

Обзор рынка. Сургутнефтегаз

5 июля 2019 г.

В предыдущих обзорах по эмитенту «Сургутнефтегаз» мы неоднократно предлагали нашим клиентам обратить внимание на привилегированные бумаги данной компании. Сегодня разберем основные статьи финансовых результатов первого квартала, а также постараемся ответить на вопрос касательно выбора между удержанием позиции через дату закрытия реестра под дивиденды и фиксацией полученной прибыли перед данным событием.



Рисунок 1. Динамика изменения выручки, операционной и чистой прибыли по РСБУ

Можно констатировать, что компания представила позитивные результаты за первый квартал. Выручка увеличилась на 23%, операционная прибыль выросла на 63%. Чистая прибыль оказалась в отрицательной зоне, что стало ожидаемым событием, о котором мы поговорим позднее.

Тем не менее, основное внимание в отношении данной компании мы традиционно концентрируем вокруг привилегированных акций в связи с историей о связи размера дивидендов и переоценки массивных долларовых накоплений. В ценовой динамике обыкновенных акций нами не ожидается появление существенных движений в связи с тем, что компания многие годы выплачивает предельно низкий уровень дивидендов по данному типу бумаг, а других драйверов роста на данный момент для них не прослеживается.



Рисунок 2. Динамика изменения прибыли от финансовой и инвестиционной деятельности и квартальной разницы котировок USD/RUB

На чистую прибыль в первом квартале, как это обычно происходит у «Сургутнефтегаза», повлиял результат переоценки валютных депозитов. Значение данного показателя по РСБУ составило -82,7 млрд. рублей. Напомним, что придавать значение подобным изменением до окончания года нецелесообразно, так как компания выплачивает дивиденды исходя из переоценки на конец года.

Согласно нашим расчетам, при текущем уровне сбережений компании, изменение курса валютной пары USD/RUB на 1 рубль отражается в увеличении размера дивиденда на акцию примерно на 0,35 руб.

В случае если негативная переоценка по итогам года снизит чистую прибыль до 0 или вовсе уведет в отрицательную зону, компания выплачивает минимальный размер выплат, что, например, и произошло по итогам 2016 года.

Дата	Изменение USD/RUB с начала года, руб.	Доходность выплаты	Див. гэп/0,87*дивиденд	Стандартное отклонение USD/RUB, руб.
05.2012	-1,72	12,4%	8,6%	1,36
07.2014	1,4503	8,2%	2,8%	1,41
07.2015	0,0338	21,3%	-46,0%	9,94
07.2016	-10,7297	16,7%	-14,6%	5,19
07.2019	-6,68	17,5%	?	1,54

Таблица 1. Статистическая дивидендная таблица

Взглянем на вопрос «дивидендных гэпов» в привилегированных акциях «Сургутнефтегаз» с точки зрения статистики. Рассмотрим поведение котировок в период наибольших выплат за последнее десятилетие.

Из выборки были исключены наблюдения с низким уровнем дивидендной доходности (менее 5%). Так как классический способ заработка на дивидендах предполагает покупку перед закрытием реестра «Т+2» и скорую продажу после, «обычный» размер «дивидендного гэпа» будет стремиться к размеру дивиденда за вычетом налога. Очевидно, что в случае «Сургутнефтегаза» основной эффект на изменение размера дивиденда на одну привилегированную акцию оказывает переоценка долларовых накоплений в зависимости от изменений динамики валютной пары USD/RUB. Однако необходимо также учитывать волатильность котировок (небольшая аналогия с ценообразованием опционов), так как вероятность увеличения эффекта от переоценки логичным образом увеличивается вместе с ростом волатильности валюты, а размер дивидендов способен принимать исключительно положительные значения (эффект от переоценки для размера дивидендов строго ограничен снизу, но неограничен сверху). Классическим образом будем рассчитывать этот параметр как стандартное отклонение за прошедший год (то есть приблизительно с момента предыдущего закрытия реестра).

Взглянем на статистические данные. Первые два наблюдения характеризуются минимальным изменением валютной пары USD/RUB с начала года, а также минимальным уровнем волатильности. Размер «дивидендного гэпа» в данных случаях оказался вблизи своего ожидаемого значения (0,87*дивиденд), но при этом его превысил в связи с низкими уровнями волатильности (низкая волатильность – низкая вероятность стремительной переоценки, слабое изменение USD/RUB – отсутствие «накопленного» эффекта с начала года, при том что данный эффект фиксируется в конце календарного года с конечной переоценкой). Оставшиеся два случая представляют значительно больший интерес. В наблюдении 2015 года положительный эффект с точки зрения волатильности в совокупности с нейтральным изменением USD/RUB стали результатом значительного отклонения размера «дивидендного гэпа» от ожидаемого значения в пользу покупателей (перевес в сторону привлекательности данных бумаг). Последнее наблюдение охарактеризовалось незначительным отклонением от ожидаемого значения в связи с противоположной направленностью эффектов изменения валютных котировок и их волатильности. Текущая ситуация характеризуется негативной для акционеров динамикой USD/RUB с начала года в совокупности со значительно снизившимся за последние годы уровнем волатильности. Таким образом, оба представленных эффекта являются негативными для котировок, в связи с чем целесообразно ожидать негативную ценовую динамику после закрытия реестра под дивиденды «Т+2». При этом привилегированные бумаги «Сургутнефтегаза» не теряют своей привлекательности как защитный инструмент от девальвации российского рубля, но при текущих условиях существует сравнительно высокая вероятность получить более привлекательную цену даже с учетом выплаты ближайших дивидендов.

Считаем важным отметить, что представленный выше взгляд на обозначенный вопрос является наиболее логичным и объективным с нашей точки зрения, но далеко не единственным и не претендующим на абсолютную правоту.

Disclaimer

Приведенная информация не содержит инвестиционных советов, предоставляется исключительно в информационных целях и не является консультацией, офертой, требованием, просьбой или рекомендацией продать, купить или предоставить (напрямую или косвенно) какие-либо бумаги или производные инструменты. Вся информация получена из открытых источников, признанных надежными, однако ООО «Пермская фондовая компания» не несет ответственности за достоверность данных, приведенных в данном отчете. Будет также считаться, что любой инвестор, получивший данную информацию, составил собственное мнение относительно перспектив инвестирования в те или иные инструменты, упомянутые выше, и действовал на основании этого мнения. ООО «Пермская фондовая компания» снимает с себя любую ответственность за прямой или косвенный ущерб, потери или издержки, которые могли возникнуть вследствие использования информации, приведенной в данном обзоре.

Клиентский отдел

Полина Юрьевна Яковлева

Начальник клиентского отдела
(342) 210-59-89
yakovlevap@pfc.ru

Роман Рашидович Муталлиев

Портфельный управляющий
mutalliev@pfc.ru
