

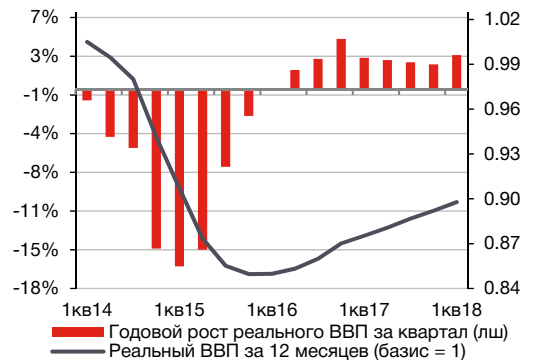
Еженедельный обзор

- Реальный ВВП Украины в 1кв18 вырос на 3.1% г/г
- Украина упростила доступ для нерезидентов на локальный рынок ценных бумаг
- Финансовые результаты МХП за 1кв18: себестоимость производства мяса несколько выше ожиданий

Реальный ВВП Украины в 1кв18 вырос на 3.1% г/г, согласно предварительным данным ГССУ.

Наш взгляд: Итоговая цифра оказалась значительно выше наших ожиданий, медианного консенсуса Bloomberg, а также прогноза НБУ (2.5%, 2.4% и 2.3%, соответственно), и вызывает некоторое удивление на фоне роста выхода основных секторов экономики на 2.6% (рассчитывается нашим COI индексом). С учетом новых данных, 12 месячный индекс ВВП увеличился на 2.6% г/г, но по-прежнему остается на 11% ниже уровня докризисного 2013 года (исключая эффект от потери контроля над Крымом и зоной конфликта).

Квартальный рост реального ВВП с 1кв14



Источник: ГССУ, Adamant Capital

Украина упростила доступ для нерезидентов на локальный рынок ценных бумаг. Парламент 15 мая принял закон о внедрении института номинального держателя, который позволит зарубежным инвестиционным посредникам (трастам, публичным пенсионным фондам) открывать счета в Украине для своих клиентов. Согласно подсчетам Национальной комиссии по ценным бумагам и фондовому рынку, данное изменение позволит дополнительно привлечь порядка 4 млрд \$ инвестиций в течение первого года после имплементации.

Наш взгляд: По сути, после вступления в силу новый закон позволит нерезидентам, которые уже имеют счета в ценных бумагах в зарубежных банках, инвестировать в украинские акции и облигации без необходимости прохождения ряда бюрократических процедур, ранее занимающих до трех месяцев. Учитывая наличие интереса к гривневым инструментам (о чем свидетельствуют успешные размещения Ситибанком кредитных нот под локальные ОВГЗ, а также новый выпуск Укрэксимбанка), мы считаем, что дополнительный приток инвестиций вполне возможен. С точки зрения макроэкономики, данное изменение поможет увеличить валютные резервы НБУ и снизить сезонность обменного курса.

Доля ОВГЗ, приобретенных нерезидентами



Примечание: исключают ОВГЗ, приобретенные НБУ
Источник: НБУ

Финансовые результаты МХП за 1кв18: себестоимость

производства мяса несколько выше ожиданий. EBITDA (исключая эффект от переоценки по IAS 41) увеличилась на 16% г/г до 97 млн \$, а маржа прибавила 2 пп, достигнув 32%. Выручка выросла на 10% до 306 млн \$. Чистая прибыль от продолжающейся деятельности дошла до отметки 90 млн \$ на фоне положительной курсовой разницы (в результате укрепления гривны на конец периода). Операционный денежный поток сократился на 7% до 54 млн \$ (в связи с ростом вложений в рабочий капитал), что привело к понижению свободного денежного потока на 93% до 3 млн \$ (уровень капитальных инвестиций утратился). Соотношение чистого долга к 12 месячной EBITDA (исключая переоценку по IAS41) упало на 12% до 2.3. В ходе конференц-звонка менеджмент заявил о планируемом увеличении объемов производства мяса на 35 тыс т г/г в 2018 в связи с введением в эксплуатацию второй очереди Винницкого птицекомплекса. Согласно озвученным ожиданиям компании, консолидированный годовой показатель EBITDA достигнет 470-480 млн \$ (+2-5% г/г, включая эффект от переоценки по IAS 41), а объем урожая зернового сегмента покажет прирост к прошлогоднему уровню (судя по текущему состоянию посевов).

Наш взгляд: Опубликованное значение скорректированной EBITDA отклонилось от нашего прогноза примерно на 10% на фоне большей, чем ожидалось, себестоимости производства мяса. В отличие от обычной тенденции снижения (затраты в этом сегменте как правило демонстрируют сезонный спад кв/кв в связи с выплатой бонусов сотрудникам), этот индикатор остался практически на уровне 4кв17. Поскольку сокращение от текущей отметки маловероятно (менеджмент ожидает прирост на 3-4%), мы понижаем нашу годовую оценку EBITDA до 460 млн \$ с 480 млн \$ ранее. В целом же, общее состоянии компании существенных изменений не понесло. Согласно нашим прогнозам доходы холдинга должны остаться примерно на уровне прошлого года, большинство капитальных затрат будет понесено на продолжение строительства второй очереди Винницкого комплекса, а поиск возможных вариантов M&A продолжится. При условии, что расходы на капитальные инвестиции, рабочий капитал, дивиденды и процентные выплаты составят 260 млн \$, 70 млн \$, 80 млн \$ и 110 млн \$, соответственно, соотношение чистого долга к 12 месячной EBITDA к концу 2018 сократится до 2.4, что значительно ниже уровня, закрепленного ковенантами еврооблигаций. Нашу рекомендацию по бумагам эмитента мы оставляем на отметке «держать», принимая во внимание текущий дисконт по доходности к суверенной кривой, равный 50-100 бп.

Результаты МХП за 1кв18 по МСФО, млн \$

	1кв18	1кв17	г/г	4кв17	кв/кв
Выручка	306	279	10%	318	-4%
EBITDA	91	93	-2%	87	5%
Переоценка БА ¹	-5	10	нс	-24	нс
EBITDA скорр. ²	97	83	16%	111	-13%
Птица	75	63	19%	84	-11%
Зерно	17	20	-12%	35	-50%
EBITDA скорр. маржа	32%	30%	2пп	35%	-3пп
Курсовые разницы	55	7	нс	-61	нс
Чистая прибыль	90	57	58%	-27	нс
Маржа по прибыли	29%	20%	9пп	-9%	нс
Чистый долг	1,058	1,063	0%	1,031	3%
Долг/EBITDA ³	2.3	2.5	-9%	2.2	3%
Долг/скорр. EBITDA ²	2.3	2.7	-12%	2.4	0%
OCF ⁴	54	58	-7%	42	30%
Сарех ⁵	51	17	206%	33	57%
FCF ⁶	3	42	-93%	9	-68%
Выпуск птицы, тыс т	152	142	7%	142	8%
Продажи птицы, тыс т	135	124	9%	114	19%
Цена птицы, грн/кг	38.8	31.5	23%	40.7	-5%
Цена птицы, \$/кг	1.42	1.16	22%	1.51	-6%
Земельный банк, тыс га	363	356	2%	356	2%
EBITDA от птицы ⁷ /кг, \$	0.55	0.50	9%	0.74	-25%
EBITDA/га ⁸ , \$	289	369	-22%	301	-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

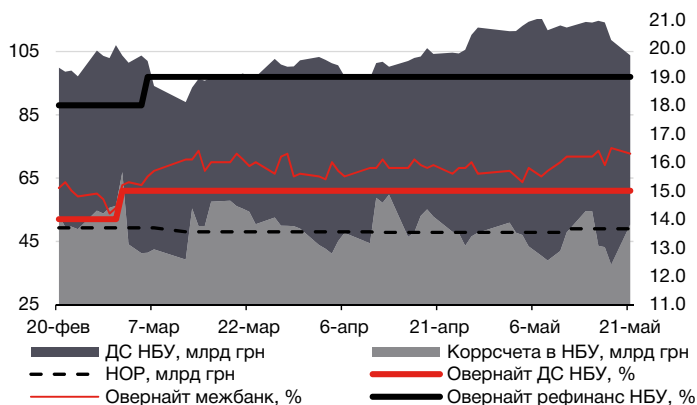
(7) EBITDA на кг продаж третьим лицам

(8) EBITDA растениеводческого сегмента (исключая переоценку по IAS 41) на гектар соответствующего урожая

Источник: данные компании, Adamant Capital

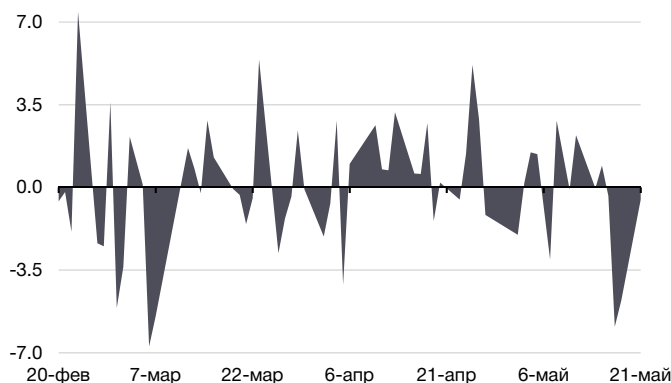
Приложение

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



Источник: НБУ, Adamant Capital

Приток от Госказначейства и ФГВФЛ в систему¹, млрд грн



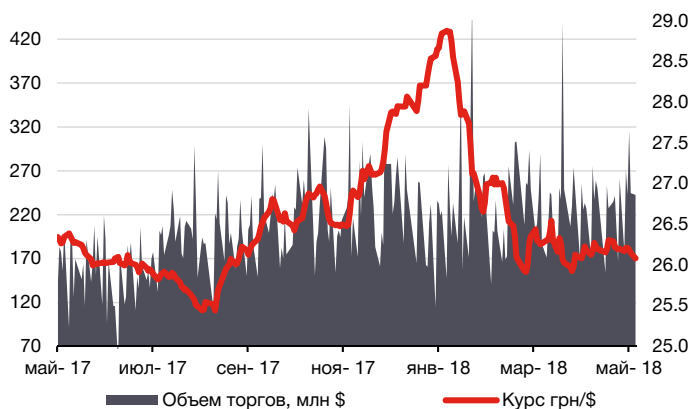
(1) Банковская система

Источник: НБУ

Ликвидность локального рынка (сумма коррсчетов в НБУ и депозитных сертификатов) уменьшилась на 10.6 млрд грн до 103.8 млрд грн за неделю. Министерство финансов 22 мая разместило облигации в гривне с погашением в августе 2018 и январе 2021 с доходностью 17.44% и 16.10%, соответственно. Привлечения также совершались посредством валютных ОВГЗ с погашениями в мае 2020, феврале 2020, и октябре 2019 (доходности составили 5.65%, 5.60%, и 5.40%, соответственно). Общие заимствования равнялись 165 млн грн и 272 млн \$.

Межбанковский курс грн/\$ на этой неделе укрепился на 0.5%, открывшись на отметке 26.21 и закрывшись к концу на уровне 26.08.

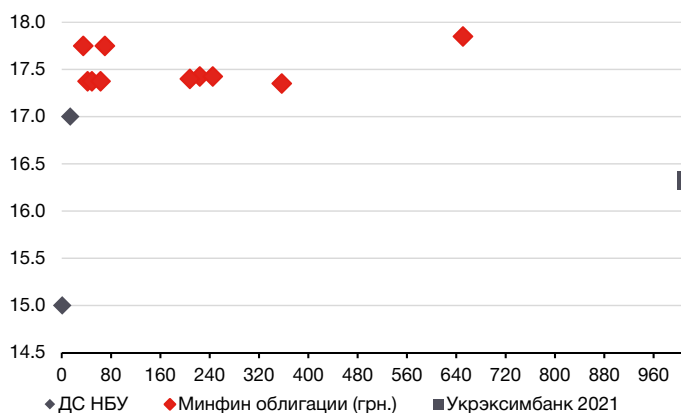
Курс валюты (пш) и объем межбанковских торгов (лш)



На основе официальных данных межбанковского рынка

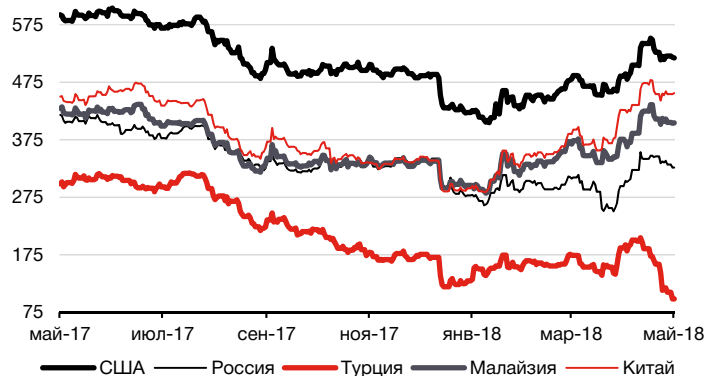
Источник: НБУ

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



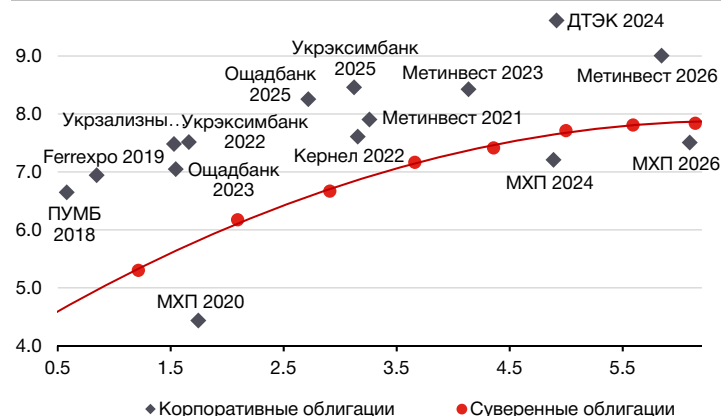
Источник: НБУ, Bloomberg, Adamant Capital

Премия 10 летней доходности Украины к другим странам, бп



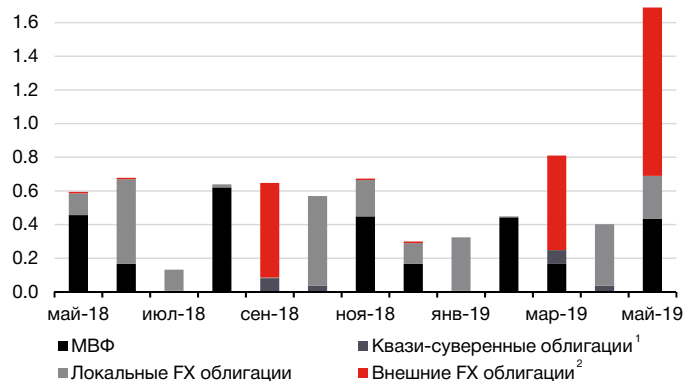
Источник: Bloomberg, Adamant Capital

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



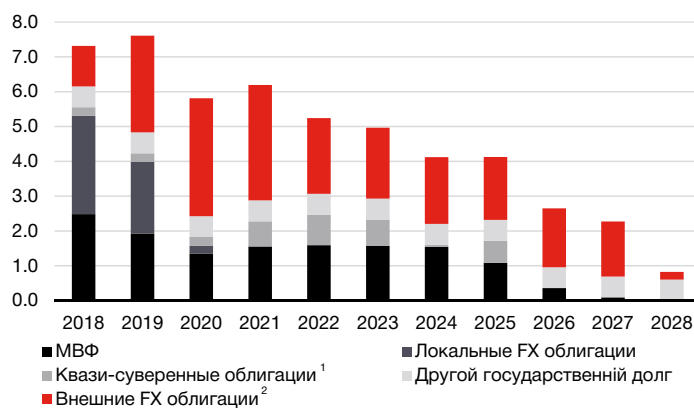
Источник: Bloomberg, Adamant Capital

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



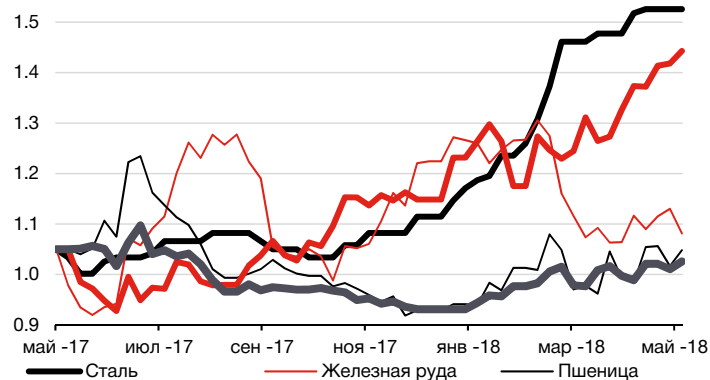
Процентные платежи включены в каждую категорию
 (1) Долг государственных банков, Укрзалізниця и муниципалитетов
 (2) Включают кредитные гарантии США
 Источник: Bloomberg, Adamant Capital

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



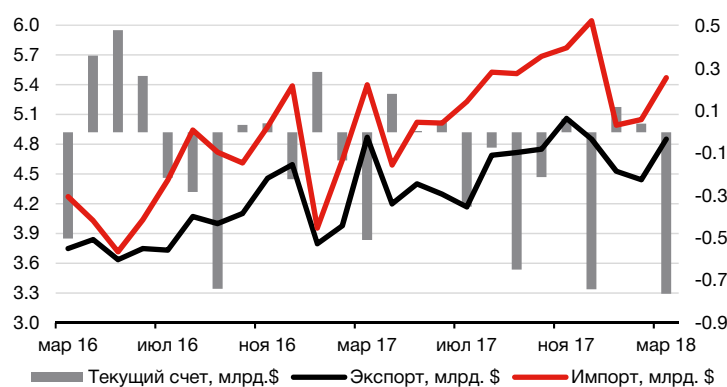
Процентные платежи включены в каждую категорию
 (1) Долг государственных банков, Укрзалізниця и муниципалитетов
 (2) Включают кредитные гарантии США
 Источник: Bloomberg, Adamant Capital

Мировые индексы цен на сырье



Все индексы приведены к базису 1. Используются следующие котировки: North America HRC Spot; China Iron Ore 62% Fe; Wheat Futures (CBT); WTI Crude Oil Futures; Corn Futures (CBT)
 Источник: Bloomberg, Adamant Capital

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



Источник: НБУ

Основные макроэкономические показатели								
	2016	1Q17	2Q17	3Q17	4Q17	2017	1Q18П	2018П
Рост реального ВВП, г/г %	2.4%	2.8%	2.6%	2.4%	2.2%	2.5%	2.5%	3.1%
Номинальный ВВП, млрд грн	2,385	591	665	833	894	2,983	709	3,567
Номинальный ВВП, млрд \$	93	22	26	32	33	112	26	130
Рост дефлятора ВВП, г/г % ¹	17.1%	26.2%	20.9%	21.1%	20.9%	22.0%	17.0%	16.0%
ИПЦ (средний за период),г/г %	14.9%	14.0%	13.8%	16.1%	14.0%	14.5%	13.8%	12.2%
ИПЦ (на конец периода),г/г %	12.4%	15.1%	15.6%	16.4%	13.7%	13.7%	13.2%	10.1%
Дефицит бюджета, % ВВП ^{1,2,6}	2.3%	-0.7%	-7.2%	1.3%	9.4%	1.4%	0.4%	3.0%
Широкий дефицит бюджета, % ВВП ³	8.6%	3.8%	-7.2%	4.0%	12.7%	4.1%	0.4%	3.0%
Государственный долг, % ВВП	80.8%	77.4%	73.9%	72.7%	71.8%	71.8%	66.2%	63.2%
Внешний государственный долг, % ВВП ⁴	48.9%	46.9%	47.4%	46.5%	43.7%	43.7%	41.6%	38.7%
Общий внешний долг, млрд \$	114	114	115	117	117	117	117	117
Экспорт товаров и услуг, млрд \$	46.0	12.6	12.9	13.6	14.9	60.8	13.8	58.2
Импорт товаров и услуг, млрд \$	51.5	13.7	14.2	15.9	17.0	54.0	15.5	65.4
Сальдо торгового баланса, млрд \$	-5.5	-1.1	-1.3	-2.3	-2.1	6.8	-1.7	-7.2
Текущий счет, млрд \$	-3.5	-0.8	-0.3	-1.7	-1.0	-3.8	-0.6	-2.2
Финансовый счет, млрд \$ ⁵	-4.7	-0.2	-1.9	-2.5	-1.7	-6.4	-0.3	-2.9
Резервы НБУ, млрд \$	15.5	15.1	18.0	18.6	18.8	18.8	18.2	20.8
Средний курс на межбанке, грн/\$ ⁷	25.6	27.1	26.0	25.9	26.9	26.6	27.3	27.5
Курс на межбанке (на конец периода), грн/\$	27.2	27.0	26.0	26.6	28.1	28.1	26.3	28.0
Учетная ставка НБУ (на конец периода), %	14.0%	14.0%	12.5%	12.5%	14.5%	14.5%	17.0%	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	5.6	102.6	0.1	1.2	661
Украина 2023	Держать	1-дек-16	7.8	сен-23	7.7	100.3	1.7	4.4	1,355
Украина 2027	Держать	1-дек-16	7.8	сен-27	8.2	97.0	1.7	6.6	1,307
Украина 2032	Держать	1-дек-16	7.4	сен-32	8.4	91.5	2.3	8.5	3,000
МХП 2024	Держать	22-май-18	7.8	май-24	7.2	102.7	0.3	4.9	500
МХП 2026	Держать	22-май-18	7.0	апр-26	7.5	96.7	0.2	6.1	550
ДТЭК 2024	Покупать	28-фев-18	10.8	дек-24	9.5	105.7	0.1	4.5	1,344
Феррэкспо 2019	Покупать	27-мар-18	10.4	апр-19	7.0	102.9	0.1	0.9	346
Метинвест 2023	Держать	8-мая-18	7.8	апр-23	8.5	97.2	0.7	4.2	945
Метинвест 2026	Держать	8-мая-18	8.5	апр-26	9.1	96.8	1.8	5.9	648
Укрлендфарминг 2018	Продавать	17-июн-17	10.9	мар-18	нс	21.3	0.3	2.5	543
Авангард 2018	Продавать	3-апр-18	10.0	окт-18	нс	19.7	-1.1	0.5	214
ПУМБ 2018	Покупать	15-мая-18	11.0	дек-18	6.6	102.6	-0.3	0.6	59
ПриватБанк в дефолте (10.250)	Не оценен	8-мая-18	10.3	янв-18	нс	22.5	0.0	2.7	160
ПриватБанк в дефолте (10.875)	Не оценен	8-мая-18	10.9	фев-21	нс	29.0	0.1	3.2	175
Ощадбанк 2023	Покупать	15-мая-18	9.4	мар-23	7.2	103.4	-0.1	1.6	700
Ощадбанк 2025	Покупать	15-мая-18	9.6	мар-25	8.4	103.1	0.5	2.7	500
Укрэксимбанк 2021 (в гривне)	Покупать	15-мая-18	16.5	мар-21	16.6	99.8	2.3	2.3	150
Укрэксимбанк 2022	Покупать	15-мая-18	9.6	апр-22	7.5	103.5	0.4	1.7	750
Укрэксимбанк 2025	Покупать	15-мая-18	9.8	янв-25	8.5	103.9	0.3	3.1	600
Укрзализныця 2021	Покупать	17-апр-18	9.9	сен-21	7.5	103.5	0.0	1.5	500
Мрия 2018	Продавать	14-ноя-17	9.5	апр-18	нс	7.9	0.3	1.3	400
Кернел 2022	Покупать	24-апр-18	8.8	янв-22	7.5	104.0	2.3	3.2	500

Источник: Bloomberg, Adamant Capital

Календарь событий на 2 недели		
Событие	Тип даты	Дата
ГССУ - статистика промышленности	Точная	23 май
НБУ - пересмотр учетной ставки	Точная	24 май
Кернел - финансовые результаты за 3кв8	Точная	25 май
НБУ - статистика по платежному балансу	Точная	30 май
Метинвест - отчет за март	Индикативная	30 май
Метинвест - финансовые результаты 2017	Индикативная	30 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

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.