



Май 2015.

Взгляд на валютный рынок

В начале мая российские еврооблигации восстановились после падения конца 2014 года. Котировки по большинству выпусков вернулись на уровни середины осени прошлого года.

Укрепление российской валюты также превзошло ожидания аналитиков. В начале апреля среди более чем 20 экспертов, опубликовавших прогнозы в системе Bloomberg, никто не ожидал, что курс доллара опустится ниже 55 рублей, средний прогнозный курс на конец второго квартала составлял 64,76.

Позитивная динамика индикаторов российского финансового рынка несмотря на сохраняющиеся риски повторяет сценарий прошлого года. Инвесторам, покупающим в данный момент облигации российских эмитентов, особенно рублевые, следует опасаться, чтобы вторая половина 2015 года также не оказалась копией прошлого. Наиболее слабый сегмент, в котором может произойти рецидив кризиса, на наш взгляд – валютный рынок.

■ ■ ■

Ситуация на валютном рынке повторяет прошлогоднюю. Когда в марте 2014 года Центральный Банк потратил около 25 млрд. долл. для умирения паники на валютном рынке, рубль не только приостановил падение, но и укрепился в реальном выражении до нового исторического максимума. В мае и июне 2014 года регулятору пришлось выйти с покупками валюты, чтобы не допустить чрезмерного укрепления. Он откупил более 3 млрд. долл., прежде чем курс рубля возобновил падение на фоне обострения конфликта на Украине.

В этом году ЦБ РФ также принял решение начать покупку валюты после того, как курс рубля укрепился выше 50 руб. за доллар, отклонившись более на 20% от курса, заложенного в Федеральном бюджете на 2015 год. На фоне сокращения поступлений от экспорта энергоресурсов, 200 млн. долл., которые ЦБ ежедневно покупает, должны были бы напугать валютный рынок. Но пока этого не произошло.

На наш взгляд, в настоящее время мы наблюдаем максимальный курс рубля. Аналитики за последние два месяца пересмотрели прогноз курса рубль/доллар в положительную сторону. Если по состоянию на 31 марта медианный прогноз был 67 рублей, то на текущий момент – 56,50 рублей за доллар, что предполагает более чем 10% ослабление национальной валюты от текущих уровней. Ослабление рубля могло бы возобновиться в июне и без помощи Центрального Банка, а с его участием создаст предпосылки для новой паники в конце года и падению ниже отметок, прогнозируемых макроэкономистами, особенно в случае негативного развития событий на Украине или существенного снижения цен на нефть.

Второй год подряд сезонный спрос на доллары усилят выплаты российскими компаниями дивидендов.

Мы проанализировали решения советов директоров 40 крупнейших российских компаний. Несмотря на 25% снижение совокупной консолидированной чистой прибыли по итогам 2014 года дивидендные выплаты увеличатся на 16% и достигнут нового рекордного уровня - 1 130 млрд. рублей.

Компании с государственным участием сократили выплаты на 27% до 400 млрд. рублей, но с учетом более чем двукратного падения прибыльности (в первую очередь из-за Газпрома, консолидированная чистая прибыль которого уменьшилась в 7 раз с 1 139 до 159 млрд. рублей) увеличили долю дивидендных выплат. Что касается частных компаний, то они увеличили долю дивидендов, как в абсолютном выражении, так и по отношению к чистой прибыли.

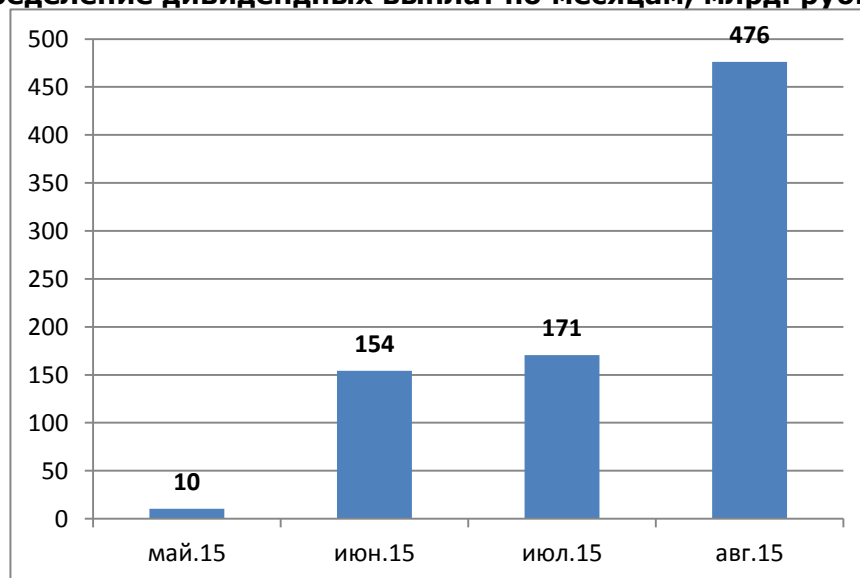
320 млрд. рублей было уже выплачено в виде промежуточных дивидендов. Оставшиеся 810 млрд. рублей акционеры получают в период с мая по август этого года. Около 35% средств приходится на государство по пакетам акций Газпрома и других гос. компаний, 65% - на частных российских и западных акционеров. Если предположить, что только половина средств будет конвертирована в валюту, то по текущему курсу 50 руб. за доллар сезон дивидендных выплат создаст дополнительный спрос в размере более чем 5 млрд. долл.

В прошлом компании-экспортеры могли оставлять валютную выручку на счетах непосредственно до выплат, нивелируя нетто-эффект для валютного рынка (перед выплатой компания продает валюту за рубли, после выплаты акционеры покупают валюту на полученные рубли). Но с учетом возросшей волатильности, можно предположить, что в этом году компании будут стараться избегать брать на себя валютные риски и продавать валюту перед или в момент фиксации рублевых сумм выплат, что могло внести вклад в прошедшее укрепление рубля в апреле-мае, и последующий риск ослабления в летние месяцы.

Давление на валютный рынок может начать ощущаться с середины июня. Из 154 млрд. рублей прогнозируемых в июне выплат, 106 млрд. рублей приходится на Норильский Никель, реестр акционеров которого закрывается 25 мая.

В июле и августе давление будет возрастать. Пик спроса на валюту может сформироваться в середине августа. Тройка лидеров (Газпром, Лукойл и Сургутнефтегаз), на которую приходится 337 из 476 млрд. рублей августовских дивидендных выплат, запланировали даты закрытия реестра на 13 и 16 июля *(в соответствии с законом, эмитенты обязаны выплатить дивиденды номинальным держателям в течение 10 рабочих дней, другим акционерам – в течение 25 рабочих дней после даты, на которую определяются лица, имеющие право на получение дивидендов)*.

Распределение дивидендных выплат по месяцам, млрд. руб.*



* - исходя из предположения, что компании выплатят дивиденды через месяц после закрытия реестра акционеров
Источник: Расчеты УК Арикапитал

Помимо выплат дивидендов российские компании увеличивают программы по выкупу акций. Евраз, Норильский Никель и Уралкалий могут в этом году выкупить акции на 375, 500 и 1500 млн. долл. соответственно. Если Нор.Никель и Евраз могут себе позволить выкупить акции из генерируемого денежного потока, то масштабный buyback Уралкалия после аварии на руднике и убытков прошлого года уже привел к снижению кредитного рейтинга агентством S&P.

По итогам 2014 года наблюдается резкий рост количества компаний, решивших потратить на дивиденды большую часть прибыли или заплатить дивиденды с убытка. Из крупных частных компаний лишь три (НЛМК, Мегафон и Сургутнефтегаз) оставят на балансе более 50% консолидированной чистой прибыли. Даже в прошлом году таких компаний было в два раза больше, а до событий на Украине подавляющее большинство.

Поведение крупного бизнеса может означать, что прошедшая девальвация рубля в отличие от 1999 и 2009 годов не создала достаточных стимулов для наращивания инвестиций. Активизация изъятия акционерами средств из компаний помимо краткосрочного влияния на валютный рынок, подает тревожный сигнал инвесторам в долговые инструменты и акции. Траектория развития российской экономики может отличаться от быстрого восстановления после двух предыдущих кризисов, а текущая положительная динамика акций и облигаций – преждевременна.

01.04.2015 Ведомости
Evraz объявляет
обратный выкуп на \$375
млн

24.04.2015 Ведомости
«Уралкалий» потратит на
buyback до \$1,5 млрд

Приложение: Крупнейшие выплаты дивидендов по итогам 2014 года (за исключением промежуточных дивидендов)

№	Компания	Итоговые дивиденды, руб. на акцию	Сумма дивидендных выплат, млн. руб.	Дата фиксации реестра
1	Газпром	7,20	170 449	16 июл 15
2	Нор.Никель	670,04	106 000	25 май 15
3	Роснефть	8,21	87 011	29 июн 15
4	Сургут-ао	0,65	23 222	16 июл 15
	Сургут-ап	8,21	63 233	16 июл 15
5	Лукойл	94,00	79 956	13 июл 15
6	МТС	19,56	40 419	7 июл 15
7	Татнефть-ао	10,58	23 051	15 июл 15
	Татнефть-ап	10,58	1 561	15 июл 15
8	Башнефть-ао*	111,00	16 700	-
	Башнефть-ап*	111,00	3 300	-
9	ЭОН Россия	0,27	17 023	7 июл 15
10	Новатэк	5,20	15 789	5 май 15
11	ВТБ	0,00116	15 034	6 июл 15
12	Магнит	132,57	12 541	19 июн 15
13	Северсталь	14,65	12 273	5 июн 15
14	Алроса	1,47	10 826	15 июл 15
15	Мегафон	16,13	10 001	13 июл 15

Примечание: * - по Башнефти приведены прогнозные значения дивидендных выплат, по остальным компаниям - значения дивидендных выплат, рекомендованных советами директоров