

КАК КОРПОРАТИВНЫЕ ОБЛИГАЦИИ И ДИВИДЕНДЫ ПОВЛИЯЮТ НА РУБЛЬ?

Наша цель

Мы подтверждаем прогноз укрепления рубля: мы ожидаем, что до конца месяца пара USD/RUB отступит, как минимум, до 75,00, а во время летних дивидендных выплат просядет еще ниже. **Следовательно, имеет смысл открывать короткие позиции по паре USD/RUB, начиная с уровней более 81,00, ориентируясь на целевое значение 75 руб. за доллар.**

Тактические причины дальнейшего ослабления рубля

С 11 мая наблюдается новый тренд к укреплению доллара: к 17 мая (на момент написания данного обзора) пара USD/RUB выросла приблизительно на 7,5%, приблизившись к отметке 81,00 руб. за доллар. **Одна из наиболее вероятных причин – повышенный спрос на иностранную валюту в преддверии сделки по продаже 51% Яндекса** консорциуму известных российских предпринимателей с последующим выводом полученных средств за рубеж в интересах основателя компании и ключевого бенефициара Аркадия Воложа. **Исходя из текущей капитализации Яндекса без дисконта, сумму сделки можно оценить приблизительно в \$3,5 млрд.** Эта сделка обсуждалась еще в четвертом квартале 2022 года, а про вероятные перспективы покупки актива российскими олигархами Bloomberg писал в марте 2023 года.

Повышение спроса на иностранную валюту в преддверии очередной сделки по продаже российского актива напоминает вышеупомянутую ситуацию вокруг НОВАТЭКа в начале апреля. Соответственно, на наш взгляд, следует ожидать укрепления рубля после завершения процесса вывода средств. **Индикатором завершения сделки, как и ранее, будет достижение парой USD/RUB локального пика на уровнях около 81-82 руб. за доллар.** Поскольку сумма сделки большая, процесс вывода средств может оказаться достаточно продолжительным и затянуться вплоть до последней недели месяца, когда ожидаются основные налоговые выплаты со стороны экспортеров.

Какие еще потенциальные сделки могут повлиять на динамику пары USD/RUB?

Исходя из доступных публичных данных, можно утверждать, что основные сделки по выкупу долей нерезидентов в совместных проектах уже завершены. Иностранные участники уже вышли из приблизительно трети таких проектов; еще в трех проектах нерезиденты сохранили долю в перерегистрированных ООО «Сахалинская энергия» и ООО «Сахалин-1».

Основным камнем преткновения остается доля ВР с балансовой стоимостью активов свыше \$15,5 млрд, однако продажа этого актива маловероятна, поскольку его актуальная балансовая стоимость заметно выросла – до \$25 млрд, судя по отчетности ВР за первый квартал 2023 года.

Что касается сделок, связанных с зарегистрированными за рубежом публичными компаниями с самой большой капитализацией, такими как Яндекс, то в большинстве случаев такие корпорации либо уже разделили бизнес, либо находятся в процессе перерегистрации в дружественную юрисдикцию (Тинькофф, Polymetal, РосАгро и VK).

Тип	Инвесторы	Доля в бизнесе, %	Балансовая стоимость на конец 2021 г., \$ млрд	Текущая оценка прибыли /убытка, \$ млрд	Комментарий
СП	ВР - Роснефть	20%	14,0	10	Нет подходящих покупателей
СП	ВР - Таас-Юрях Нефтегазодобыча	20%	1,4	н/д	Нет подходящих покупателей
СП	ВР - прочие проекты Западной Сибири	51%	н/д	н/д	Нет подходящих покупателей
СП	Fortum (83,73% ПАО "Юнипро", 30% в ПАО "ТГК-1" и т.д)	>50%	1,7	-1,7	Списано с баланса 1 квартала 2023 г.
СП	Shell - Газпром нефть (Салымское месторождение, ХМ)	50%		-0,2	Продано в феврале 2023 г. Продано НОВАТЭКу за 95 млрд руб.
СП	Shell - Сахалин-2 СПГ	28%	4,1	-2,8	(апрель 2023 г.)
СП	Equinor - Роснефть		1,2	н/д	Продано 14 сентября 2022 г. В процессе продажи (51%)
	Яндекс — частные инвесторы	51%	3,5 (н.в.)	-11,5	локальным инвесторам
	Shell (прочие активы)		1,1	-0,5	Бензоколонки, завод смазочных материалов и т.д.
СП	Mitsui - Сахалин	13%	1,9	н/д	Сохранили долю в ООО "Сахалинская энергия"
СП	Mitsubishi - Сахалин	10%	1,5	н/д	Сохранили долю в ООО "Сахалинская энергия"
СП	Exxon Neftegas - Роснефть - SODECO - ONGC				
СП	Videsh	100%	4,0	н/д	Сохранили долю ООО "Сахалин-1"
СП	Eni — Роснефть	н/д	н/д	н/д	

Источник: Данные компании, Айгенис

Фундаментальные причины для ослабления рубля относительно доллара и юаня

- 1) Снижение продаж валютной выручки экспортерами относительно пиковых значений начала года (с 66% в марте до 42% в апреле), отчасти обусловленное увеличением доли расчетов в рублях, согласно комментариям ЦБ РФ («Обзор рисков финансовых рынков» за апрель 2023 года).
- 2) Сокращение экспортной валютной выручки в связи с падением цен на нефть и увеличением дисконта Urals относительно Brent.
- 3) Спрос на валюту со стороны банков, не являющихся системно значимыми, обусловленный активностью физлиц (которые покупали больше иностранной валюты, чем продавали, при резком ослаблении доллара относительно рубля, до менее 76 по паре USD/RUB), и, соответственно, апрельское сокращение предложения валюты со стороны системно значимых кредитных организаций (СЗКО) приблизительно на 25-30% – до минимальных значений сентября 2022 года.
- 4) Рост товарного импорта в денежном выражении, который также выразился в повышенной значимости юаня и других «дружественных» валют (доля юаневых поставок в структуре российского импорта в марте достигла 27% – это рекордный показатель за всю историю российско-китайской торговли).

Факторы в пользу укрепления рубля

1) Сокращение дисконта нефти Urals относительно Brent

В соответствии с февральской поправкой в Налоговый кодекс РФ, начиная с расчетного периода с середины мая по середину июня (используемого для расчета пошлины на июль 2023 года и последующие месяцы), устанавливается фиксированный предельный дисконт Urals к Brent в денежном выражении на уровне \$25 за баррель. С 14 апреля по 14 мая средний дисконт Urals-Brent уменьшился до 30%, после пиковых уровней января-февраля 2023 года (34%), а с 1 июля он, как ожидается, должен составлять 25%, в соответствии с поправками в Налоговый кодекс РФ. Сейчас этот дисконт также составляет 25%.

Ввиду снижения дисконта предполагается, что, при прочих равных, бюджет во второй половине 2023 года должен сэкономить около 500-550 млрд руб. Впрочем, было бы неверно рассчитывать на существенный рост поступлений по НДС и НДД в результате сокращения дисконта Urals относительно Brent.

Месячный дисконт Urals к Brent, \$/барр



2) Годовые и промежуточные дивиденды, а также налоговые выплаты

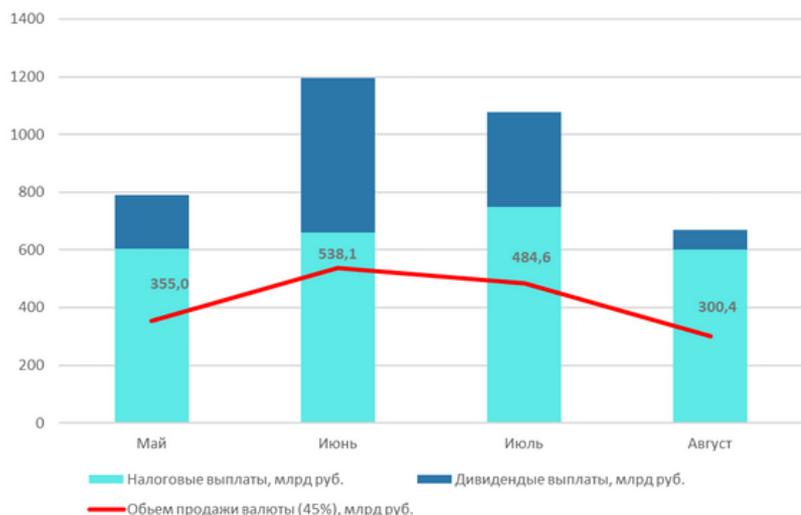
С апреля начался традиционный дивидендный сезон: экспортеры выплачивают дивиденды по итогам 2022 года, конвертируя свою валютную выручку в рубли, чтобы поделиться прибылью с акционерами.

Промежуточные дивидендные выплаты по итогам 2022 года могут суммарно составить около 1,8 трлн руб., а совокупный объем всех выплат (с учетом средств, выплачиваемых за 2022 год) – 2,5 трлн руб., что на 20% меньше, чем по итогам 2021 года (3,0 трлн руб.), и заметно ниже значений 2018 года.

Чтобы оценить влияние дивидендов на курс рубля, необходимо учитывать только экспортеров, причем 70-80% выплат в этом сегменте обеспечивает нефтегазовый сектор (решения советов директоров Газпрома и Роснефти по дивидендам ожидаются в конце мая). По нашим оценкам, экспортеры должны выплатить дивиденды на общую сумму 1,1 трлн руб. (практически только половину), и из этой суммы около 500 млрд руб., вероятно, будет получено за счет продажи иностранной валюты, т. е. ее конвертации в рубли. **Основной позитивный фактор для рубля – это синергетический эффект от налоговых выплат экспортеров (в среднем 600-700 млрд руб. в месяц) и дивидендов экспортеров (1,1 трлн руб. с мая по июнь).**

Экспортеры (оценка)	Май	Июнь	Июль	Август
Налоговые выплаты, млрд руб.	605	660	750	600
Дивидендные выплаты, млрд руб.	184	536	327	68
Объем продажи валюты (45%), млрд руб.	355	538	485	300
Объем продажи валюты, \$ млрд	4,7	7,2	6,5	4,0
% от среднемесячного оборота	20%	30%	27%	17%

Источник: данные компании Айгенис



По нашим оценкам, самым благоприятным периодом для рубля будут июнь и июль, когда совокупные продажи валюты превысят \$7 млрд в месяц, т.е. 30% от месячного оборота

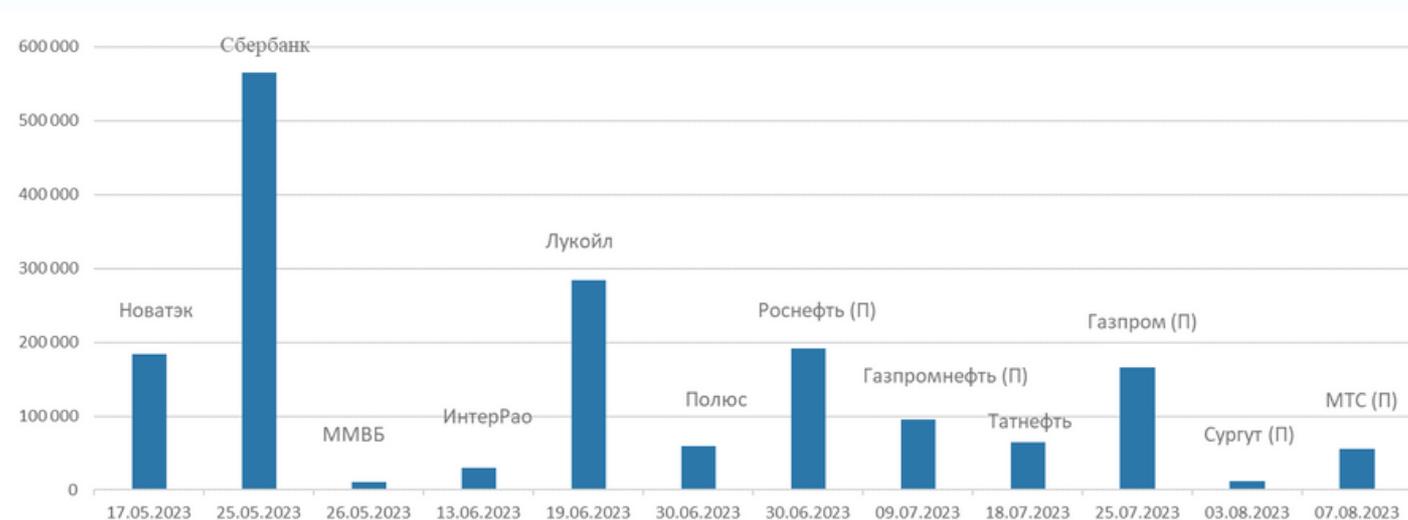
Источник: данные компании Айгенис

Почему гос. компании кроме Сбербанка сократили дивидендные выплаты?

Совокупная прибыль компаний с государственным участием в 2022 году составила 2,136 трлн руб., т. е. была на 54% меньше, чем по итогам 2021 года (5,4 трлн руб.).

При этом совокупная прибыль всех локализованных в России организаций, по данным Росстата, по итогам 2022 года составила 26 трлн руб. Для сравнения, исторический рекорд этого показателя был зафиксирован по итогам 2021 года на уровне 30 трлн руб.

Ключевые дивидендные выплаты, млн руб.



Источник: данные компании Айгенис

3) Бюджетное правило

В рамках бюджетного правила объем продажи валюты с 10 мая сократится вдвое и продолжит уменьшаться в последующие месяцы. Текущий объем продаж валюты – на уровне \$2 млрд в день – составляет всего 2% от среднего дневного оборота за месяц. Впрочем, в целом бюджетное правило продемонстрировало свою неэффективность.

С начала июня покупка иностранной валюты, вероятно, возобновится, хотя, но приобретение юаней в рамках бюджетного правила не окажет заметного влияния на курс рубля по причине малых объемов.

Динамика рубля и объемы торгов

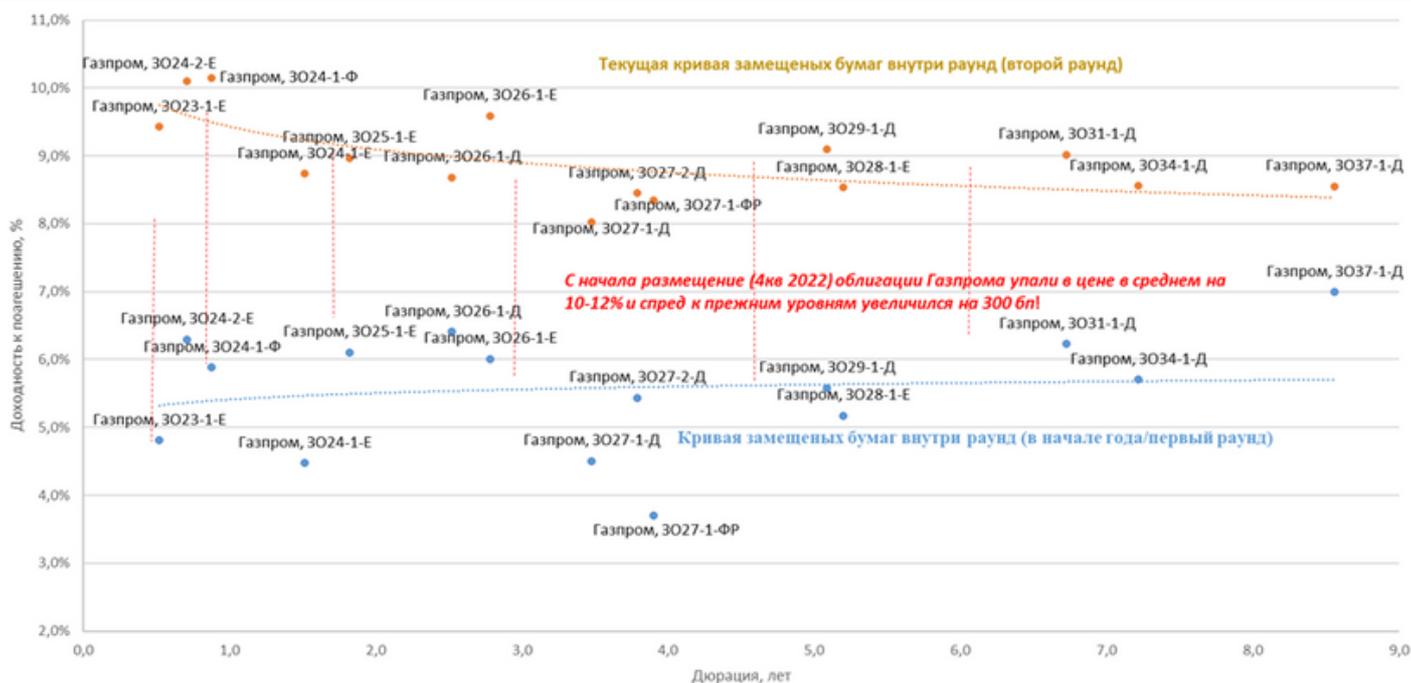
Пара USD/RUB к 11 мая 2023 года отступила до 75,23 руб. за доллар, просев на 10% по сравнению с протестированным 7 апреля локальным максимумом 83,50 руб. за доллар. Эта коррекция была в основном обусловлена снижением спроса на иностранную валюту после завершения ряда корпоративных сделок, включая наиболее знаковую – выкуп НОВАТЭКом доли в проекте «Сахалин-2» у корпорации Shell (нерезидента из недружественной юрисдикции). В рамках этой сделки, осуществлявшейся с 3 по 7 апреля, НОВАТЭК выкупил долю Shell за 95 млрд руб., после чего полученные Shell средства были конвертированы в иностранную валюту и выведены за рубеж. **Дальнейшее снижение спроса на валюту и начало налогового периода в России также поспособствовали ослаблению доллара США относительно рубля, поскольку совокупные налоговые выплаты экспортеров за соответствующий период составляют около 600-700 млрд руб.**

В тоже время на валютном рынке сохраняется сильная волатильность при достаточно больших объемах торгов по парам CNY/RUB и USD/RUB. Во время активного укрепления доллара относительно рубля совокупный объем сделок по паре USD/RUB вырос и к 7 апреля достиг 168 млрд руб., а по паре CNY/RUB – 149 млрд руб. В обоих случаях это рекордные объемы: для сравнения, средний дневной оборот с начала 2023 года по паре USD/RUB составлял 85,7 млрд руб., а по паре CNY/RUB – 82,5 млрд руб. Повышенные объемы торгов сохранялись вплоть до 28 апреля, уже после наметившегося укрепления российской валюты, а на фоне последующего ослабления рубля, объемы снова начали падать.

Что покупать, делая ставку на укрепление рубля, и как хеджироваться от укрепления доллара?

Замещенные еврооблигации внутри НРД. Текущие цены в НРД на 10-13% ниже, чем в начале года (доходность выросла приблизительно на 300 б. п.), и в среднем на 15% ниже своих справедливых уровней. Средняя доходность к погашению по замещенным еврооблигациям Газпрома составляет порядка 8-9% против 5-6% в начале года. Целевой годовой ориентир по доходности с учетом накопленного купонного дохода составляет более 20% в валюте. Основной риск – это «навес» в виде потенциального предложения в рамках второго раунда замещения евробондов Газпрома, а также замещающих выпусков остальных эмитентов в соответствии с ожидающимся законом об обязательном замещении еврооблигаций. Совокупный доступный объем облигаций, которые могут быть замещены внутри НРД, включая еврооблигации Минфина РФ, мы оцениваем по номиналу в \$74,1 млрд, причем из этого объема уже замещено \$13,6 млрд, а \$60,5 млрд доступны для замены, причем в текущем году из этой суммы, по нашим оценкам, будет замещено не менее \$30 млрд.

Кривая замещенных бумаг внутри НРД (до и сейчас)



Источник: Argus, Минфин РФ, Айгенис

**Российская Федерация, 123112, г. Москва
наб. Пресненская д.12, оф. 9.5 (башня Федерация)**

тел.: +7495 21-21-101

Общество с ограниченной ответственностью «Инвестиционная компания «Айгенис» (далее — Компания) не несет ответственности и не дает каких-либо гарантий в связи с передачей маркетинговых материалов, которые могут представлять для Вас интерес. Материалы, предоставляемые Компанией, предназначены исключительно для использования в образовательных и ознакомительных целях, не являются офертой, не являются предложением заключить сделку, не являются инвестиционной рекомендацией. Предоставляемая Компанией информация подлежит тщательному анализу и оценке перед принятием Вами какого-либо решения на основе переданной Компанией информации. Подтверждая свое желание познакомиться с предоставленной Вам информацией, Вы тем самым выражаете свое полное согласие в том, что Компания не несет ответственности за правильность или ошибочность любых Ваших решений, принятых на основе какой-либо информации, предоставленной Вам Компанией. Ни при каких обстоятельствах Компания не будет нести ответственности ни перед Вами, ни перед другой Стороной за какой-либо ущерб, возникший в результате использования Вами предоставленной информации, за любую упущенную выгоду. Вся ответственность за использование предоставленной информации возлагается на Вас, и Вы целиком и полностью принимаете эту ответственность. При возникновении у Вас каких-либо вопросов, связанных с предоставленной Вам информацией, рекомендуем обратиться к специалистам Компании за разъяснениями. Передаваемая информация носит конфиденциальный характер, в силу чего не подлежит разглашению и передаче ни в какой форме. Вы принимаете на себя обязательства обращаться с предоставленной информацией как с конфиденциальной, чтобы не допустить несанкционированного разглашения и передачи данной информации

Лицензии профессионального участника рынка ценных бумаг:

брокерская деятельность – № 045-14147-100000 от 02.08.2022

дилерская деятельность – № 045-14147-010000 от 02.08.2022

депозитарная деятельность – № 045-14147-000100 от 02.08.2022

управление ценными бумагами – № 045-14147-001000 от 02.08.2022