

25 июля 2016

Нефтегазовые, металлургические и телекоммуникационные компании генерируют 85% всех дивидендов.....2

Повышенные дивиденды госкомпаний могут привести к дальнейшему сокращению их инвестиционных программ.....3

Металлургический сектор повысил дивиденды на фоне девальвации рубля.....4

Рост расходов на инфраструктуру существенно сократит дивиденды телекоммуникационных компаний.....5

Методика расчетов.....6

Александр Гушчин

Старший аналитик, группа корпоративных рейтингов

+7 (495) 139-0489

alexander.gushchin@acra-ratings.ru

Наталья Порохова

Директор, руководитель группы исследований и прогнозирования

+7 (495) 139-0490

natalia.porokhova@acra-ratings.ru

Контакты для СМИ

Мария Мухина

Операционный директор

+7 (495) 139-0480

maria.mukhina@acra-ratings.ru

Дивиденды растут быстрее прибыли и инвестиций

Анализ дивидендных выплат российских нефинансовых компаний

- **Объем дивидендов нефинансовых компаний за 2015 год увеличился на 8% до 1 350 млрд руб.** Доля чистой прибыли, направленной на дивиденды за 2015 год, выросла с 28% в 2013 году до 31%. Такой рост был во многом обусловлен увеличением выплат акционерам в нефтегазовой отрасли (+15%), на долю которой пришлось 50% совокупного объема дивидендов. Помимо нефтегазового сектора, в лидерах по выплаченным дивидендам — металлургия и телекоммуникации.
- **Для увеличения размера дивидендов до 50% от чистой прибыли госкомпаниям не хватает 200 млрд руб.** Повышение дивидендных выплат может обусловить дальнейшее сокращение инвестиционных программ ввиду недостаточного объема свободного денежного потока, что может привести к снижению кредитоспособности госкомпаний.
- **Металлургия — лидер по темпам роста дивидендных выплат в 2013–2015 годах.** Пройденный пик капитальных затрат и девальвация рубля позволили металлургическим компаниям повысить дивиденды, однако для дальнейшего увеличения дивидендных выплат компаниям сектора будет необходим новый источник роста.
- **Телекоммуникационные компании в ближайшие годы не смогут поддерживать дивиденды на прежнем высоком уровне.** Причина — высокие расходы на строительство инфраструктуры в соответствии с новым законодательством в сфере противодействия терроризму. Сохранение текущих уровней дивидендных выплат негативно скажется на кредитном качестве компаний отрасли.

Нефтегазовые, металлургические и телекоммуникационные компании генерируют 85% всех дивидендов

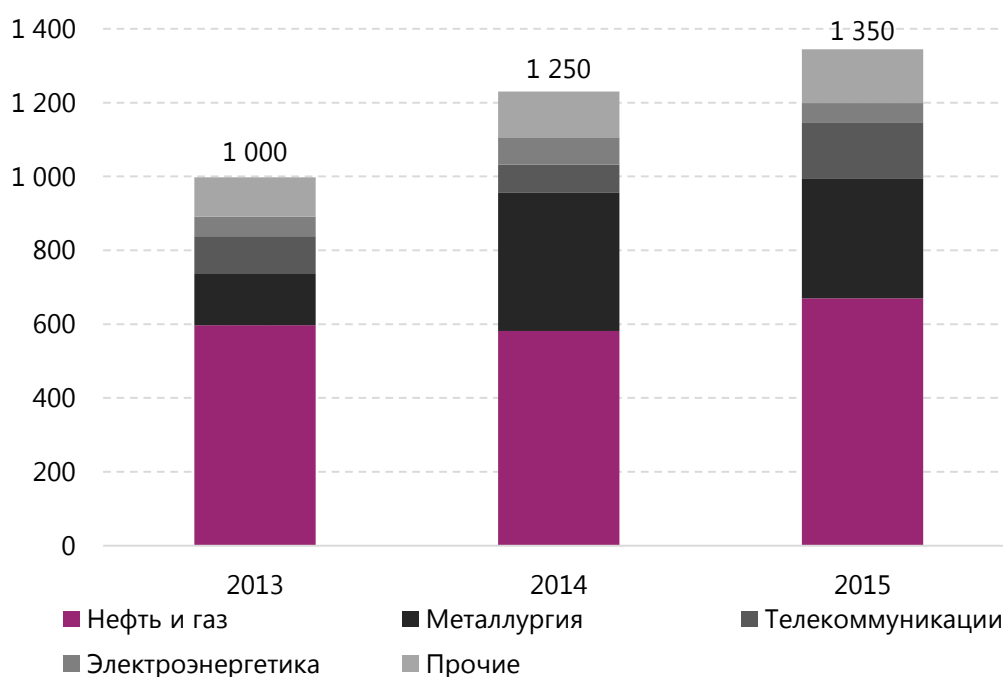
По оценкам АКРА, совокупный размер объявленных дивидендов российских компаний нефинансового сектора по итогам 2015 года составил 1 350 млрд руб. Данный показатель на 8% выше уровня 2014 года, (1 250 млрд руб.), и на 35% выше показателя 2013 года. Помимо роста дивидендов в абсолютном выражении, увеличивается и доля чистой прибыли, направляемая на дивидендные выплаты: в период с 2013 по 2015 год данный показатель повысился с 28% до 31%.

Традиционно основной дивидендный поток генерируется нефтегазовыми компаниями: в 2015 году на их долю пришлось 50% всех дивидендных выплат. Совокупные дивиденды компаний нефтегазового сектора в 2015 году увеличились на 15% до 670 млрд руб.

В 2013–2015 годах наиболее существенный рост дивидендов наблюдался в металлургическом секторе: выплаты акционерам увеличились на 135% до 330 млрд руб. При этом совокупные дивиденды сектора за указанный период без учета выплат «Норильского никеля», который формирует около половины всего дивидендного потока отрасли, увеличились втрое. По итогам 2015 года доля дивидендов металлургических компаний в совокупном объеме выплат акционерам составила 24%.

Замыкают тройку лидеров компании телекоммуникационного сектора, которые по итогам 2015 года распределяют среди акционеров 150 млрд руб. (11% всех дивидендов корпоративного сектора). С 2013 по 2015 год дивидендные выплаты телекоммуникационных компаний выросли на 48%.

Рисунок 1. Нефтегазовый сектор остается основным генератором дивидендов, млрд руб.



Для расчетов совокупного объема дивидендов использовались данные 184 крупнейших компаний России, общий размер выручки которых по итогам 2015 года составил 46 трлн руб. или 35% от совокупной выручки российских компаний.

Источник: расчеты АКРА

Повышенные дивиденды госкомпаний могут привести к дальнейшему сокращению их инвестиционных программ

По оценкам АКРА, совокупный объем дивидендов госкомпаний вырос по итогам 2015 года на 25% до 465 млрд руб., из которых 67% пришлось на долю «Газпрома» и «Роснефти». Средняя доля совокупной чистой прибыли всех госкомпаний, направленной на выплату дивидендов, составила 28%. Если брать в расчет только прибыльные госкомпании, то в виде дивидендов было распределено 23% чистой прибыли, а без учета «Газпрома» и «Роснефти» — 17%.

Минфин России рассматривает возможность обязать госкомпании с 2017 года выплачивать дивиденды в размере не менее 50% чистой прибыли по МСФО, хотя уже по итогам 2015 года часть госкомпаний объявила дивиденды исходя из такого правила.

Если дивиденды всех госкомпаний распределялись бы по новым правилам уже по итогам 2015 года, то дополнительный объем выплат акционерам, по оценкам АКРА, мог бы достигнуть 500 млрд руб. Из них государство (в лице федерального бюджета и профильных госкорпораций) получило бы до 320 млрд руб. Кроме того, увеличилась бы налогооблагаемая база по налогу на доходы в виде дивидендов, что принесло бы бюджету еще около 25 млрд руб.

Выплата дополнительных дивидендов существенно увеличила бы нагрузку на денежные потоки компаний. Ряду крупных государственных компаний их текущий свободный денежный поток (FCF) позволит произвести эти выплаты, но у многих госкомпаний FCF уже отрицательный или находится на уровне, близком к нулю. Так, средний уровень рентабельности по FCF у госкомпаний по итогам 2015 года составил 4%, а без учета «Роснефти», показатели которой существенно превышают средний уровень, этот показатель оказался равным 0,4%. В результате для выплаты повышенных дивидендов госкомпаниям потребовалось бы дополнительно 200 млрд руб. Источником этой суммы могут стать высвобожденные из инвестиционных программ потоки.

Среднее по госкомпаниям отношение инвестиций в основной капитал (CAPEX) к выручке сократилось с 2013 по 2015 годы с 21% до 19%. Если компаниям не удастся «защитить» перед государством свои инвестиционные программы, то дополнительное сокращение капитальных затрат может привести к снижению данного соотношения еще на 2 п. п., а уменьшение общего объема CAPEX госкомпаний может составить до 5%. Снижение капитальных затрат в пользу дивидендов, а также сокращение и без того низкого свободного денежного потока негативно отразилось бы на кредитоспособности госкомпаний.

FCF (Free Cash Flow) — операционный денежный поток, скорректированный на выплаченные дивиденды и произведенные капитальные затраты.

Металлургический сектор повысил дивиденды на фоне девальвации рубля

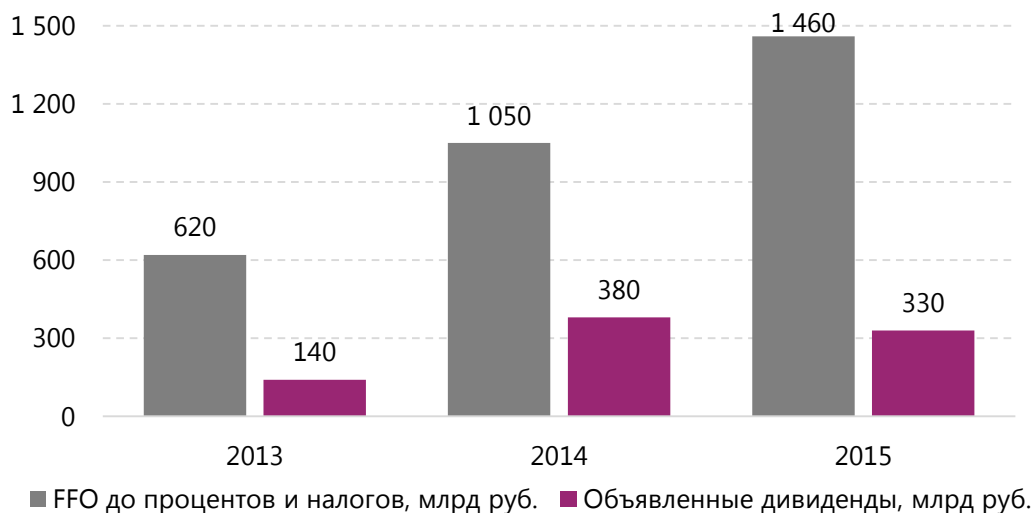
В 2013–2015 годах металлургия опережала другие отрасли по темпам роста дивидендов, а доля чистой прибыли, распределяемой среди акционеров, была выше среднего уровня. По итогам 2015 года в виде дивидендов было выплачено 72% чистой прибыли отрасли (52% без учета «Норильского Никеля», дивиденды которого превысили чистую прибыль на 30%).

Высокий объем дивидендов металлургических компаний объясняется пройденным в 2000–2014 годах пиком капитальных затрат отрасли. Основные фонды компаний существенно обновились: мартеновское производство на крупных предприятиях практически ликвидировано, доля непрерывной разливки стали доведена приблизительно до 90%. В дальнейшем инвестиционные программы будут сосредоточены на поддержании работоспособного состояния действующих мощностей, а их влияние на денежные потоки компаний существенно снизится.

Главным ограничителем дивидендных выплат в 2013–2015 годах была достаточно высокая долговая нагрузка отрасли на фоне негативной ценовой конъюнктуры на мировых рынках черных и цветных металлов, однако благодаря девальвации рубля денежные потоки компаний сектора существенно увеличились. С 2013 по 2015 год совокупный FFO до выплаты процентов и налогов по отрасли вырос на 135% до 1 460 млрд руб. Среднее по отрасли отношение долга к FFO до выплаты процентов и налогов снизилось с 4,0х по итогам 2013 года до 3,1х в 2015 году, что позволило нарастить выплаты дивидендов без большого урона для кредитоспособности.

По оценкам АКРА, дивиденды металлургических компаний закрепятся на текущем уровне в 300–360 млрд руб., поскольку влияние источников их роста в основном уже исчерпано. Если не произойдет значимого повышения мировых цен на продукцию черной и цветной металлургии или не появятся другие факторы, вероятность существенного повышения в ближайшие годы дивидендных выплат в металлургическом секторе невелика.

Рисунок 2. Благодаря пройденному пику капитальных затрат и девальвации рубля дивиденды металлургического сектора существенно выросли



FFO (Funds From Operations) до выплат процентов и налогов — операционный денежный поток до изменения оборотного капитала, выплат процентов и налогов.

Снижение дивидендов металлургических компаний в 2015 году обусловлено меньшими выплатами «Норильского Никеля» своим акционерам. Без учета дивидендов «Норильского никеля» выплаты по сектору увеличились на 27%.

Источник: расчеты АКРА

Рост расходов на инфраструктуру существенно сократит дивиденды телекоммуникационных компаний

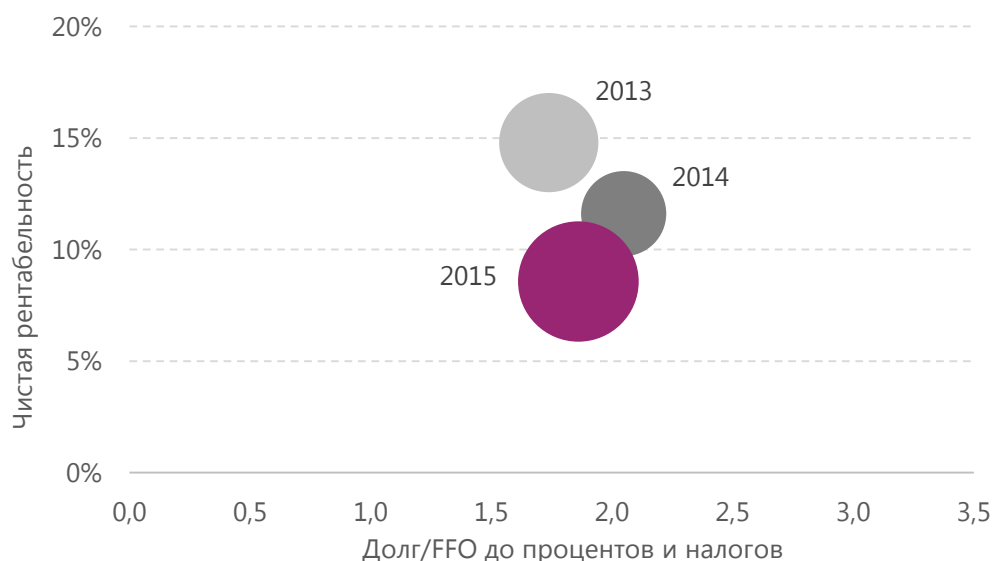
Специфика телекоммуникационной отрасли требует от компаний постоянной модернизации оборудования, из-за чего сектор является одной из немногих отраслей российской экономики, где на протяжении последних трех лет не произошло снижения соотношения «CAPEX/выручка». Более того, этот показатель вырос с 19% по итогам 2013 года до 21% в 2015 году.

В ближайшие годы объем капитальных затрат в отрасли существенно увеличится. Причиной тому послужит строительство инфраструктуры в соответствии с законодательными изменениями в сфере противодействия терроризму: по новым требованиям, с 1 июля 2018 года телекоммуникационные компании должны сохранять содержание голосовых вызовов, сообщений и пр.

По оценкам участников рынка, их затраты могут составить около 2 трлн руб., что соответствует трем годовым FFO до выплаты процентов и налогов всего сегмента. При сохранении текущих ценовых параметров и отсутствии субсидий со стороны государства долговая нагрузка сектора может увеличиться до 4–5х FFO до выплаты процентов и налогов. Кроме того, компании ожидают, что в ближайшие пять лет их деятельность станет убыточной.

Наращивание инвестиционных программ существенно повлияет на уровень долговой нагрузки телекоммуникационных компаний и на их рентабельность. Сохранение дивидендов на прежнем уровне в случае убыточности возможно за счет нераспределенной прибыли, однако такой вариант приведет к сокращению капитала компаний, что может негативно сказаться на уровне их кредитоспособности. По оценкам АКРА, дивиденды телекоммуникационных компаний за 2016 год будут все еще сопоставимы с уровнем предшествующего периода, однако по результатам 2017 года их объем может существенно снизиться.

Рисунок 3. Из-за снижающейся прибыльности телекоммуникационные компании могут резко сократить дивиденды



Площадь фигур — объем выплаченных дивидендов по итогам года.

Источник: расчеты АКРА

Методика расчетов

Объем дивидендов нефинансовых компаний для каждого года определялся как сумма промежуточных и объявленных по результатам этого года дивидендов, несмотря на то что фактические выплаты дивидендов отражались в отчетности следующего года. Для расчета общего размера дивидендов были собраны данные по 184 крупнейшим нефинансовым компаниям различных отраслей экономики, общий размер выручки которых по итогам 2015 года составил 46 трлн руб., или 35% совокупной выручки российских компаний. По оценкам АКРА, компании выборки формируют 95% совокупного объема дивидендов, распределенных всеми российскими нефинансовыми компаниями, поскольку выплачивать большие дивиденды могут позволить себе только представители крупного бизнеса.

Для исключения возможности «двойного учета» дивидендов, распределенных материнскими и их дочерними компаниями, производился полный учет дивидендов материнских структур, а выплаты дочерних компаний корректировались до суммы, причитавшейся миноритарным акционерам. Чтобы корректно рассчитать агрегированные финансовые показатели в случае консолидации результатов одной компании из выборки в финансовую отчетность другой, учитывались данные консолидированной отчетности только компаний верхнего уровня.

К металлургической отрасли нами также были отнесены угольные компании.

(С) 2016

Аналитическое Кредитное Рейтинговое Агентство (Акционерное общество), АКРА (АО)

Москва, Садовническая набережная, д. 75

www.acra-ratings.ru

Аналитическое Кредитное Рейтинговое Агентство (АКРА) создано в 2015 году. Акционерами АКРА являются 27 крупнейших компаний России, представляющие финансовый и корпоративный сектора, а уставный капитал составляет более 3 млрд руб. Основная задача АКРА — предоставление качественного рейтингового продукта пользователям российского рейтингового рынка. Методологии и внутренние документы АКРА разрабатываются в соответствии с требованиями российского законодательства и с учетом лучших мировых практик в рейтинговой деятельности.

Представленная информация, включая, помимо прочего, кредитные рейтинги, факторы рейтинговой оценки, подробные результаты кредитного анализа, методологии, модели, прогнозы, аналитические обзоры и материалы и иную информацию, размещенную на сайте АКРА (далее — Информация), а также программное обеспечение сайта и иные приложения предназначены для использования исключительно в ознакомительных целях. Настоящая Информация не может модифицироваться, воспроизводиться, распространяться любым способом и в любой форме ни полностью, ни частично в рекламных материалах, в рамках мероприятий по связям с общественностью, в сводках новостей, в коммерческих материалах или отчетах без предварительного письменного согласия со стороны АКРА и ссылки на источник. Использование Информации в нарушение указанных требований и в незаконных целях запрещено.

Кредитные рейтинги АКРА отражают мнение АКРА относительно способности рейтингуемого лица исполнять принятые на себя финансовые обязательства или относительно кредитного риска отдельных финансовых обязательств и инструментов рейтингуемого лица на момент опубликования соответствующей Информации.

Присваиваемые кредитные рейтинги отражают всю относящуюся к рейтингуемому лицу и находящуюся в распоряжении АКРА существенную информацию (включая информацию, полученную от третьих лиц), качество и достоверность которой АКРА сочло надлежащими. АКРА не несет ответственности за достоверность информации, предоставленной клиентами или связанными третьими сторонами. АКРА не осуществляет аудита или иной проверки представленных данных и не несет ответственности за их точность и полноту. АКРА проводит рейтинговый анализ представленной клиентами информации с использованием собственных методологий. Тексты утвержденных методологий доступны на сайте АКРА по адресу: www.acra-ratings.ru/criteria.

Единственным источником, отражающим актуальную Информацию, в том числе о кредитных рейтингах, присваиваемых АКРА, является официальный интернет-сайт АКРА — www.acra-ratings.ru. Информация представляется на условии «как есть».

Информация должна рассматриваться пользователями исключительно как мнение АКРА и не является советом, рекомендацией, предложением покупать, держать или продавать ценные бумаги или любые финансовые инструменты, офертой или рекламой.

АКРА, его работники, а также аффилированные с АКРА лица (далее — Стороны АКРА) не предоставляют никакой выраженной в какой-либо форме или каким-либо образом непосредственной или подразумеваемой гарантии в отношении точности, своевременности, полноты или пригодности Информации для принятия инвестиционных или каких-либо иных решений. АКРА не выполняет функции фидуциария, аудитора, инвестиционного или финансового консультанта. Информация должна расцениваться исключительно как один из факторов, влияющих на инвестиционное или иное бизнес-решение, принимаемое любым лицом, использующим ее. Каждому из таких лиц необходимо провести собственное исследование и дать собственную оценку участнику финансового рынка, а также эмитенту и его долговым обязательствам, которые могут рассматриваться в качестве объекта покупки, продажи или владения. Пользователи Информации должны принимать решения самостоятельно, привлекая собственных независимых консультантов, если сочтут это необходимым.

Стороны АКРА не несут ответственности за любые действия, совершенные пользователями на основе данной Информации. Стороны АКРА ни при каких обстоятельствах не несут ответственности за любые прямые, косвенные или случайные убытки и издержки, возникшие у пользователей в связи с интерпретациями, выводами, рекомендациями и иными действиями третьих лиц, прямо или косвенно связанными с такой информацией.

Информация, предоставляемая АКРА, актуальна на дату подготовки и опубликования материалов и может изменяться АКРА в дальнейшем. АКРА не обязано обновлять, изменять или дополнять Информацию или уведомлять кого-либо об этом, если это не было зафиксировано отдельно в письменном соглашении или не требуется в соответствии с законодательством Российской Федерации.

АКРА не оказывает консультационных услуг. АКРА может оказывать дополнительные услуги, если это не создает конфликта интересов с рейтинговой деятельностью.

АКРА и его работники предпринимают все разумные меры для защиты всей имеющейся в их распоряжении конфиденциальной и/или иной существенной непубличной информации от мошеннических действий, кражи, неправомерного использования или непреднамеренного раскрытия. АКРА обеспечивает защиту конфиденциальной информации, полученной в процессе деятельности, в соответствии с требованиями законодательства Российской Федерации.