

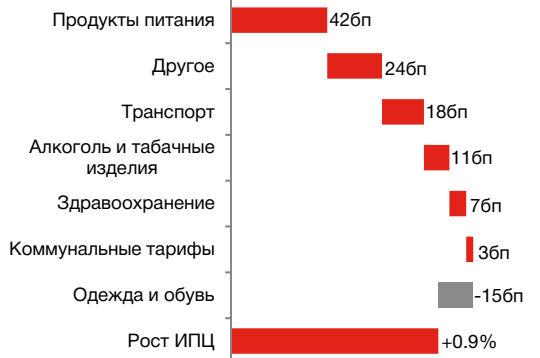
Еженедельный обзор

- В феврале потребительская инфляция составила 0.9% м/м и 14.0% г/г
- МХП объявила о новом размещении еврооблигаций и начале тендера для бумаг с погашением в 2020
- Финансовые результаты МХП за 4кв17 совпали с ожиданиями
- Компания Метинвест заявила о намерении направить 6.5 млн \$ на раннюю выплату процентов по еврооблигациям

В феврале потребительская инфляция составила 0.9% м/м и 14.0% г/г. Индекс вырос, как и ранее, в связи с повышением цен на еду (+42 бп в общем росте ИПЦ м/м, главным образом, вследствие подорожания фруктов и хлеба) и транспортные услуги (цены на топливо поднялись на 2.2% м/м). Базовая инфляция достигла 0.6% м/м. В своем комментарии НБУ отметил, что, считает текущую монетарную политику достаточно жесткой несмотря на превышение прогнозного роста цен фактическим.

Наш взгляд: Инфляция м/м соответствовала нашим ожиданиям, продемонстрировав сокращение вкладов основных драйверов в рост стоимости потребительской корзины (влияние категорий еды и транспорта было в два раза меньше, чем в январе). Мы по-прежнему ожидаем ускорения ИПЦ в марте на фоне сезонного удорожания одежды и в апреле в связи с повышением тарифов на газ (требование МВФ) с последующим замедлением в мае. Прогнозный уровень инфляции на конец года составляет 10.1% г/г.

Вклад отдельных категорий в рост ИПЦ, м/м

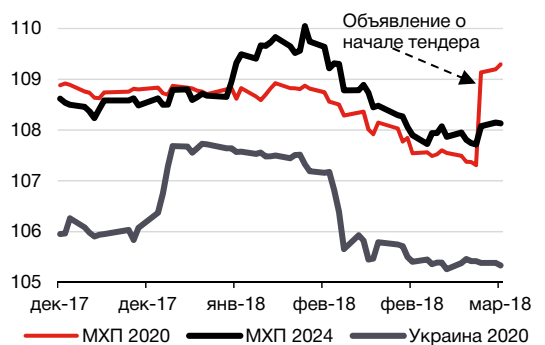


Источник: ГССУ, Adamant Capital

МХП объявила о новом размещении еврооблигаций и начале тендера для бумаг с погашением в 2020. Согласно соответствующим пресс-релизам, компания начала назначать встречи с инвесторами 9 марта. Условия проведения выкупа предполагают выполнение положений о финансировании и минимальном объеме участия (минимум 50% от текущей суммы), но могут быть отменены по усмотрению МХП. На раннем и окончательном сроке приема заявок холдинг предлагает заплатить за бумаги 109.5% и 106.5% от номинала, соответственно (дедлайны установлены 21 марта и 6 апреля).

Наш взгляд: Комбинированное предложение, по сути, является рефинансированием, призванным отсрочить погашение обязательств компании на более поздние периоды. Данное решение, по нашему мнению, является весьма уместным для МХП, учитывая относительно низкую кредитную нагрузку (соотношение чистого долга к 12 месячной EBITDA на конец 2018 года ожидается на уровне 2.1) и объемную программу капитальных инвестиций в среднесрочной перспективе (строительство второй очереди Винницкого птицекомплекса, расширение банка земли для поддержания вертикальной интеграции, сделки M&A в Европе). Мы считаем, что предложенные условия выкупа выглядят довольно привлекательно для инвесторов (почти на 200 бп выше рыночной цены ask от 8 марта), а для эмитента могут быть частично компенсированы более низкой ставкой купона по новым бумагам (которая, по нашему мнению, может опуститься до 5%). В этом свете вероятность успешного проведения обеих транзакций кажется нам довольно высокой, и мы рекомендуем текущим держателям принять участие в тендере (109.5% от номинала эквивалентно доходности 3.7%).

Цена бумаг МХП и Украины, % от номинала



Примечание: цена bid
Источник: Bloomberg

Финансовые результаты МХП за 4кв17 совпали с ожиданиями.

EBITDA (исключая эффект от переоценки по IAS 41) сократилась на 6% г/г до 111 млн \$ (годовой показатель увеличился на 16% до 438 млн \$), а маржа снизилась на 3 пп до 35%. Выручка выросла на 2% до 318 млн \$. Чистая прибыль от продолжающейся деятельности уменьшилась до -27 млн \$ в основном на фоне потерь от курсовых разниц, которые составили 61 млн \$ (результат девальвации гривны в конце года). Операционный денежный поток сократился на 62% до 42 млн \$ (в связи с увеличением вложений в рабочий капитал), что привело к понижению свободного денежного потока на 88% до 9 млн \$ (уровень капитальных инвестиций в обоих периодах был практически одинаковым). Соотношение чистого долга к 12 месячной EBITDA (исключая переоценку по IAS 41) упало на 12% до 2.4. В ходе конференц-звонка менеджмент заявил о планируемом росте объемов производства мяса на 40 тыс т г/г в 2018 в связи с постепенным введением в эксплуатацию второй очереди Винницкого птицекомплекса. Согласно озвученным ожиданиям, средняя маржа на килограмм превысит 0.6 \$, а объем урожая зернового сегмента покажет прирост к прошлогоднему уровню (судя по текущему состоянию посевов).

Наш взгляд: Квартальный и годовой показатели EBITDA практически полностью соответствовали нашим ожиданиям (отклонились всего на 6% и 2%, соответственно). Учитывая, что цены на мясо остаются высокими (согласно нашим оценкам рост в 1кв18 составит как минимум 20%), мы считаем реалистичной озвученную руководством прогнозную маржу на килограмм в размере 0.6 \$ (даже предполагая отсутствие субсидий). Таким образом, если EBITDA на гектар зернового дивизиона (исключая IAS 41) достигнет хотя бы 280 \$ (против 301 \$ в 2017), консолидированная EBITDA холдинга, согласно нашим расчетам, вырастет на 10% г/г до 480 млн \$. При условии, что расходы на капитальные инвестиции, рабочий капитал, дивиденды и процентные выплаты составят 250 млн \$, 40 млн \$, 80 млн \$ и 110 млн \$, соответственно, соотношение чистого долга к 12 месячной EBITDA к концу 2018го сократится до 2.1 (без учета M&A, хотя компания активно ищет возможные варианты в ЕС). Принимая во внимание дисконт по доходности еврооблигаций МХП к суверенной кривой в размере 120 бп, мы оставляем рекомендацию по бумагам эмитента на отметке «держать» ввиду ограниченного потенциала для роста цены.

Компания Метинвест заявила о намерении направить 6.5 млн \$ на раннюю выплату процентов по еврооблигациям. Данная операция разрешена условием 6(b) долгового соглашения. Расчет назначен на 18 марта и полностью покрывает купон PIYC, начисленный с 18 февраля.

Наш взгляд: Учитывая, что вышеуказанные средства, в любом случае, были бы выплачены (или капитализированы) 18 мая, данное действие несет, скорее, номинальный характер. Попытка Метинвеста расположить к себе инвесторов понятна, принимая во внимание текущий переговорный процесс о рефинансировании еврооблигаций холдинга.

Результаты МХП за 4кв17 по МСФО, млн \$

	4кв17	4кв16	г/г	3кв17	кв/кв
Выручка	318	313	2%	371	-14%
EBITDA	87	71	22%	105	-17%
Переоценка БА ¹	-24	-46	нс	-24	нс
EBITDA скорр. ²	111	118	-6%	129	-14%
Птица	84	54	55%	98	-15%
Зерно	35	69	-49%	28	23%
EBITDA скорр. маржа	35%	38%	-3pps	35%	0pps
Курсовые разницы	-61	-55	нс	-17	нс
Чистая прибыль	-27	-33	нс	47	-157%
Маржа по прибыли	-9%	-10%	нс	13%	-167%
Чистый долг	1,031	1,004	3%	1,004	3%
Долг/EBITDA ³	2.5	2.4	2%	2.3	10%
Долг/скорр. EBITDA ²	2.4	2.7	-12%	2.3	4%
OCF ⁴	42	111	-62%	158	-73%
Capex ⁵	33	33	-1%	48	-32%
FCF ⁶	9	78	-88%	109	-92%
Выпуск птицы, тыс т	142	148	-5%	137	3%
Продажи птицы, тыс т	114	131	-13%	135	-16%
Цена птицы, грн/кг	40.7	30.4	34%	37.9	7%
Цена птицы, \$/кг	1.51	1.17	29%	1.46	3%
Земельный банк, тыс га	356	355	0%	356	0%
EBITDA от птицы ⁷ /кг, \$	0.74	0.41	78%	0.73	1%
EBITDA/га ⁸ , \$	301	332	-9%	396	-24%

(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

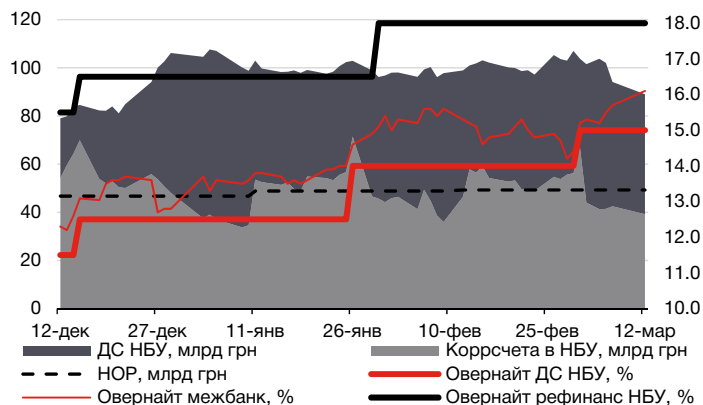
Цена бумаг Метинвеста 2021, % от номинала

Примечание: цена bid

Источник: данные компании, Adamant Capital

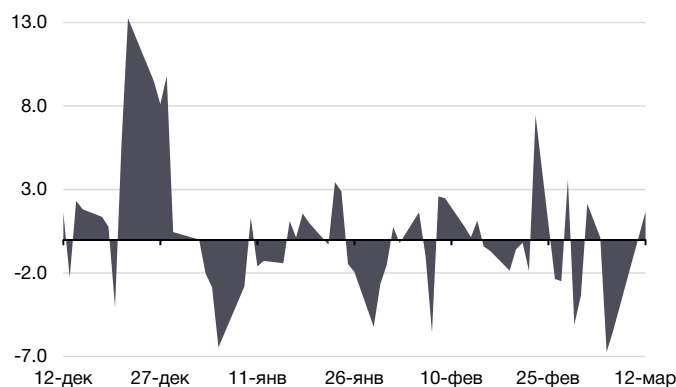
Приложение

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



Источник: НБУ, Adamant Capital

Приток от Госказначейства и ФГВФЛ в систему¹, млрд грн



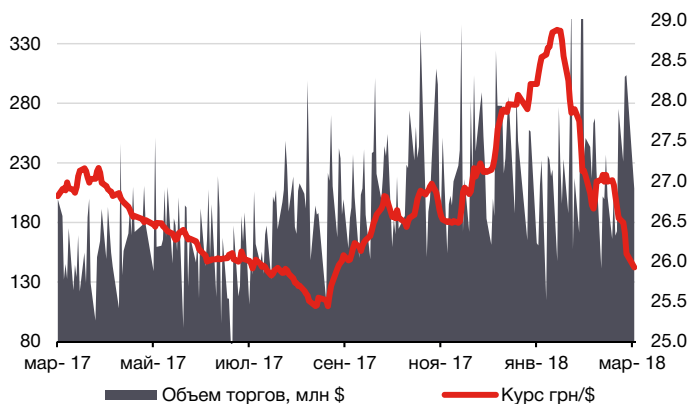
(1) Банковская система

Источник: НБУ

Ликвидность локального рынка (сумма коррсчетов в НБУ и депозитных сертификатов) сократилась на 14.74 млрд грн до 89.00 млрд грн за неделю. Министерство финансов 13 марта разместило облигации в гривне с погашением в июне, сентябре и ноябре 2018 года с доходностью 17.50%, 17.00% и 17.00%, соответственно, а также с погашением в марте 2019 и январе 2020 с доходностью 17.00% и 16.10%, соответственно. В результате, было привлечено 1.08 млрд грн.

Межбанковский курс грн/\$ на этой неделе укрепился на 1.6%, открывшись на отметке 26.35 и закрывшись к концу на уровне 25.92.

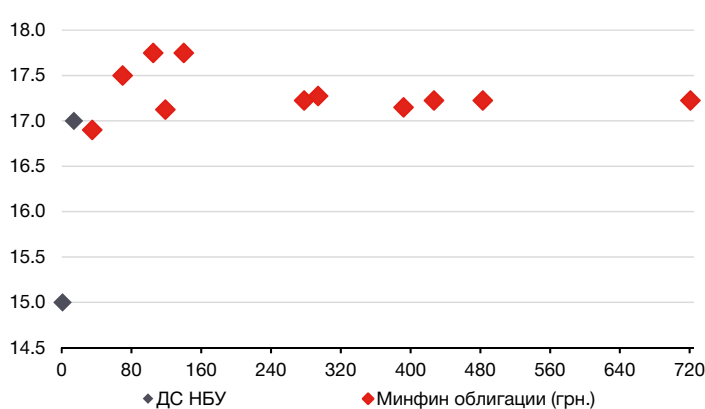
Курс валюты (пш) и объем межбанковских торгов (лш)



На основе официальных данных межбанковского рынка

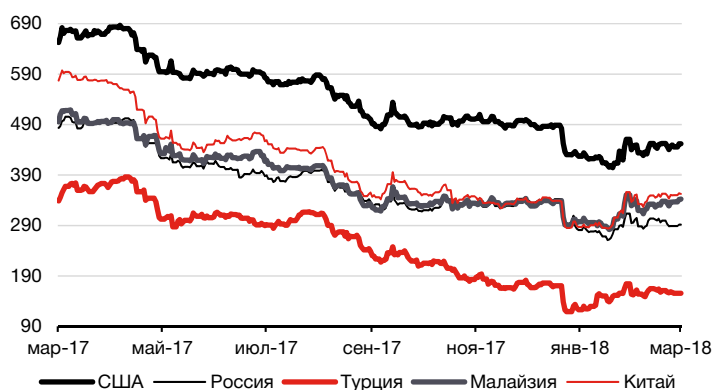
Источник: НБУ

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



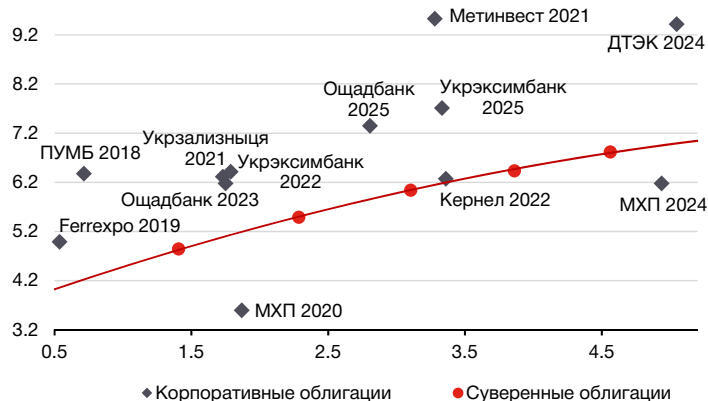
Источник: НБУ, Bloomberg, Adamant Capital

Премия 10 летней доходности Украины к другим странам, бп



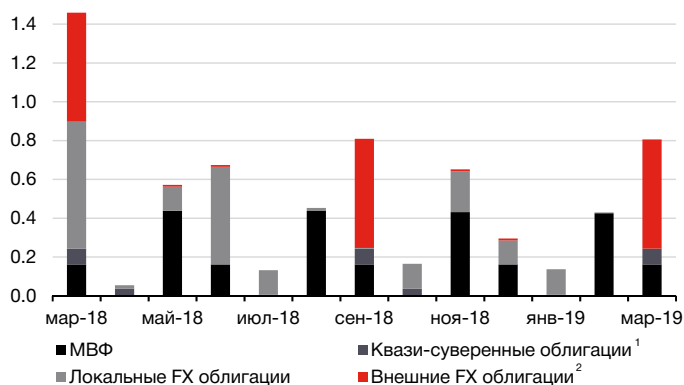
Источник: Bloomberg, Adamant Capital

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



Источник: Bloomberg, Adamant Capital

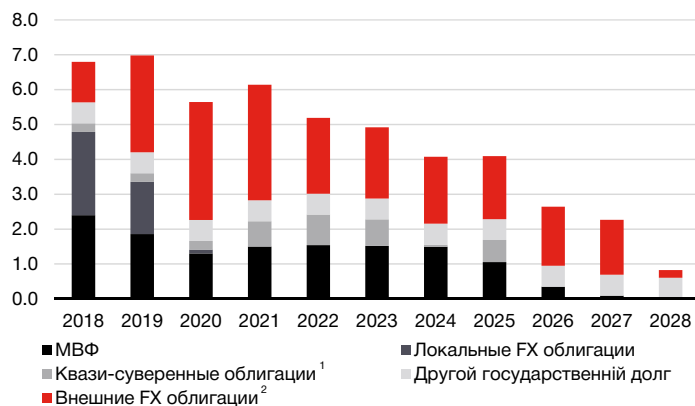
График погашения внешнего долга Украины на 12м, млрд \$



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

Источник: Bloomberg, Adamant Capital

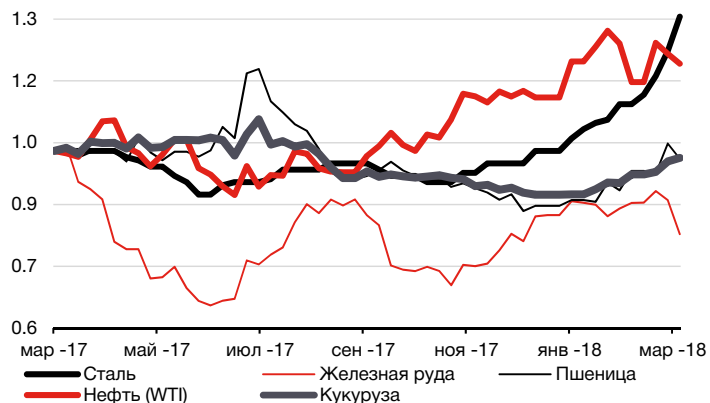
График погашения внешнего долга Украины на 2018-28, млрд \$



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

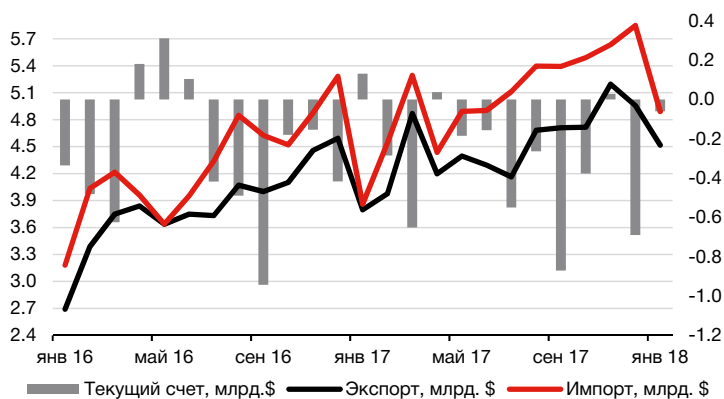
Источник: Bloomberg, Adamant Capital

Мировые индексы цен на сырье



Источник: Bloomberg, Adamant Capital

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



Источник: НБУ

Основные макроэкономические показатели								
	4кв16	2016	1кв17	2кв17	3кв17	4кв17П	2017П	2018П
Рост реального ВВП, г/г %	4.8%	2.2%	2.5%	2.3%	2.1%	1.8%	2.2%	3.1%
Номинальный ВВП, млрд грн	723	2 383	584	657	821	873	2 935	3 389
Номинальный ВВП, млрд \$	28	93	22	25	32	32	110	123
Рост дефлятора ВВП, г/г % ¹	17.2%	17.2%	25.1%	20.0%	20.2%	19.1%	20.5%	12.0%
ИПЦ (средний за период),г/г %	12.3%	14.9%	14.0%	13.8%	16.1%	14.0%	14.5%	12.2%
ИПЦ (на конец периода),г/г %	12.4%	12.4%	15.1%	15.6%	16.4%	13.7%	13.7%	10.1%
Дефицит бюджета, % ВВП ^{1,2,6}	3.2%	2.3%	-0.7%	-7.3%	1.3%	9.6%	1.4%	3.0%
Широкий дефицит бюджета, % ВВП ³	21.4%	8.6%	3.8%	-7.3%	4.0%	12.1%	3.8%	3.0%
Государственный долг, % ВВП	80.8%	80.8%	77.7%	74.3%	73.4%	73.0%	73.0%	66.4%
Внешний государственный долг, % ВВП ⁴	49.0%	49.0%	47.1%	47.7%	46.9%	44.4%	44.4%	40.7%
Общий внешний долг, млрд \$	114	114	114	115	117	116	116	117
Экспорт товаров и услуг, млрд \$	13.2	46.0	12.6	12.9	13.6	14.9	60.8	58.2
Импорт товаров и услуг, млрд \$	14.7	51.5	13.7	14.2	15.9	17.0	54.0	65.4
Сальдо торгового баланса, млрд \$	-1.5	-5.5	-1.1	-1.3	-2.3	-2.1	6.8	-7.2
Текущий счет, млрд \$	-0.8	-3.5	-0.8	-0.3	-1.7	-1.0	-3.8	-4.2
Финансовый счет, млрд \$ ⁵	-1.1	-4.7	-0.2	-1.9	-2.5	-1.7	-6.4	-4.9
Резервы НБУ, млрд \$	15.5	15.5	15.1	18.0	18.6	18.8	18.8	20.8
Средний курс на межбанке, грн/\$ ⁷	25.9	25.6	27.1	26.0	25.9	26.9	26.6	27.5
Курс на межбанке (на конец периода), грн/\$	27.2	27.2	27.0	26.0	26.6	28.1	28.1	28.0
Учетная ставка НБУ (на конец периода), %	14.0%	14.0%	14.0%	12.5%	12.5%	14.5%	14.5%	17.0%

(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	104.0	-0.1	1.4	661
Украина 2023	Держать	1-дек-16	7.8	сен-23	6.8	104.2	-0.7	4.6	1,355
Украина 2027	Держать	1-дек-16	7.8	сен-27	7.4	102.2	-0.9	6.9	1,307
Украина 2032	Держать	1-дек-16	7.4	сен-32	7.8	96.3	-1.0	8.5	3,000
МХП 2020	Держать	13-мар-18	8.3	апр-20	3.6	109.1	1.9	1.9	496
МХП 2024	Держать	13-мар-18	7.8	май-24	6.2	107.9	0.3	4.9	500
ДТЭК 2024	Покупать	28-фев-18	10.8	дек-24	9.4	106.9	-0.1	5.0	1,309
Феррэкспо 2019	Покупать	21-ноя-17	10.4	апр-19	5.0	102.9	-0.2	0.5	346
Метинвест 2021	Покупать	6-мар-18	10.9	дек-21	9.5	103.3	0.0	3.3	1,187
Укрлендфарминг 2018	Продавать	17-июн-17	10.9	мар-18	нс	20.0	0.0	нд	543
Авангард 2018	Продавать	5-дек-17	10.0	окт-18	нс	19.0	0.0	0.6	214
ПУМБ 2018	Покупать	7-ноя-17	11.0	дек-18	6.4	103.4	0.1	0.7	103
ПриватБанк в дефолте (10.250)	Продавать	21-ноя-17	10.3	янв-18	нс	20.8	-1.3	2.5	200
ПриватБанк в дефолте (10.875)	Продавать	21-ноя-17	10.9	фев-21	нс	28.3	0.0	3.1	175
Ощадбанк 2023	Покупать	7-ноя-17	9.4	мар-23	6.2	105.5	-0.3	1.8	700
Ощадбанк 2025	Покупать	7-ноя-17	9.6	мар-25	7.4	106.5	-0.8	2.8	500
Укрэксимбанк 2022	Покупать	7-ноя-17	9.6	апр-22	6.4	105.8	-0.2	1.8	750
Укрэксимбанк 2025	Покупать	7-ноя-17	9.8	янв-25	7.7	106.7	-1.3	3.3	600
Укрэлизныця 2021	Покупать	20-фев-18	9.9	сен-21	6.3	106.1	-0.3	1.7	500
Мрия 2018	Продавать	14-ноя-17	9.5	апр-18	нс	5.7	0.0	0.1	400
Кернел 2022	Покупать	6-мар-18	8.8	янв-22	6.3	108.4	0.0	3.4	500

Источник: Bloomberg, Adamant Capital

Календарь событий на 2 недели		
Событие	Тип даты	Дата
ГССУ - статистика по сельхозпроизводству	Точная	14 мар
ГССУ - статистика по товарообороту	Точная	20 мар
ГССУ - статистика по транспорту	Точная	20 мар
Fetexpro - предварительные результаты за 2017	Точная	21 мар
ГССУ - ВВП за 2017	Точная	21 мар
ГССУ - статистика промышленности	Точная	22 мар

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 | fkf@adamant-capital.com

Людмила Дунаева | ldu@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.