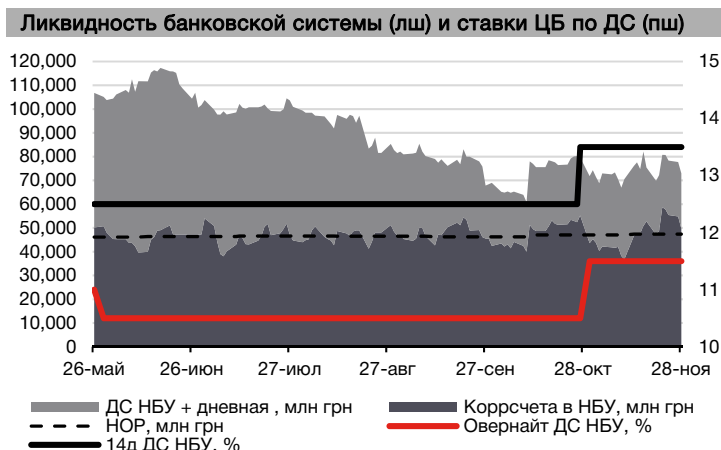
(1) Исключая доходы от совместных предприятий

(2) Средневзвешенная цена полуфабрикатов и готовой продукции

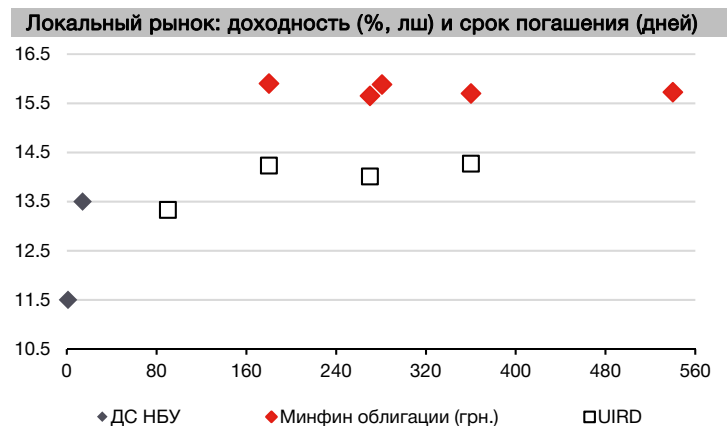
(3) Средневзвешенная цена концентрата и окатышей в пересчете на концентрат

Источник: данные компании, оценки Adamant Capital

Приложение



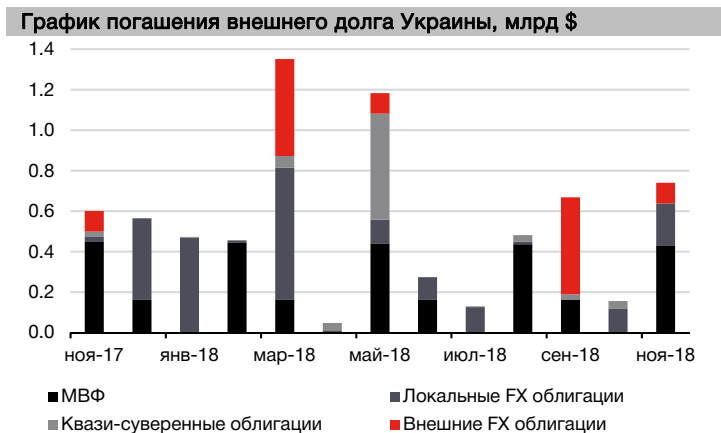
Источник: НБУ, Adamant Capital



Источник: НБУ, Bloomberg, Adamant Capital

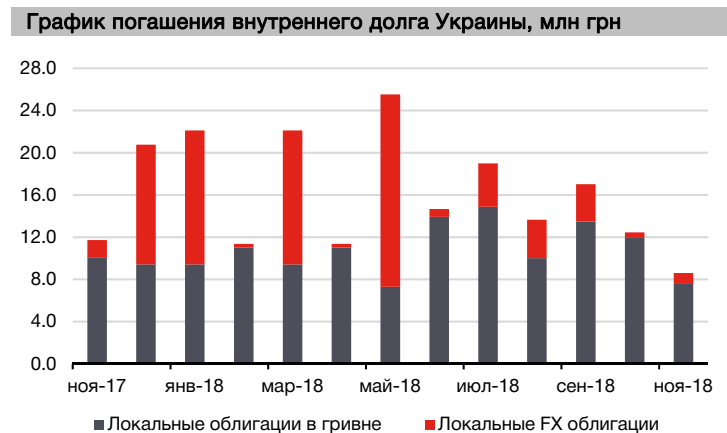
Ликвидность локального рынка (сумма коррсчетов в НБУ, депозитных сертификатов и других внутридневных изменений) увеличилась на 0.75 млрд грн до 72.89 млрд грн за неделю. Министерство финансов 28 ноября разместило облигации в дол. США на 575.1 млн \$ с погашением в апреле и мае 2019 и доходностью 3.85 %.

Межбанковский курс грн/\$ на этой неделе девальвировал на 1.4%, открывшись на отметке 26.49 и закрывшись к концу на уровне 26.87.



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

Источник: Bloomberg, Adamant Capital



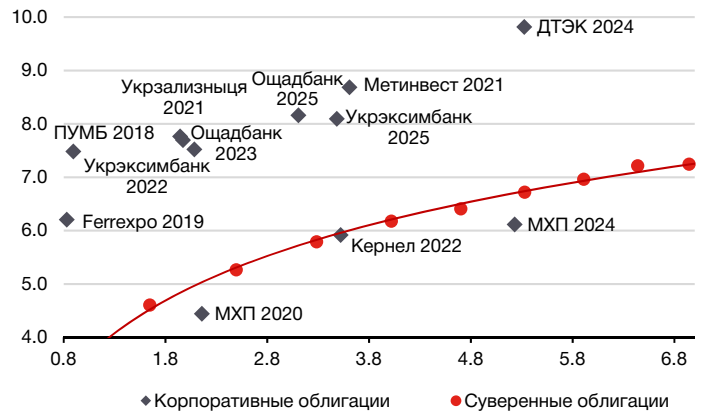
По курсу грн/\$ на уровне 26.48; EUR/\$ курс на уровне 1.17

Источник: Минфин

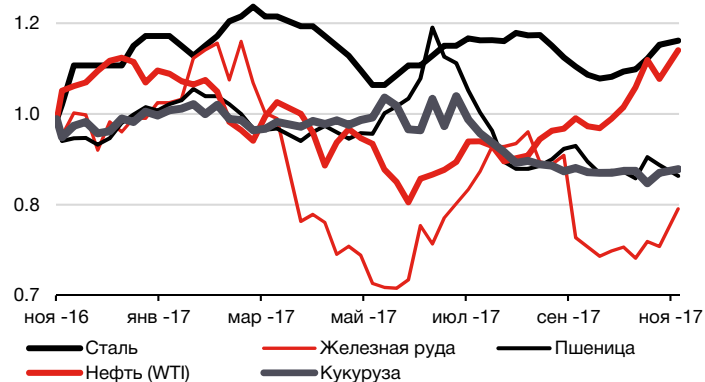
Курс валюты (пш) и объем межбанковских торгов (лш)



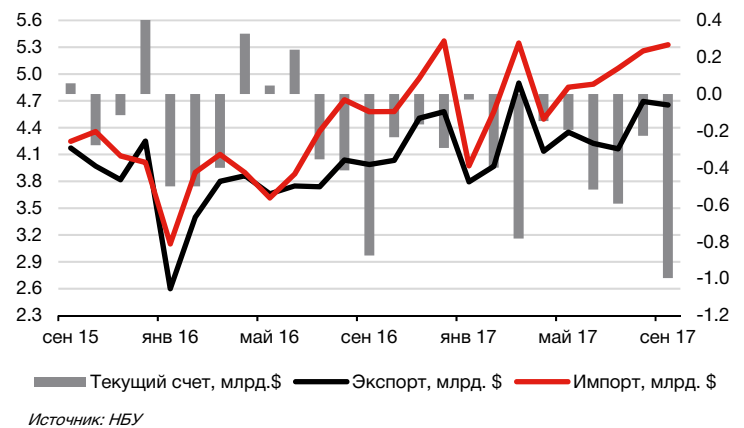
Еврооблигации: доходность (% лш) и дюрация (г, пш)



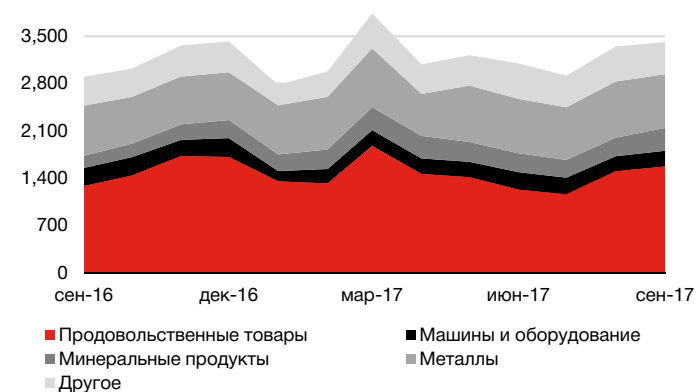
Мировые индексы цен на сырье



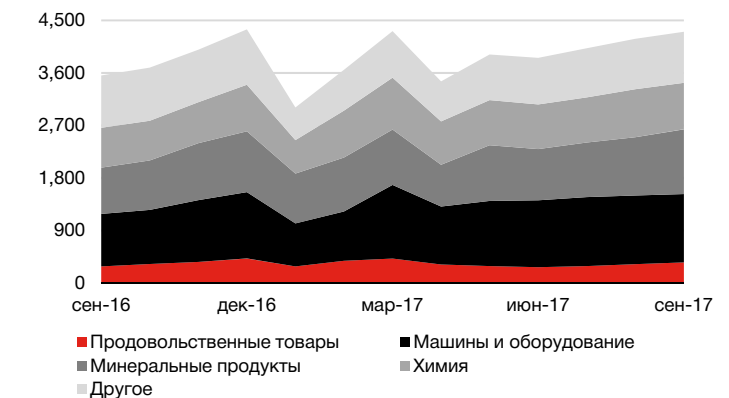
Внешняя торговля (лш) и баланс текущих операций (пш)



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%	2.0%
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	4.6	105.2	0.1	1.6	661
Украина 2023	Держать	1-дек-16	7.8	сен-23	6.4	106.4	0.4	4.7	1,355
Украина 2027	Держать	1-дек-16	7.8	сен-27	7.2	103.5	0.7	6.9	1,307
Украина 2032	Держать	1-дек-16	7.4	сен-32	7.5	98.5	0.9	8.8	3,000
МХП 2020	Держать	21-ноя-17	8.3	апр-20	4.4	108.4	0.2	2.2	505
МХП 2024	Держать	21-ноя-17	7.8	май-24	6.1	108.6	0.3	5.2	500
ДТЭК 2024	Покупать	5-сен-17	10.8	дек-24	9.8	105.9	2.0	5.3	1,309
Феррэкспо 2019	Покупать	21-ноя-17	10.4	апр-19	6.2	105.3	0.0	0.8	161
Метинвест 2021	Покупать	28-ноя-17	9.4	дек-21	8.7	105.6	1.7	3.6	1,187
Укрлендфарминг 2018	Продавать	17-июн-17	10.9	мар-18	989.5	23.9	-0.1	nm	543
Авангард 2018	Продавать	31-окт-17	10.0	окт-18	295.0	22.1	0.1	0.9	214
ПУМБ 2018	Покупать	7-ноя-17	11.0	дек-18	7.5	103.6	0.3	0.9	103
ПриватБанк 2018 (10.250)	Продавать	21-ноя-17	10.3	янв-18	1751.7	27.9	2.0	0.1	200
ПриватБанк 2018 (10.875)	Продавать	21-ноя-17	10.9	фев-21	944.7	30.2	0.3	0.2	175
Ощадбанк 2023	Покупать	7-ноя-17	9.4	мар-23	7.7	107.1	0.2	2.0	700
Ощадбанк 2025	Покупать	7-ноя-17	9.6	мар-25	8.2	107.9	0.1	3.1	500
Укрэксимбанк 2022	Покупать	7-ноя-17	9.6	апр-22	7.5	107.8	0.2	2.1	750
Укрэксимбанк 2025	Покупать	7-ноя-17	9.8	янв-25	8.1	108.8	0.1	3.5	600
Укрзализныця 2021	Покупать	24-окт-17	9.9	сен-21	7.8	106.8	0.8	1.9	500
Мрия 2018	Продавать	14-ноя-17	9.5	апр-18	4450.0	5.5	0.0	0.4	400
Кернел 2022	Держать	28-ноя-17	8.8	янв-22	5.9	110.3	0.1	3.5	500

Источник: Bloomberg, Adamant Capital

Календарь событий на 2 недели		
Событие	Тип даты	Дата
НБУ - статистика по платежному балансу	Индикативная	30 ноя
Авангард - финансовые результаты за 3кв и 9мес 2017	Индикативная	30 ноя
НБУ - статистика по международным резервам	Индикативная	7 дек
Метинвест – финансовые результаты за 9мес 2017	Индикативная	8 дек
ГССУ - статистика по инфляции	Точная	8 дек

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.