

Дивиденды 2015: предварительный прогноз (высоколиквидный сектор)

В прошедшем году условия ведения бизнеса для большинства российских компаний были сложными. Макроэкономическая ситуация характеризовалась ослаблением рубля, сокращением внутреннего спроса, падением мировых цен на основные статьи российского экспорта и ограничением доступа к глобальным рынкам капитала из-за международных санкций. Вместе с тем промежуточные финансовые результаты (и операционные результаты за полный год, раскрытые отдельными компаниями) позволяют предположить, что некоторым компаниям удастся получить прибыль и сохранить практику дивидендных выплат по итогам года – в некоторых случаях это подразумевает привлекательную ожидаемую дивидендную доходность, поскольку влияние негативных макроэкономических факторов выразилось в снижении цен акций.

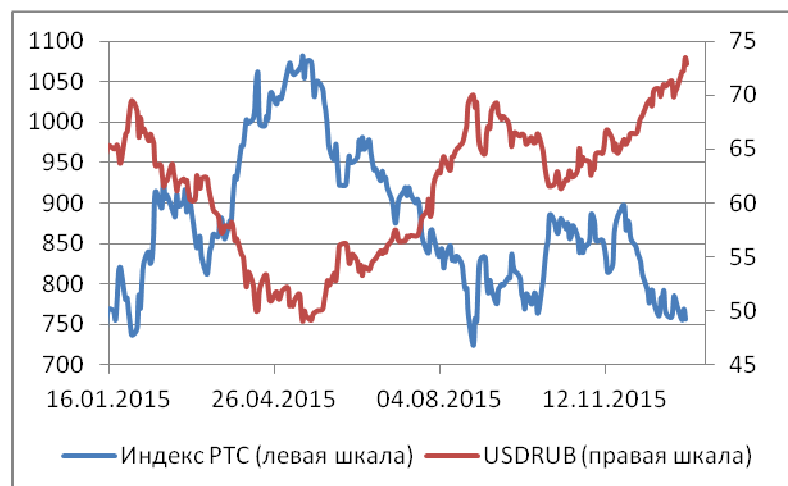
Мы построили прогноз по годовым дивидендам компаний, входящих в список индекса РТС/ММВБ, опираясь на доступную финансовую отчетность (в большинстве случаев это отчетность по международным стандартам за девять месяцев 2015 года) и принятую компаниями дивидендную политику. Надо заметить, что наш прогноз нельзя назвать строго консервативным, поскольку присутствуют существенные риски, связанные как с неопределенностью в отношении динамики финансовых показателей компаний в четвертом квартале, так и с возможностью внесения корректив в практику дивидендных выплат из-за сложной экономической ситуации. Последний фактор заставляет нас внимательно смотреть на структуру и величину долга компаний, а также на долю экспорта в их выручке. В таблице ниже мы приводим акции из индекса РТС/ММВБ, ожидаемая дивидендная доходность по которым, по нашим оценкам, составляет не менее 5% (до налогов). Надо заметить, что некоторые из представленных компаний выплатили промежуточные дивиденды. Мы рассматриваем «дивидендные идеи» как долгосрочные и ориентируемся на полную дивидендную доходность, учитывающую дивиденды за весь год (включая промежуточные).

Акции из индекса ММВБ с ожидаемой дивидендной доходностью выше 5%

Компания	Тикер	Мсар, \$ млн.	Ож. див. на акцию, руб.	Ож. див. дох-сть	Ож. див. дох-ть без пром. див.	Чистый долг / ЕВITDA	EV/ЕВITDA
Газпром, ао	GAZP	40583	7.2	5.4%	5.4%	1.1	2.7
Сургутнефтегаз, ап	SNGSP	20567	8.26	19.2%	19.2%	*	4.2
Северсталь, ао	CHMF	6831	73.7	11.4%	5.4%	0.5	4.8
МТС, ао	MTSS	5978	16.6	7.3%	4.8%	1.9	4.6
НЛМК, ао	NLMK	5295	5.29	7.6%	1.1%	0.6	3.7
Башнефть, ап	BANEP	4588	112	6.4%	6.4%	0.8	3.9
Московская биржа, ао	MOEX	2619	7.27	8.0%	8.0%	-	6.0
Группа ЛСР, ао	LSRG	811	49.1	7.9%	7.9%	0.6	6.3
М.Видео, ао	MVID	593	25.2	9.7%	9.7%	*	5.4

* - чистый долг отрицательный

Источник: данные компаний, Московская биржа, Bloomberg, СПАРК-Интерфакс, оценки ИФ «ОЛМА»



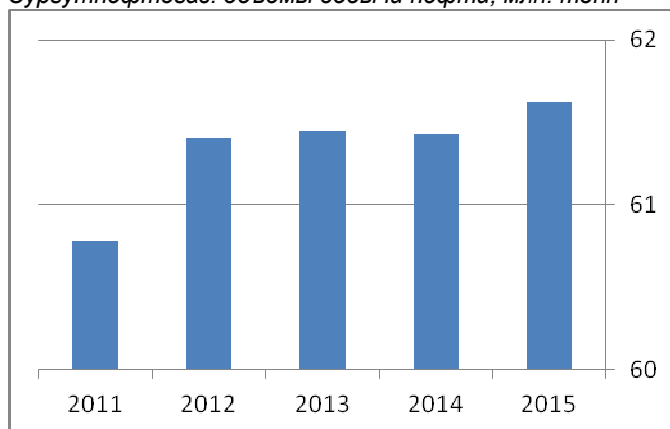
Источник: Bloomberg

Нефтегазовый сектор – Газпром, Сургутнефтегаз, Башнефть

По заявлению главы финансово-экономического департамента **Газпрома** (GAZP), компания планирует по итогам 2015 года, как и годом ранее, выплатить дивиденды в размере 7.2 руб. на акцию. Этот прогноз можно признать консервативным, учитывая рост чистой прибыли Газпрома (по МСФО) за девять месяцев 2015 года на 21% год-к-году в рублях. К рискам для долгосрочных инвесторов, рассматривающих возможность включения бумаг Газпрома в «дивидендный портфель», следует отнести давление дисбаланса на мировом сырьевом рынке на цены на энергоносители, перспективы (пока скорее отдаленные) реформирования российского рынка транспортировки газа и сокращение добычи (в 2015 году, по некоторым оценкам, Газпром сократил объем добычи газа на 5.6%, однако недавно озвученные планы компании предполагают наращивание добычи примерно на 15% до 480 млрд. куб. м в 2016 году).

Сургутнефтегаз (SNGS, SNGSP) не раскрывает отчетности по международным стандартам за девять месяцев прошедшего года. По итогам шести месяцев 2015 года чистая прибыль компании (в рублевом выражении) увеличилась на 1% год-к-году - эти темпы повышения мы закладываем в прогноз по чистой прибыли за весь год и оценку ожидаемых дивидендов. Однако надо заметить, что темпы роста чистой прибыли Сургутнефтегаза по РСБУ за девять месяцев составили 39% год-к-году, а значит, наша оценка можно считать консервативной. К сильным сторонам Сургутнефтегаза можно отнести отсутствие чистого долга (сумма денежных средств на балансе компании по состоянию на конец первого полугодия 2015 года составляла 107 млрд. рублей) и высокую долю экспортной выручки (74%).

Сургутнефтегаз: объемы добычи нефти, млн. тонн



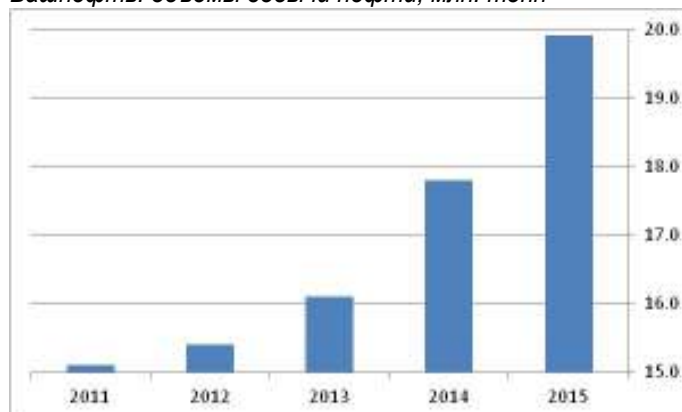
Источник: данные компании

Вместе с тем, вопрос эффективности использования свободных денежных средств может быть предметом обеспокоенности потенциальных инвесторов. В то время как компания, по всей вероятности, может улучшить финансовые показатели за счет ослабления рубля, потенциал роста за счет увеличения физических объемов выпуска ограничен (меторождения преимущественно зрелые, средние темпы повышения добычи нефти компанией за прошедшие три года – 0.1% в год).

Башнефть (BANE, BANEP) в 2015 году утвердила обновленную дивидендную политику, в соответствии с которой планирует направлять на дивиденды не менее 25% чистой прибыли по международным стандартам при условии, что значение отношения чистого долга к EBITDA не превышает 2.0 (в настоящее время последнее условие выполняется с запасом). Параметры дивидендной политики и наш прогноз чистой прибыли Башнефти по итогам 2015 года подразумевают минимальный размер дивидендов 68 руб. на акцию (обыкновенную и привилегированную). Однако мы считаем, что компания не станет резко снижать дивидендные выплаты (по итогам 2014 года дивиденды составили 113 руб. на акцию) и направит на выплату дивидендов за 2015 год 20 млрд. руб. (112.59 руб. на акцию) - эта сумма подтверждается в высказываниях менеджмента компании.

Кроме того, в настоящее время обсуждается увеличение дивидендных выплат госкомпаниями до 50% от чистой прибыли по международным стандартам – если бы это правило было принято Башнефтью уже сейчас (государству принадлежит более 60% голосующих акций Башнефти), ожидаемые дивиденды по итогам 2015 года могли бы составить 137 руб. на акцию.

Башнефть: объемы добычи нефти, млн. тонн

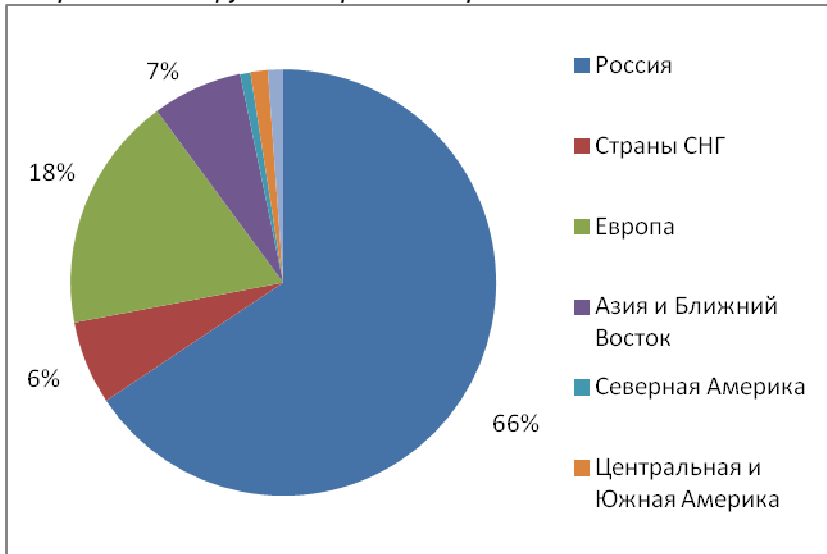


Источник: данные компании

Металлургия – Северсталь и НЛМК

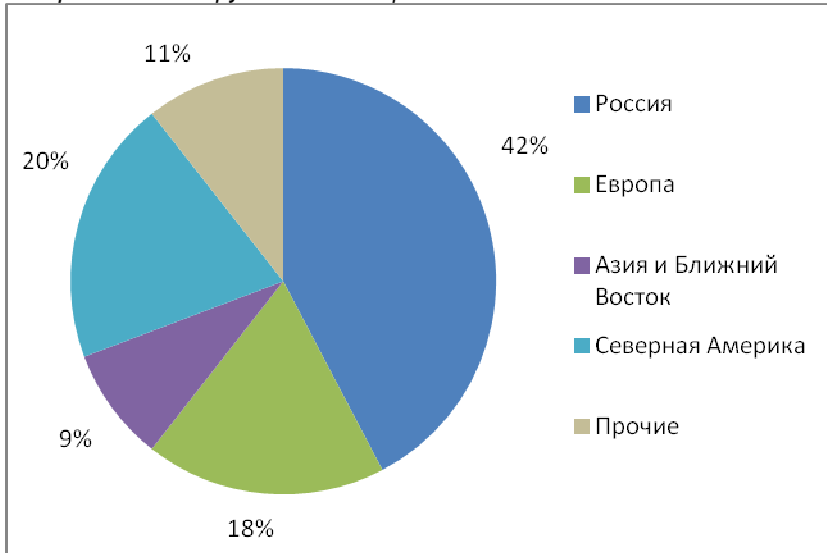
Из двух представителей металлургического сектора, **Северстали (CHMF)** и **НЛМК (NLMK)**, последний выглядит немногим более устойчивым к негативному влиянию ослабления рубля – у НЛМК ниже доля внутренних продаж в выручке и ниже доля валютных обязательств в общем объеме долга (однако указанные различия отражаются в разности в ожидаемой дивидендной доходности по бумагам двух компаний). К негативным для обеих компаний факторам следует отнести риски, связанные с «охлаждением» китайской экономики (а возможно, и мировой экономики в целом), а также возможность введения защитных ввозных пошлин на стальной прокат в Европе. Надо заметить, что оба эмитента следуют практике ежеквартального объявления дивидендов. За первые три квартала 2015 года Северсталь и НЛМК выплатили дивиденды в суммарном размере 38.61 руб. на акцию и 4.52 руб. на акцию соответственно (дивидендная доходность выше 6% во обоих случаях).

Распределение выручки Северстали по регионам



Источник: данные компании, оценки ИФ «ОЛМА»

Распределение выручки НЛМК по регионам



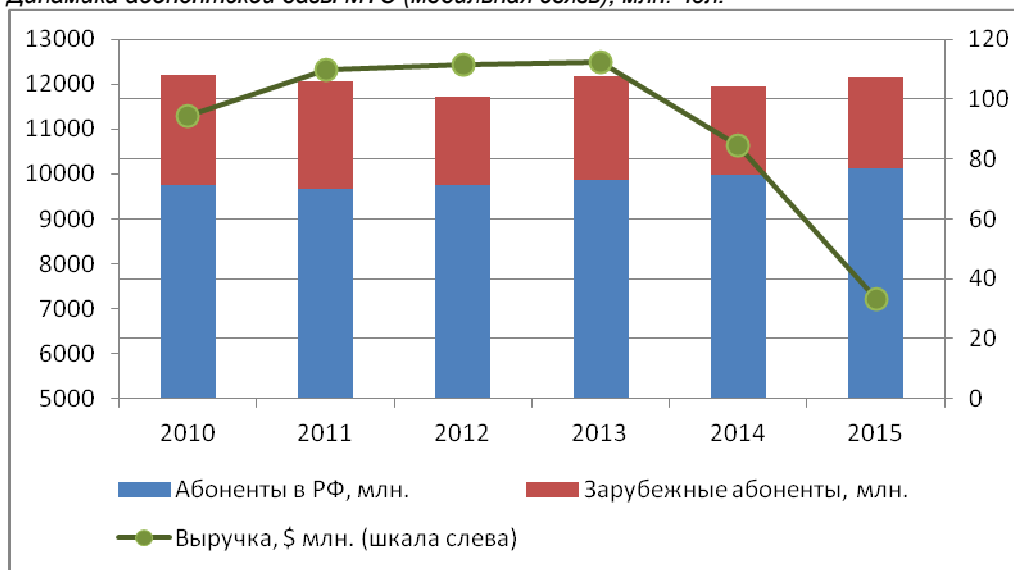
Источник: данные компании, оценки ИФ «ОЛМА»

Ориентир на внутренний спрос – МТС, группа ЛСР, М.Видео

Компании, ориентированные на внутренний спрос, сталкиваются с негативным давлением на выручку из-за сокращения реальных располагаемых доходов населения (Росстат сообщает о сокращении на 3.9% год-к-году в третьем квартале прошедшего года) и ослаблением курса рубля. Однако последнее может стать фактором сокращения нормы сбережений, а значит, роста (при прочих равных) спроса на потребительские товары и услуги.

В выручке **МТС** (MTSS) доминируют продажи мобильной связи в РФ (66%). Возможности существенного расширения абонентской базы выглядят ограниченными, но компания может увеличивать доходы за счет продаж оборудования и предоставления услуг мобильного интернета. К привлекательным сторонам МТС относится стабильная дивидендная политика. В 2015 году компания уже выплачивала дивиденды (5.8 руб. на акцию по итогам первого полугодия), но даже с учетом возможного сокращения прибыли (чистая прибыль за девять месяцев 2015 года сократилась на 15% год-к-году) дивиденды за второе полугодие могут оказаться более высокими, если компания сохранит долю чистой прибыли, направляемой на дивиденды по итогам года, без изменений. Мы считаем, что бумаги МТС имеют право на место в долгосрочном «дивидендном портфеле», поскольку низкие ожидаемые темпы роста финансовых показателей компенсируются стабильным дивидендным потоком.

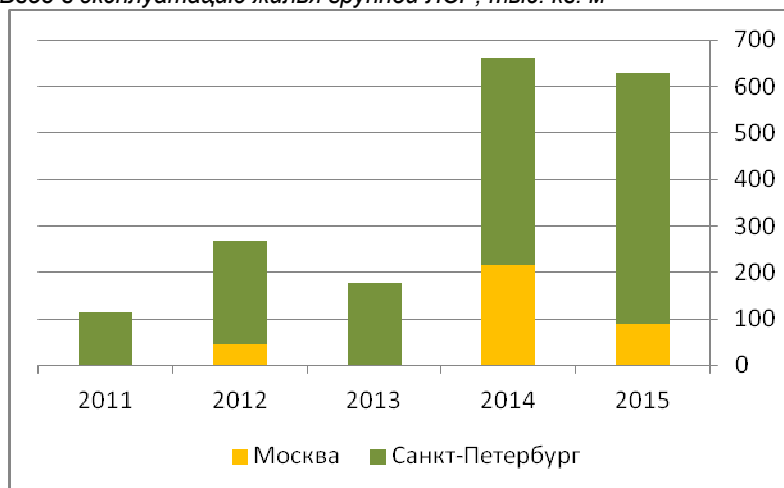
Динамика абонентской базы МТС (мобильная связь), млн. чел.



Источник: данные компании, оценки ИФ «ОЛМА»

Группа ЛСР (LSRG) по итогам 2015 года сократила объем вводимых в строй объектов (в кв. м) почти на 5%, выручку в долларх США – на 41%. Динамика выручки группы примерно соответствует положению в отрасли строительства и девелопмента в целом (по данным Росстрестра,

Ввод в эксплуатацию жилья группой ЛСР, тыс. кв. м



Источники: данные компании, оценки ИФ «ОЛМА»

только в Москве количество сделок купли-продажи недвижимости сократилось на 30%). Если группа ЛСР сохранит высокое отношение дивидендных выплат к чистой прибыли, дивидендная доходность по акциям компании может оказаться сравнительно привлекательной (даже с учетом ожидаемого сокращения чистой прибыли). Однако акции группы ЛСР мы относим к группе бумаг высокого риска, поскольку сложные условия на рынке жилья могут заставить компанию сократить дивидендные выплаты для высвобождения средств на обслуживание долга и инвестиции.

М.Видео (MVID) отличается стабильная практика дивидендных выплат и отсутствие долга. Ранее компания стремилась выплачивать не менее 60% чистой прибыли по МСФО в виде дивидендов. Вместе с тем, доля чистой прибыли, направляемая на дивиденды, не прописана в дивидендной политике и остается на усмотрение совета директоров. В 2015 году (в отличие от прошлых лет) компания не стала выплачивать промежуточные дивиденды, что подразумевает наличие нераспределенной прибыли, доступной для выплаты дивидендов по итогам года, но и усиливает неопределенность в отношении размера дивидендов. Наша оценка ожидаемых дивидендов М.Видео основана на предположении, что отношение дивидендных выплат к чистой прибыли останется на уровне 60%. Компания сообщила о сокращении продаж на 5.5% в 2015 году, что позволяет предположить возможность сокращения чистой прибыли.

М.Видео: торговая площадь и динамика онлайн-продаж



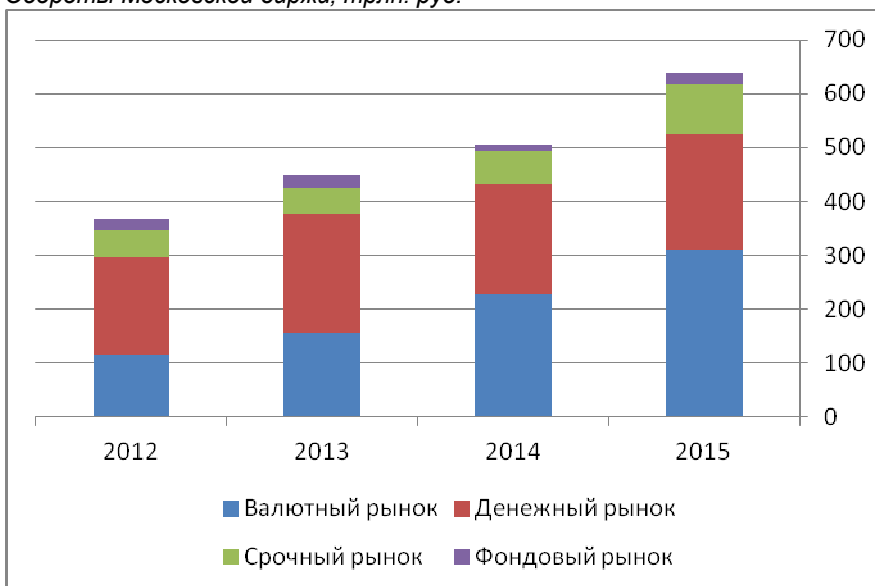
Снижение реальных располагаемых доходов населения и изменение структуры потребительского спроса могут негативно сказаться на динамике продаж М.Видео, но негативное влияние может быть частично компенсировано ростом числа магазинов и торговой площади, а также увеличением оборота интернет-магазина (по итогам 2015 года онлайн-продажи М.Видео выросли на 12.5%).

Источники: данные компании, оценки ИФ «ОЛМА»

Финансовый сектор – Московская биржа

Несмотря на сложную ситуацию в экономике в целом и в финансовом секторе, **Московской бирже (МОЕХ)** удастся ежегодно увеличивать совокупный объем торгов в рублевом выражении. Основной вклад в увеличение оборота в течение последних двух лет вносили валютный и срочный рынки. Чистая прибыль биржи за январь-сентябрь 2015 году увеличилась на впечатляющие 89% год-к-году, что дает основания ожидать роста дивидендных выплат по итогам года.

Обороты Московской биржи, трлн. руб.



Наш прогноз по дивидендам Московской бирже основан на предположении сохранения высоких темпов роста чистой прибыли по году в целом и выплате 55% чистой прибыли по МСФО в виде дивидендов (эта доля указана в качестве целевой в дивидендной политике биржи, утвержденной в прошлом году).

Источники: данные биржи, оценки ИФ «ОЛМА»

Дивидендные ожидания – резюме

Компания	Ож. див. дох.	Сильные стороны	Факторы риска
Газпром, ао	5.4%	Возможность увеличения дивидендов госкомпаниями, высокая доля экспорта в выручке	Снижение мировых цен на энергоносители, возможность либерализации рынка транспортировки газа, геополитические факторы
Сургутнефтегаз, ап	19.2%	Устойчивая финансовая позиция, высокая доля экспорта в выручке	Снижение мировых цен на энергоносители, зрелость месторождений, низкая прозрачность
Северсталь, ао	11.4%	Стабильная дивидендная политика	Нестабильный мировой спрос, возможность ограничения импорта стали в Европу, высокая доля валютных обязательств
МТС, ао	7.3%	Стабильная дивидендная политика, низкая доля валютных обязательств	Сравнительно высокая долговая нагрузка, высокое насыщение рынка
НЛМК, ао	7.6%	Стабильная дивидендная политика	Нестабильный мировой спрос, возможность ограничения импорта стали в Европу
Башнефть, ап	6.4%	Рост добычи, возможность увеличения дивидендов госкомпаниями	Снижение мировых цен на энергоносители
Московская биржа, ао	8.0%	Рост оборотов, обновленная дивидендная политика	Сокращение «спроса на риск» может негативно повлиять на обороты
Группа ЛСР, ао	7.9%	Высокие дивидендные выплаты в прошлые годы	Сложная ситуация на рынке жилья, валютные долговые обязательства
М.Видео, ао	9.7%	Устойчивая финансовая позиция	Ослабление рубля, снижение доходов населения

Инвестиционная фирма «ОЛМА»

Малый Каретный переулок, 7/1
Москва, Россия, 127051
+7-495-960-3121
www.olma.ru

Управление торговых операций

Николай Григорьев
Тел: +7 (495) 960-3121, доб. 1618
E-mail: nng@olma.ru

Роман Рассадин
Тел: +7 (495) 960-3121, доб. 1606
E-mail: rar@olma.ru

Управление брокерского обслуживания

Антон Коновалов
Тел: +7 (495) 960-3122, доб. 1231
E-mail: konovalov@olma.ru

Владимир Владимиров
Тел: +7 (495) 960-3122, доб. 1264
E-mail: vladimirov@olma.ru

Аналитическое управление

Антон Старцев
Тел: +7 (495) 960-3121, доб. 1226
E-mail: sav@olma.ru

© 2016 Инвестиционная фирма «ОЛМА»

Настоящая информация предназначена исключительно для сведения клиентов ИФ «ОЛМА». Настоящая информация не может восприниматься как предложение или рекомендация относительно покупки или продажи ценных бумаг. Настоящая информация составлена на основе публичных источников, которые признаны надежными, и за достоверность и/или полноту предоставленной информации ИФ «ОЛМА» ответственности не несет. Все суждения, выраженные в настоящем материале, актуальны на дату его выпуска, указанную в материале. ИФ «ОЛМА» не берет на себя обязательств по регулярному обновлению материала или исправлению выявленных ошибок. ИФ «ОЛМА», ее партнеры или ее сотрудники могут владеть объектами инвестиций, упомянутыми в настоящем материале, и могут время от времени приобретать или избавляться от них. Ни ИФ «ОЛМА», ни кто-либо из ее представителей или сотрудников не принимает на себя какой-либо ответственности в отношении убытков и ущерба любого рода, полученных на основании использования настоящей информации.

Любое копирование или воспроизведение информации, содержащейся в настоящем материале, полностью или частично, возможно только с разрешения ИФ «ОЛМА».