

## Еженедельный обзор

- Профицит консолидированного бюджета за 8м18 достиг 1.0% от номинального ВВП
- Дефицит текущего счета в августе увеличился на 460 млн \$ г/г до 600 млн \$
- Правительство отложило повышение цены на газ для населения до 18 октября

**Профицит консолидированного бюджета за 8м18 достиг 1.0% от номинального ВВП (27 млрд грн).** Рост доходов составил 15% за период и 17% отдельно за август. Расходы увеличились на 23% и 7%, соответственно. Центральный бюджет также свелся с профицитом в 12 млрд грн после почти такого же по размеру дефицита за семь месяцев.

**Наш взгляд:** Основные показатели консолидированного бюджета в августе продемонстрировали более положительную динамику, чем в июле, главным образом благодаря сезонному скачку сборов налога на прибыль и 7 млрд грн трансфертов от НБУ. Благоприятное влияние также оказали чуть более высокие поступления от НДС (+7% м/м при девальвации гривны на 4%) и рекордно низкие (минимум с начала 2017) затраты на обеспечение субсидий для населения (потенциально, как результат недавнего ужесточения критериев их предоставления). Тем не менее, мы по-прежнему считаем, что выполнение требований МВФ (дефицит равный 2.5% от ВВП) будет возможным только при условии существенного замедления роста расходов с нынешнего уровня (до 16% г/г за 2018 в целом). Согласно нашим расчетам, даже текущий план сводного бюджета (принятый парламентом центральный вместе с утвержденными местными) превышает оговоренный таргет на 25 млрд грн (в основном, в связи с нереалистичными ожиданиями дисбалансов на региональном уровне), особенно если поступления от продажи 4G частот перенести в раздел финансирования. Самые большие сложности могут возникнуть с затратами на социальные нужды (включают в основном трансферты в пенсионный фонд и субсидии на газ), и, хотя издержки на обслуживания долга могут оказаться более низкими чем ожидалось, сокращения расходов по другим статьям, таким как экономическая деятельность, коммунальные услуги и образование, вероятно не избежать (коррекция, скорее всего, произойдет в декабре). Отказ правительства от сдержанной фискальной политики мы считаем маловероятным.

### Сводный госбюджет за 8м18, млрд грн

	август	г/г	8м18	г/г	ГП г/г
<b>Доходы</b>	<b>117</b>	<b>17%</b>	<b>769</b>	<b>15%</b>	<b>13%</b>
НДС	33	25%	237	21%	22%
Локальный НДС	6	23%	55	34%	33%
Импортный НДС	26	25%	182	17%	20%
Налог на прибыль	20	31%	79	52%	22%
Акцизы	11	17%	76	7%	17%
НДФЛ	19	24%	145	25%	20%
Рента	6	-32%	30	-18%	-2%
Импортные пошлины	2	22%	16	10%	17%
Местные налоги	6	12%	40	15%	6%
Неналоговые доходы	17	10%	134	29%	4%
Трансферты НБУ	7	нс	45	49%	14%
Другое	3	36%	11	-73%	-46%
<b>Расходы</b>	<b>90</b>	<b>7%</b>	<b>734</b>	<b>23%</b>	<b>19%</b>
Обслуживание долга	7	-21%	67	0%	18%
Гос. функции	6	30%	46	48%	35%
Оборона	7	24%	51	33%	19%
Безопасность и суды	9	29%	67	36%	26%
Экон. деятельность	14	46%	65	44%	54%
Коммун. хозяйство	3	42%	15	31%	4%
Медицина	9	-2%	66	17%	11%
Образование	11	26%	128	21%	17%
Соц. обеспечение	21	-19%	209	19%	7%
Доходы ПФ	16	25%	129	30%	34%
Расходы ПФ	30	31%	235	38%	19%
Другое	3	18%	19	11%	23%
Чистый долг	0.03	нс	0.76	238%	239%
<b>Дефицит<sup>1</sup></b>	<b>-27</b>	<b>нс</b>	<b>-34</b>	<b>нс</b>	<b>170%</b>
% ВВП	нс	нс	-1.0%	2.8пп	1.8пп
Доходы центр бюджета	93	18%	603	15%	16%
Расходы центр бюджета	51	14%	390	25%	20%
Чистые трансферты	17	-26%	200	17%	13%
Доходы местн бюджетов	17	-25%	167	16%	5%
Расходы местн бюджетов	1	25%	344	21%	18%
Номинальный ВВП <sup>2</sup>	нд	нс	3,543	96%	19%

Примечание. ГП – годовой план Госказначейства (на 2018)

(1) Расходы минус доходы плюс чистое кредитование консолидированного бюджета

(2) Для расчетов использован наш прогноз

Источник: Государственная казначейская служба Украины, НБУ, ГССУ, Adamant Capital

**Дефицит текущего счета в августе увеличился на 460 млн \$ г/г до 600 млн \$.** За последние двенадцать месяцев данный показатель достиг 3.7 млрд \$, по сравнению с 1.7 млрд \$ год назад. Месячный торговый баланс ухудшился на 360 млн \$ г/г до -1.2 млрд \$. Чистый приток финансового счета не изменился г/г и составил 0.6 млрд \$, практически полностью уравновесив платежный баланс.

**Наш взгляд:** Дефицит текущего счета в этом месяце в целом соответствовал нашим ожиданиям, восстановившись после рекордного значения в июле (1.1 млрд \$), возникшего на фоне календарного эффекта и падения экспорта металлов. Благоприятный эффект в основном оказал сезонный рост поставок сельскохозяйственной продукции. Объемы же международных продаж стали остались низкими как в месячном, так и в годовом сопоставлении, вероятно, снова в связи с задержками украинских кораблей РФ в Керченском проливе. Данные также указали на замедление импорта энергетических ресурсов (потенциально связанное со стремлением украинских ТЭС уменьшить потребление антрацита и единоразовым сокращением закупок нефтепродуктов), и на восстановление закупок продукции машиностроения (в основном автомобилей и ТВЭЛов). Объемы денежных переводов от трудовых мигрантов не изменились ни в месячном ни в годовом сопоставлении, свидетельствуя о наступлении ожидаемой ранее стабилизации данного показателя. В целом, мы оставляем наш прогноз дефицита ТС на конец года равным 3.5 млрд \$ (2.7% от номинального ВВП). Финансовый счет в этом месяце перекрыл дефицит текущего, главным образом благодаря интервенциям НБУ на сумму 650 млн \$ с одновременным пополнением резервов на 725 млн \$, путем размещения государственных еврооблигаций. Приток капитала в частный сектор составил порядка 600 млн \$ (торговые кредиты, долгосрочные займы и прямые инвестиции по 50%, 30% и 20%, соответственно), но большая часть этих средств была размещена на валютных депозитных счетах в украинских и иностранных банках, что, скорее всего, связано с временным всплеском девальвационных ожиданий. Выплаты МВФ составили 520 млн \$, сократив резервы НБУ на аналогичную сумму.

**Правительство отложило повышение цены на газ для населения до 18 октября.** Соответствующее положение было принято Кабинетом министров 22 сентября.

**Наш взгляд:** Очередной перенос данного решения скорее является техническим, поскольку в противном случае, власти были бы вынуждены повысить тарифы, так и не достигнув окончательного консенсуса с МВФ. Отметим, что отсрочка в этот раз составляет всего 18 дней вместо месяца (какой она была шесть раз подряд с 1 апреля), что может свидетельствовать о приближении финальной резолюции по данному вопросу (установленный срок, скорее всего, привязан к началу отопительного сезона).

Показатели платежного баланса, млн \$					
	авг-18	июл-18	июн-18	12 мес	12 мес-1
Экспорт:	5,123	4,673	4,742	57,720	51,599
м/м	10%	-1%	-5%		
г/г	9%	12%	10%	12%	14%
Импорт:	6,329	6,403	5,571	68,178	59,140
м/м	-1%	15%	-3%		
г/г	14%	22%	11%	15%	18%
ТБ <sup>(1)</sup> :	-1,206	-1,730	-829	-10,458	-7,541
м/м	524	-901	-27		
г/г	-360	-659	-110	-2,917	-2,612
ТС <sup>(2)</sup> :	-601	-1,135	-89	-3,700	-1,718
м/м	534	-1,046	-74		
г/г	-459	-749	-95	-1,982	-1,718
ФС <sup>(3)</sup> :	-625	-935	-112	-5,131	-3,784
м/м	310	-823	169		
г/г	34	-841	187	-1,347	-2,136
ПБ <sup>(4)</sup> :	27	-170	23	1,448	2,095
м/м	197	-193	-243		
г/г	-491	115	-283	-647	364
Funding flow <sup>(5)</sup> :	588	1,289	298	3,906	2,435

Примечание: 12 мес и 12 мес-1 – последние двенадцать месяцев и последние двенадцать месяцев год назад, соответственно

(1) Торговый баланс

(2) Счет текущих операций

(3) Счет финансовых операций

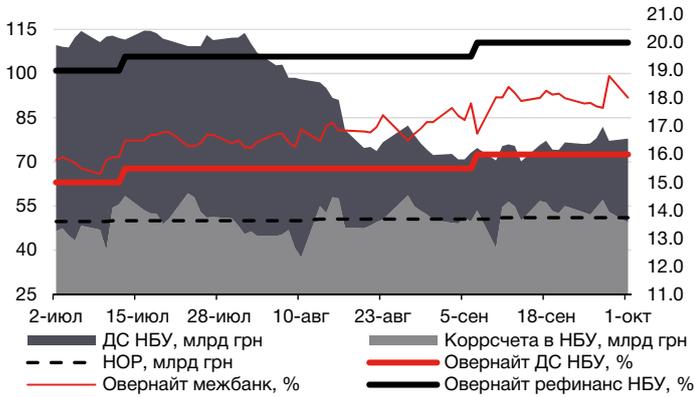
(4) Платежный баланс

(5) Приток капитала в частный сектор из-за рубежа

Источник: НБУ, Adamant Capital

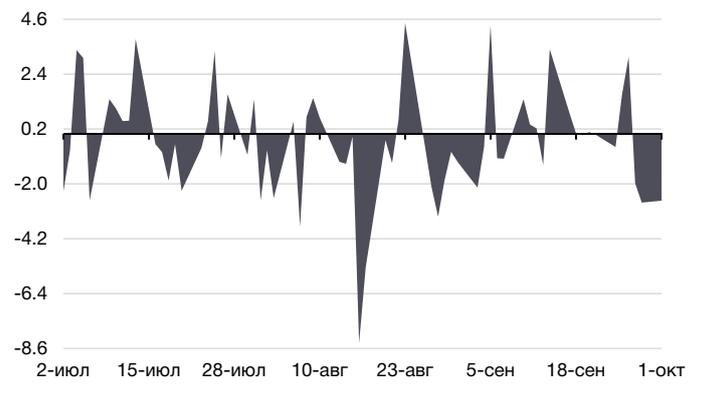
## Приложение

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



Источник: НБУ, Adamant Capital

Приток от Госказначейства и ФГВФЛ в систему<sup>1</sup>, млрд грн



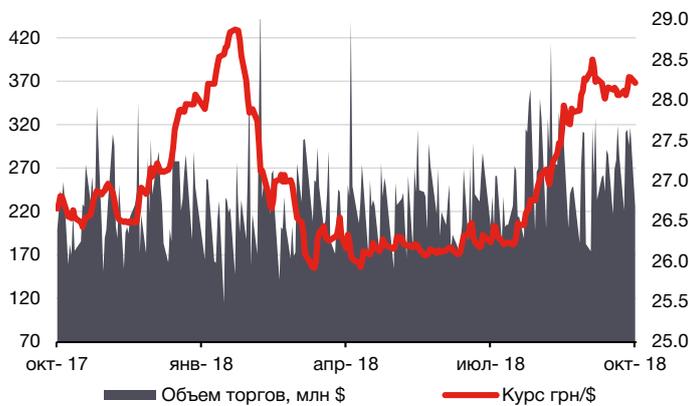
(1) Банковская система

Источник: НБУ

**Ликвидность локального рынка** (сумма коррсчетов в НБУ и депозитных сертификатов) увеличилась на 1.8 млрд грн до 77.9 млрд грн за неделю. Министерство финансов 2 октября разместило облигации в гривне с погашением в декабре 2018, апреле 2019, сентябре 2019 и сентябре 2020 с доходностью 19.0%, 18.5%, 18.5% и 17.25%, соответственно, а также в долларах США с погашением в июне 2019 с доходностью 7.0%. Общие заимствования составили 881 млн грн и 67 млн \$.

**Межбанковский курс грн/\$** на этой неделе девальвировал на 0.8%, открывшись на отметке 28.06 и закрывшись к концу на уровне 28.27.

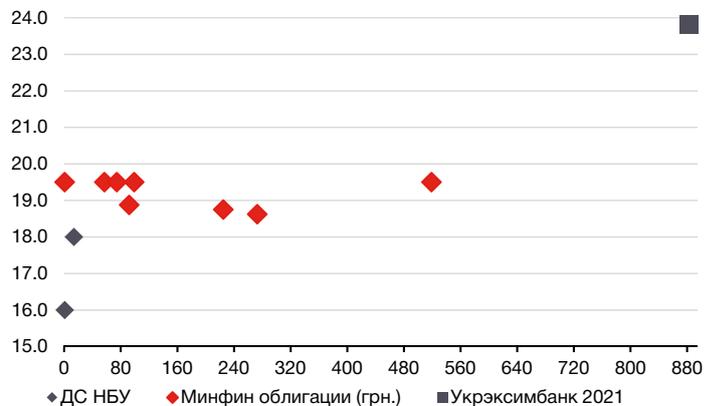
Курс валюты (пш) и объем межбанковских торгов (лш)



На основе официальных данных межбанковского рынка

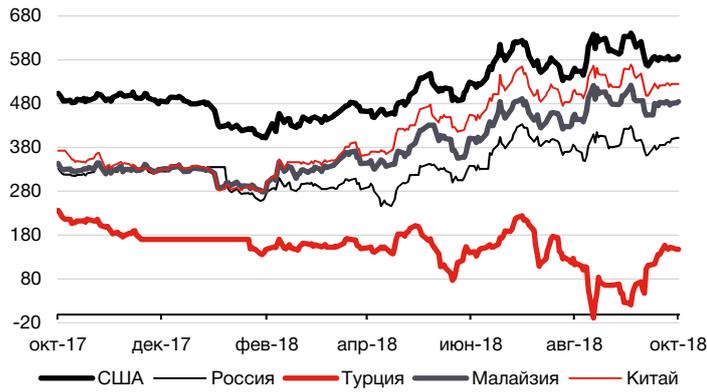
Источник: НБУ

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



Источник: НБУ, Bloomberg, Adamant Capital

Премия 10 летней доходности Украины к другим странам, бп



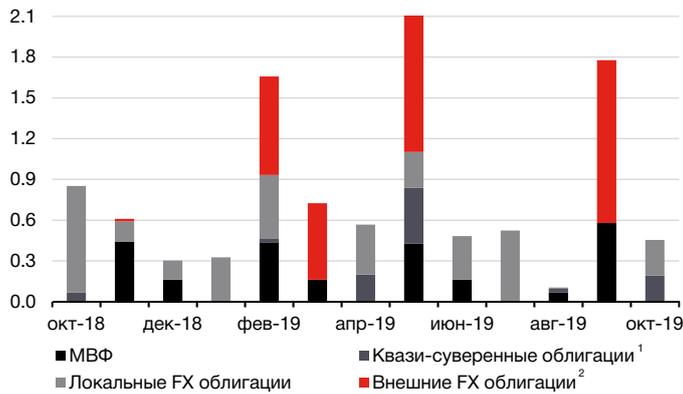
Источник: Bloomberg, Adamant Capital

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



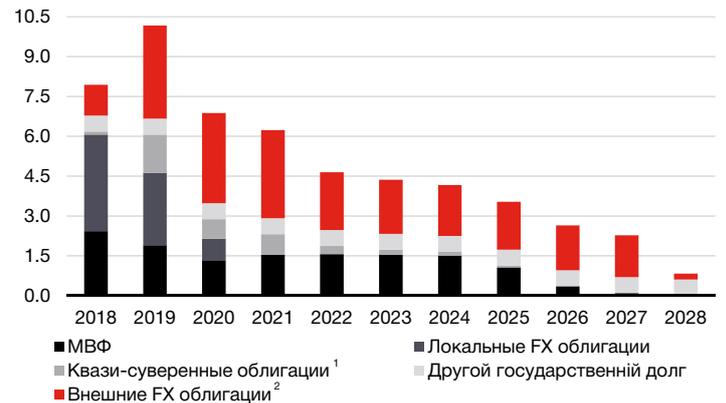
Источник: Bloomberg, Adamant Capital

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



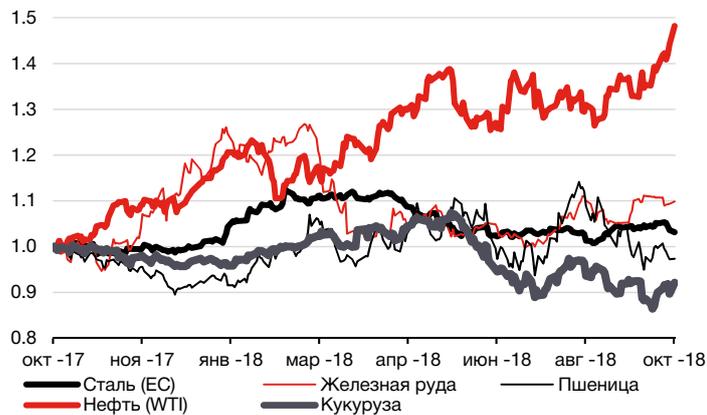
Процентные платежи включены в каждую категорию  
 (1) Долг государственных банков, Укрзалізниця и муниципалитетов  
 (2) Включают кредитные гарантии США  
 Источник: Bloomberg, Adamant Capital

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



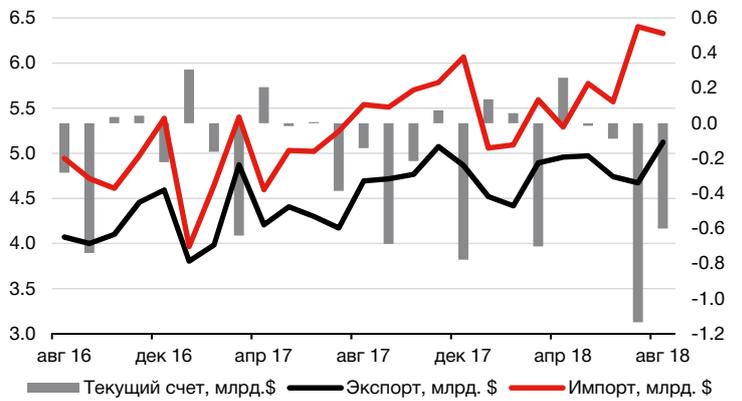
Процентные платежи включены в каждую категорию  
 (1) Долг государственных банков, Укрзалізниця и муниципалитетов  
 (2) Включают кредитные гарантии США  
 Источник: Bloomberg, Adamant Capital

Мировые индексы цен на сырье



Все индексы приведены с базисом 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								
	1кв17	2кв17	3кв17	4кв17	2017	1кв18	2кв18П	2018П
Рост реального ВВП, г/г %	2.8%	2.6%	2.4%	2.2%	2.5%	3.1%	3.8%	3.4%
Номинальный ВВП, млрд грн	591	665	833	894	2,983	700	807	3,543
Номинальный ВВП, млрд \$	22	26	32	33	112	26	31	129
Рост дефлятора ВВП, г/г % <sup>1</sup>	26.2%	20.9%	21.1%	20.9%	22.0%	14.9%	17.0%	14.9%
ИПЦ (средний за период), г/г %	14.0%	13.8%	16.1%	14.0%	14.5%	13.8%	11.6%	11.5%
ИПЦ (на конец периода), г/г %	15.1%	15.6%	16.4%	13.7%	13.7%	13.2%	9.9%	9.5%
Дефицит бюджета, % ВВП <sup>1,2,6</sup>	-0.7%	-7.2%	1.3%	9.4%	1.4%	0.4%	-1.6%	2.5%
Широкий дефицит бюджета, % ВВП <sup>3</sup>	3.8%	-7.2%	4.0%	12.7%	4.1%	0.4%	-1.2%	2.6%
Государственный долг, % ВВП	77.4%	73.9%	72.7%	71.8%	71.8%	66.4%	61.8%	63.1%
Внешний государственный долг, % ВВП <sup>4</sup>	46.9%	47.4%	46.5%	43.7%	43.7%	41.7%	38.7%	38.9%
Общий внешний долг, млрд \$	114	115	116	115	115	115	114	117
Экспорт товаров и услуг, млрд \$	12.6	12.9	13.6	14.9	60.8	13.8	14.6	54.8
Импорт товаров и услуг, млрд \$	13.7	14.2	15.9	17.0	54.0	15.7	16.6	65.1
Сальдо торгового баланса, млрд \$	-1.1	-1.3	-2.3	-2.1	6.8	-1.9	-2.0	-10.3
Текущий счет, млрд \$	-0.8	-0.3	-1.7	-1.0	-3.8	-0.7	0.0	-3.5
Финансовый счет, млрд \$ <sup>5</sup>	-0.2	-1.9	-2.5	-1.7	-6.4	-0.4	-0.5	-4.5
Резервы НБУ, млрд \$	15.1	18.0	18.6	18.8	18.8	18.2	18.0	19.4
Средний курс на межбанке, грн/\$ <sup>7</sup>	27.1	26.0	25.9	26.9	26.6	27.3	26.2	27.5
Курс на межбанке (на конец периода), грн/\$	27.0	26.0	26.6	28.1	28.1	26.3	26.3	29.0
Учетная ставка НБУ (на конец периода), %	14.0%	12.5%	12.5%	14.5%	14.5%	17.0%	17.0%	19.0%

(1) Квартальные показатели рассчитываются при помощи данных за прошлые 12 мес

(2) Исключает весь дефицит, не включенный в официальные 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 РПББ 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 (бескупонная)	-	-	0.0	фев-19	9.8	96.2	0.2	0.4	725
Украина 2019	Держать	1-дек-16	7.8	сен-19	7.0	100.7	0.4	0.9	661
Украина 2023	Держать	1-дек-16	7.8	сен-23	8.3	97.8	0.5	4.1	1,355
Украина 2027	Держать	1-дек-16	7.8	сен-27	9.0	92.6	0.2	6.4	1,307
Украина 2032	Держать	1-дек-16	7.4	сен-32	9.1	86.3	0.2	8.3	3,000
МХП 2024	Держать	24-июл-18	7.8	май-24	7.8	99.7	-0.2	4.5	500
МХП 2026	Держать	24-июл-18	7.0	апр-26	8.2	93.1	0.0	5.9	550
ДТЭК 2024	Покупать	25-сен-18	10.8	дек-24	10.6	100.8	-0.5	4.7	1,344
Феррэкспо 2019	Покупать	7-авг-18	10.4	апр-19	5.9	102.2	0.1	0.5	346
Метинвест 2023	Держать	4-сен-18	7.8	апр-23	8.9	95.7	1.0	3.9	945
Метинвест 2026	Держать	4-сен-18	8.5	апр-26	9.4	95.1	1.3	5.5	648
Укрлендфарминг 2018	Продавать	13-июн-17	10.9	мар-18	нс	20.6	-0.4	2.4	543
Авангард 2018	Продавать	5-июн-18	10.0	окт-18	нс	20.1	0.0	0.1	214
ПУМБ 2018	Покупать	7-авг-18	11.0	дек-18	7.2	100.9	-0.7	0.2	59
ПриватБанк в дефолте (10.250)	-	-	10.3	янв-18	нс	22.5	0.0	2.7	160
ПриватБанк в дефолте (10.875)	-	-	10.9	фев-21	нс	22.4	-0.7	2.6	175
Ощадбанк 2023	Покупать	7-авг-18	9.4	мар-23	9.1	100.9	0.2	1.2	700
Ощадбанк 2025	Покупать	7-авг-18	9.6	мар-25	9.6	100.1	0.2	2.4	500
Укрэксимбанк 2021 (в гривне)	Покупать	7-авг-18	16.5	мар-21	24.8	85.5	0.0	2.0	150
Укрэксимбанк 2022	Покупать	7-авг-18	9.6	апр-22	9.0	101.8	0.0	1.3	750
Укрэксимбанк 2025	Покупать	7-авг-18	9.8	янв-25	9.7	100.4	0.1	2.9	600
Укрзалізниця 2021	Покупать	17-апр-18	9.9	сен-21	9.6	100.6	0.2	1.2	500
Мрия 2018	Держать	19-июн-18	9.5	апр-18	нс	7.7	0.1	1.3	400
Кернел 2022	Покупать	17-июл-18	8.8	янв-22	8.2	101.6	0.2	2.9	500

Источник: Bloomberg, Adamant Capital

Календарь событий на 2 недели		
Событие	Тип даты	Дата
НБУ - статистика по международным резервам	Точная	7 окт
ГССУ - статистика по инфляции	Точная	9 окт
Феггхро - операционные результаты за 3кв18	Точная	9 окт

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

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 скопирована или воспроизведена без предварительного согласия Adamant Capital.