

31 июля 2018

Рост дивидендов ускорился впервые с 2014 года.....2

Госкомпании направляют на выплату дивидендов уже 35% чистой прибыли.....3

Металлургические и горнодобывающие компании направили на дивиденды практически весь свободный денежный поток.....4

У электроэнергетики есть потенциал опередить по дивидендам транспортные и телекоммуникационные компании.....5

Без роста операционных показателей дальнейшее увеличение дивидендов может ухудшить кредитное качество компаний.....6

Методика расчета.....7

Александр Гушин

Эксперт, группа корпоративных рейтингов

+7 (495) 139-0489

alexander.gushchin@acra-ratings.ru

Наталья Порохова

Старший директор, руководитель группы исследований и прогнозирования

+7 (495) 139-0490

natalia.porokhova@acra-ratings.ru

Контакты для СМИ

Алексей Чурилов

Младший менеджер по внешним коммуникациям

+7 (495) 139-0480, доб. 169

alexey.churilov@acra-ratings.ru

Рост дивидендов российского крупного бизнеса ограничен отрицательным денежным потоком

Анализ дивидендных выплат российских нефинансовых компаний

- **Совокупный объем дивидендов нефинансовых компаний за 2017-й увеличился на 16% в годовом сопоставлении и составил 1,69 трлн руб.** Это обусловлено высокими темпами прироста данного показателя в нефтегазовой отрасли — крупнейшей по объему дивидендных выплат: по итогам 2017 года компании сектора выплатили на 24% (711 млрд руб.) дивидендов больше, чем в 2016-м. Доля чистой прибыли, направленной на выплату дивидендов, увеличилась с 31 до 38%.
- **Дивиденды госкомпаний приближаются к целевым 50% от чистой прибыли.** По итогам 2017 года госкомпании распределили в форме дивидендов около 35% чистой прибыли. По оценкам АКРА, в денежном выражении это 697 млрд руб. (из них на долю государства пришлось 270 млрд руб.), прирост на 19% к показателю 2016-го. В ближайшие годы правительство по-прежнему планирует довести дивидендные поступления в бюджет до 550–600 млрд руб., хотя текущий объем поступлений вдвое меньше.
- **Металлургические и горнодобывающие компании за 2017-й, как и годом ранее, выплатили 455 млрд руб.,** но им пришлось направить на дивидендные выплаты практически весь свободный денежный поток 2017 года. Росту дивидендов в секторе могут способствовать ослабление рубля и благоприятная конъюнктура на рынках металлов в текущем году.
- **По объему дивидендов транспортные компании опередили операторов связи, при этом значительный потенциал роста дивидендных выплат отмечается в секторе электроэнергетики.** Дивиденды телекоммуникационных компаний по итогам 2017 года ожидаемо сократились (на 18%, до 120 млрд руб.). В результате по объему дивидендов транспортная отрасль стала третьей (139 млрд руб.), несколько опередив электроэнергетику (95 млрд руб.). Тем не менее, по мнению АКРА, именно электроэнергетические компании могут стать одними из крупнейших генераторов дивидендного потока благодаря комфортному уровню долговой нагрузки, значительным остаткам денежных средств и пройденному пику капитальных затрат.
- **В 2017 году совокупный свободный денежный поток крупного бизнеса был отрицательным,** хотя на финансирование инвестиционных программ стали направляться меньшие средства (отношение капитальных затрат к выручке за год снизилось с 15 до 14%). Значительный рост дивидендов российских нефинансовых компаний без существенного повышения операционной эффективности может отрицательно сказаться на их кредитном качестве.

Рост дивидендов ускорился впервые с 2014 года

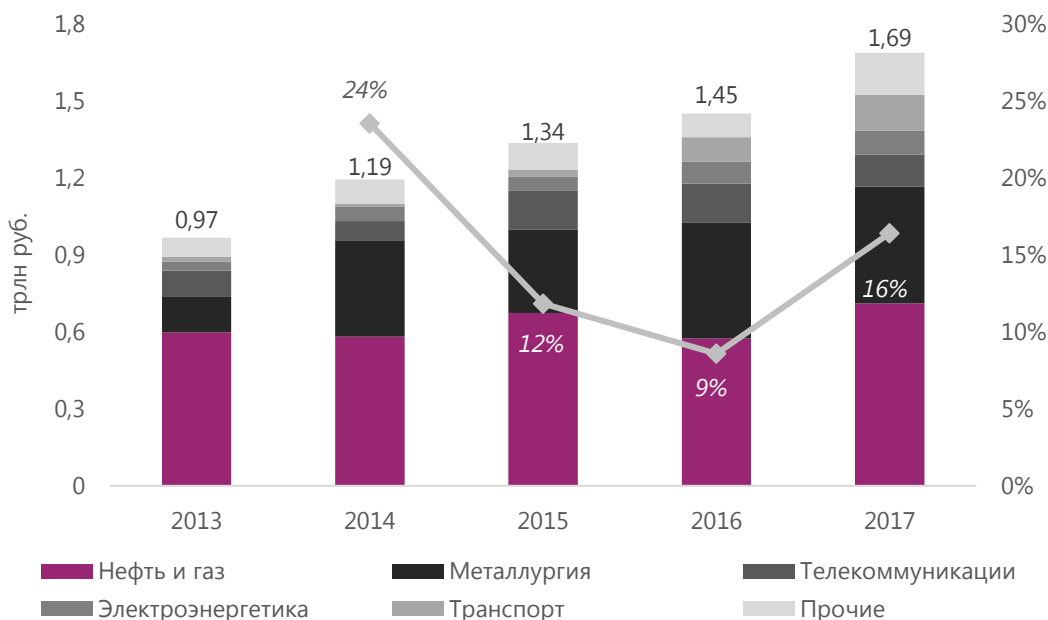
Темпы прироста дивидендных выплат российских нефинансовых компаний ускорились впервые с 2014-го. По итогам 2017 года на выплаты дивидендов было направлено 1,69 трлн руб., что на 16% превышает показатель 2016-го. При этом в прошлом году выплаты акционерам увеличились на 9%, а еще годом ранее — на 12% (в годовом сопоставлении).

Причиной такой динамики стали высокие темпы прироста дивидендных выплат в крупнейшей с этой точки зрения отрасли — нефтегазовой. По итогам 2017-го компании сектора направили на выплату акционерам 711 млрд руб. (+24% к показателю 2016-го). В металлургии и горнодобывающем секторе дивиденды остались на уровне 2016 года (455 млрд руб.), что соответствовало нашим ожиданиям.

Отраслевая структура дивидендных выплат по итогам 2017 года не претерпела существенных изменений: на нефтегазовый сектор приходится 42% совокупного объема выплат, а на металлургические и горнодобывающие предприятия — 27%. Доли телекоммуникационных компаний, электроэнергетики и транспорта в 2017 году практически сравнялись (7, 6 и 8% соответственно).

По итогам 2017-го российские нефинансовые компании направили на дивидендные выплаты более значительную долю чистой прибыли, чем в предыдущие несколько лет. Так, в форме дивидендов в прошлом году было распределено около 38% чистой прибыли, тогда как в 2015-м и 2016-м этот показатель составлял лишь 31%.

Рисунок 1. Прирост дивидендов начал ускоряться за счет нефтегазовых компаний



Источник: расчеты АКРА

См. исследование АКРА [«Дивиденды продолжают расти за счет металлургии и горнодобывающей промышленности»](#)

от 20 июля 2017 года

Для расчета совокупного объема дивидендов использовались данные 227 крупнейших компаний России, общий размер выручки которых по итогам 2017 года составил 49 трлн руб. (35% от совокупной выручки российских компаний).

Госкомпании направляют на выплату дивидендов уже 35% чистой прибыли

По оценкам АКРА, в 2017-м объем дивидендных выплат госкомпаний вырос на 19% и составил 697 млрд руб. Доля [ПАО «Газпром» \(AAA\(RU\)\)](#) и ПАО «НК «Роснефть» в структуре дивидендных выплат в 2017-м увеличилась до 43% (против 41% в 2016-м), что обусловлено ростом выплат акционерам со стороны ПАО «НК «Роснефть» (+75%). Объем дивидендных выплат ПАО «Газпром» третий год подряд остается практически неизменным.

Дивиденды компаний, находящихся в федеральной собственности, по итогам 2017 года принесли государству 270 млрд руб. — на 10% больше, чем годом ранее (для целей нашего исследования мы по-прежнему не рассматриваем АО «Роснефтегаз» в качестве отдельной корпорации). Схожий показатель (но включающий дивиденды ряда финансовых компаний и банков) заложен в текущую версию основных направлений бюджетной политики на 2019–2021 годы в качестве ожидаемого результата за 2018-й. Отметим, что в предыдущей версии документа сумма была почти вдвое выше (452 млрд руб.). Это говорит о том, что по итогам 2017-го план по дивидендам вновь не был выполнен. Примечательно, что с 2019-го (согласно текущей версии бюджетной политики) Минфин прогнозирует более чем двукратный рост дивидендных поступлений и сохранение показателя на этом уровне в 2019–2021 годах.

Источником столь существенного роста могли бы стать более высокие дивиденды ПАО «Газпром» и государственных электроэнергетических компаний. Вероятность того, что государство сможет существенно увеличить дивидендные поступления от ПАО «Газпром», по оценкам АКРА, невысока, тогда как в электроэнергетике потенциал роста выплат есть.

Отношение дивидендов к чистой прибыли госкомпаний в 2017-м выросло с 26 до 35%, а без учета крупнейших по выплатам дивидендов ПАО «Газпром» и ПАО «НК «Роснефть» показатель увеличился с 31 до 37%.

Рисунок 2. Дивиденды госкомпаний растут с 2014 года



Источник: расчеты АКРА

Металлургические и горнодобывающие компании направили на дивиденды практически весь свободный денежный поток

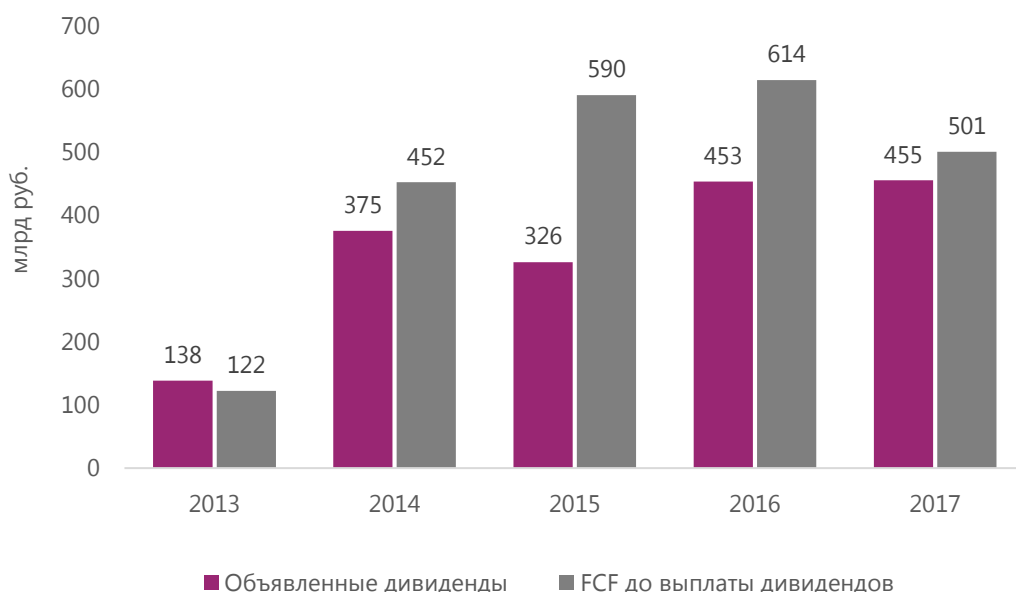
Металлургические и горнодобывающие компании — второй по величине дивидендов сегмент экономики — сохранили выплаты акционерам по итогам 2017-го на уровне предыдущего года, распределив таким образом 455 млрд руб. чистой прибыли. Мы прогнозировали подобную динамику в своем исследовании 2017 года и отмечали ограниченное число источников дальнейшего роста дивидендов в секторе. Компании прошли пик капитальных затрат и с 2014-го активно наращивали дивиденды, объем которых в 2017-м стабилизировался на уровне 2016 года.

Традиционно лидером сектора по размеру дивидендных выплат стало ПАО «ГМК «Норильский Никель» (132 млрд руб., что на 7% ниже показателя 2016 года). Рост дивидендов в годовом сопоставлении продемонстрировали ПАО «Северсталь» (92 млрд руб., +38%) и Группа НЛМК (84 млрд руб., +52%).

Компании сектора по итогам 2017 года распределили в форме дивидендов практически весь свободный денежный поток до выплаты дивидендов. Показатель FCF до выплаты дивидендов в прошлом году снизился на 18% и составил 501 млрд руб., что было связано с укреплением рубля (существенная доля выручки сектора приходится на экспортные поставки).

Укрепление рубля в 2017-м способствовало также снижению долговой нагрузки: отношение общего долга к FFO до чистых процентных платежей и налогов за год снизилось с 2,4х до 2,1х. По оценкам АКРА, в 2018-м данный показатель может вернуться к уровню 2016 года, но это не будет сопряжено со значительным дополнительным оттоком средств на обслуживание и погашение долга и позволит не снижать дивидендные выплаты. Более того, ослабление рубля и благоприятная конъюнктура на рынках металлов могут способствовать росту дивидендов в секторе.

Рисунок 3. На выплату дивидендов металлургические компании направили практически весь свободный денежный поток 2017 года



Источник: расчеты АКРА

FCF (free cash flow) — операционный денежный поток, скорректированный на выплаченные дивиденды и произведенные капитальные затраты.

FFO (funds from operations) до выплат процентов и налогов — операционный денежный поток до изменения оборотного капитала, выплат процентов и налогов.

О динамике ценообразования в металлургической отрасли см. исследования АКРА [«Восстановление цен на цветные металлы усиливает потенциал для импортозамещения в России»](#) от 13 сентября 2017 года, [«Белая полоса на рынке черных металлов заканчивается, но кредитоспособность российских производителей улучшится»](#) от 16 ноября 2017 года и [«Аккумулятивный эффект»: рост производства лития и кобальта приведет к падению цен на них»](#) от 2 апреля 2018 года.

У электроэнергетики есть потенциал опередить по дивидендам транспортные и телекоммуникационные компании

Дивиденды операторов связи сократились за год на 18% и составили 120 млрд руб., что во многом обусловлено отказом [ПАО «МегаФон» \(AA\(RU\)\)](#) от дивидендных выплат акционерам по итогам 2017-го. В ближайшие годы уровень дивидендов в секторе будет находиться под определенным давлением. Начиная с 2018 года телекоммуникационным компаниям необходимо осуществлять дополнительные капитальные затраты на развитие инфраструктуры хранения данных в связи с принятым пакетом поправок в Федеральный закон «О противодействии терроризму» и в Уголовный кодекс РФ.

На фоне снижения дивидендов в телекоммуникационном секторе значительный рост дивидендных выплат ПАО «Транснефть» привел к тому, что совокупный объем дивидендов компаний транспортной отрасли по итогам 2017 года составил 139 млрд руб. Это позволило сектору опередить операторов связи и выйти по данному показателю на третье место.

По итогам 2017-го электроэнергетика уступила транспортным и телекоммуникационным компаниям по объему дивидендных выплат (95 млрд руб.), но именно у этого сегмента экономики АКРА видит значительный потенциал стать одним из крупнейших генераторов дивидендного потока в ближайшие несколько лет. Электроэнергетические компании уже прошли пик капитальных затрат, их долговая нагрузка находится на вполне комфортном уровне, свободный денежный поток растет, а на счетах накоплен значительный объем денежных средств. Кроме того, в секторе есть крупные государственные компании, которые пока не в полной мере реализовали в своих дивидендных политиках принцип «50% чистой прибыли по МСФО». Это может способствовать росту дивидендов в данной отрасли уже в краткосрочной перспективе.

См. исследование АКРА [«10+10»: энергетика РФ в ожидании новой реформы для выхода из инвестиционной паузы»](#) от 19 апреля 2018 года.

Рисунок 4. Электроэнергетика имеет высокий потенциал роста дивидендов



* Без учета ОАО «РЖД».
Источник: расчеты АКРА

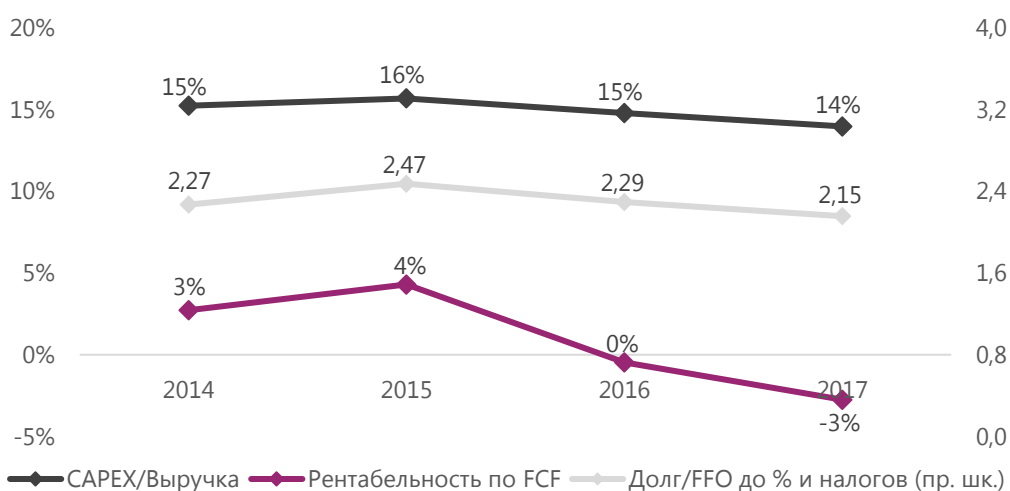
Без роста операционных показателей дальнейшее увеличение дивидендов может ухудшить кредитное качество компаний

С 2015 года крупный бизнес фиксирует негативную динамику рентабельности по FCF с учетом выплат дивидендов. По итогам 2017-го данный показатель сократился до -3% на фоне уменьшения объема капитальных затрат, отношение которых к выручке снизилось с 16% по итогам 2015-го до 14% в 2017-м. Это говорит о том, что операционный бизнес корпораций уже исчерпал ресурсы для дальнейшего увеличения дивидендных выплат.

Рост выплат акционерам по итогам 2017 года не привел к усилению долговой нагрузки у крупных корпораций. Более того, по оценкам АКРА, отношение общего долга к FFO до процентов и налогов в 2017-м снизилось до 2,2х по сравнению с 2,5х в 2015-м, но объясняется это переоценкой валютного долга. Отрицательный FCF привел к сокращению объема денежных средств на счетах крупных корпораций: на 13% за прошлый год и на 22% с 2015-го. Помимо этого, компании располагали средствами, вырученными за счет продажи инвестиций или привлеченными в результате дополнительного размещения своих акций.

В 2018 году долговая нагрузка корпоративного сектора вернется на уровень 2,4–2,5х на фоне ослабления рубля. При этом ослабление рубля позитивно отразится на рентабельности экспортно ориентированных компаний — основных генераторов дивидендных выплат. Однако без существенного повышения операционной эффективности российских нефинансовых компаний значительный рост дивидендов может отрицательно сказаться на их кредитном качестве.

Рисунок 5. Валютная переоценка позволила компаниям избежать роста долговой нагрузки при отрицательном свободном денежном потоке



Источник: расчеты АКРА

О структуре долга корпоративного сектора см. исследование АКРА «Крупный бизнес смещается на облигационный рынок» от 22 декабря 2017 года.

Методика расчета

Объем дивидендов нефинансовых компаний для каждого года определялся как сумма промежуточных и объявленных по результатам этого года дивидендов, несмотря на то что их фактические выплаты отражались в отчетности следующего года. Для расчета общего размера дивидендов были собраны данные по 227 крупнейшим нефинансовым компаниям различных отраслей экономики, общий размер выручки которых по итогам 2017 года составил 49 трлн руб., или 35% от совокупной выручки российских компаний. По оценкам АКРА, компании выборки формируют 95% совокупного объема дивидендов, распределенных всеми российскими нефинансовыми компаниями, поскольку выплачивать высокие дивиденды могут позволить себе только представители крупного бизнеса.

Для исключения возможности «двойного учета» дивидендов, выплаченных материнскими и их дочерними компаниями, производился полный учет дивидендов материнских структур, а выплаты дочерних компаний корректировались до суммы, подлежащей выплате 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.

(С) 2018

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 и некредитные 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.

Некредитные рейтинги АКРА отражают мнение АКРА о некоторых некредитных рисках, принимаемых на себя заинтересованными лицами при взаимодействии с рейтингуемым лицом.

Присваиваемые кредитные и некредитные 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 и некредитных 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, 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.