



Российские акции / Нефть и газ

## «Сургутнефтегаз» АП и АО: дивидендные сценарии

Динамика обыкновенных акций Сургутнефтегаза (SNGS)



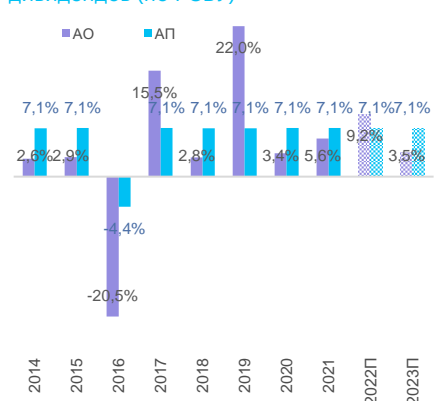
Источники: Мосбиржа, расчёты Открытие Research

Динамика привилегированных акций Сургутнефтегаза (SNGSP)



Источники: Мосбиржа, расчёты Открытие Research

Диаграмма 3. Коэффициент выплат дивидендов (по РСБУ)



Источники: компании, расчёты Открытие Research

- Предполагая сохранение валютной денежной позиции, мы оцениваем дивиденд на АП за 2022 г. в 2,87 руб./акция (доходность 8,0%). При сохранении курса \$/руб. около 80 руб. на конец 2023 г. дивиденд за этот год прогнозируем около 7,6 руб. (доходность 21,2%).
- В сценарии полной конвертации денежных средств и депозитов в рубли дивиденды на АП за 2023 г. могли бы составить 4,7-5,0 руб. с доходностью 13,2-14,0%. Ключевым фактором для дивидендов в будущем стал бы не курс рубля, а ставка по рублевым депозитам.
- Рост дивиденда на АО возможен при отказе от наращивания денежной «подушки» в пользу распределения денежных потоков между акционерами. Инвестиции в новые активы могли бы повысить выплаты на АО и АП в среднесрочной перспективе.

### О компании

«Сургутнефтегаз» входит в четверку крупнейших компаний России по добыче жидких углеводородов (УВ). Компания добыла в 2022 г. 59,6 млн т нефти и конденсата (1,20 мбс), добыча в 2021 г. составила 55,45 млн т (1,11 мбс). Переработка нефти на НПЗ компании в Киришах (Ленинградская область) в 2021 г. — около 18 млн т (0,36 мбс). На долю компании приходилось почти 11% добычи и более 6% первичной переработки нефти в РФ в 2021 г. Выручка по РСБУ за 2021 г. составила 1 888 млрд руб., прибыль от продаж (операционная прибыль) — 395 млрд руб. с рентабельностью 20,9%. Чистая прибыль 2021 г. по РСБУ — 513 млрд руб. В 2022 г. промежуточные и годовые результаты по РСБУ не раскрывались.

### Дивидендная политика

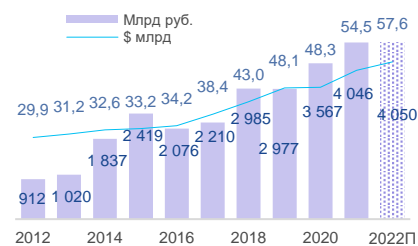
Особенность дивидендной политики компании — направление 7,09% чистой прибыли по РСБУ ежегодно на дивиденд по АП, предусмотренное уставом. С другой стороны, дивиденды на АО не регламентируются дивидендной политикой и остаются стабильно низкими. Максимальный дивиденд на АО — 0,8 руб. за 2021 г. — соответствует доходности 3,1% по текущей цене (см. диаграмму 1).

Коэффициент дивидендных выплат для АО за 2012-21 гг. не превышал 22%, а по итогам 8 из 10 лет был ниже 20% (см. диаграмму 3). С 2009 года компания не делала крупных приобретений. В результате к концу 2021 г. была накоплена денежная позиция (включающая долго- и краткосрочные банковские депозиты) на сумму около \$54,5 млрд (см. диаграмму 4), а с учётом дочерних компаний — около \$55,1 млрд (по нашей оценке, на основе отчётности по РСБУ за 2021 г. и МСФО за 1 п/г 2021 г.). По нашей консервативной оценке, денежная позиция материнской компании в конце 2022 г. составила \$57,6 млрд.

### Дивиденды за 2022 г.

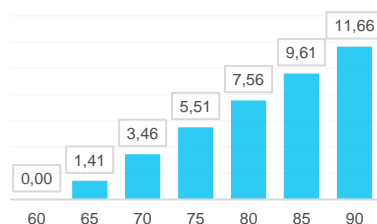
В декабре 2022 г. рубль значительно ослаб относительно основных валют, в том числе доллара и евро. Курс рубля на конец года оказался ниже наших ожиданий в аналитическом комментарии от 9 ноября 2022 г. Кроме того, опубликованные данные российских НК показывают, что мы были слишком консервативны в прогнозе результатов «Сургутнефтегаза». Мы повысили оценку дивидендов на АП за 2022 г. более чем вдвое до 2,87 руб. (доходность 8,0%). Мы ожидаем, что дивиденды на АО за 2022 г. останутся на уровне 2021 г. — 0,80 руб. (доходность 3,1%). Эти оценки исходят из того, что валютная структура ликвидных активов значительно не изменилась в 2022 г., в частности, они в основном не были конвертированы в рублевые депозиты.

Диаграмма 4. Оценка денежной позиции на конец года



Источники: компании, расчёты Открытие Research

Диаграмма 5. Дивиденд за 2023 г., руб./АП, при различном курсе руб./\$ в конце года



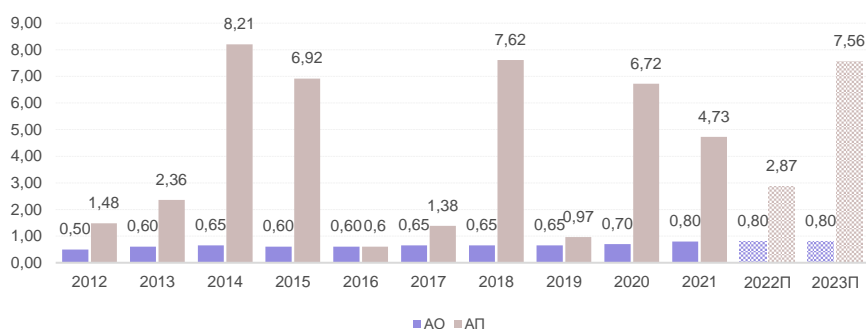
Источники: компании, расчёты Открытие Research

Таблица 2. Базовый макросценарий

	2021	2022	2023П
Urals, ср. цена, \$/барр.	69,1	80,3	67,5
Urals, ср. цена, руб./барр.	5 111	5 505	4 909
Ср. курс, руб./\$	74,0	68,6	72,7
Курс на конец года, руб./\$	74,3	70,3	80,0
Ср. инфляция, РФ	6,5%	13,6%	5,3%

Источники: компании, расчёты Открытие Research

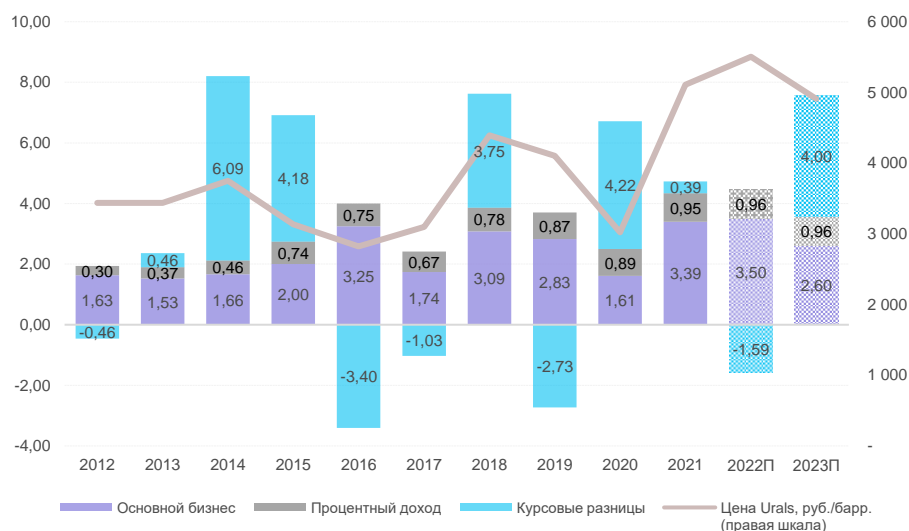
Диаграмма 1. Дивиденды на АО и АП за 10 лет, руб.



Источники: данные компании, расчёты Открытие Research

Мы полагаем, что в 2022 г. вклад основной деятельности в дивиденд на АП вырос на 3% до 3,5 руб./акция (см. диаграмму 2). С одной стороны, средняя цена Urals в рублях выросла на 7,7%, добыча нефти -- на 5,6%. С другой стороны, во 2-3 кв. все НК испытывали трудности со сбытом нефтепродуктов и во 2-4 кв. -- инфляционное давление на операционные затраты. Вклад процентных доходов в дивиденд, по нашей оценке, не превысил 1 руб./акция. Основное различие с 2021 г. -- влияние переоценки денежной позиции, которое изменилось с плюс 0,39 руб. до минус 1,59 руб./акция.

Диаграмма 2. Структура дивидендов на АП (оценка), руб.



Источники: данные компании, расчёты Открытие Research

Мы рассматриваем три основных сценария развития компании и, как следствие, выплаты дивидендов в ближайшие годы. Все наши прогнозы основаны на инерционном сценарии и отличаются только подходом компании к управлению денежной позицией.

### «Инерционный»

В этом сценарии компания не делает крупных приобретений, но коэффициент дивидендных выплат также не растёт. Дивиденд на АО остаётся низким -- в пределах 1 руб. Как следствие, чистая денежная позиция не снижается или увеличивается.

В этом сценарии возможно несколько подходов к управлению денежной позицией: сохранение депозитов в долларах и евро, диверсификация в другие валюты, частичный или полный перевод в рубли:

- Сохранение денежной позиции в долларах и евро. Это наш базовый сценарий. Дивиденды за 2023 г. на АП мы прогнозируем в зависимости от средней цены Urals и курса USD/RUB на конец года при неизменном среднем курсе. В базовом сценарии курс на конец года близок к текущему -- около 80 руб. -- а дивиденды составят 7,56 руб. с доходностью 21,2%.

Таблица 1. Прогноз дивиденда на АП за 2023 г. в зависимости от цены нефти и укрепления рубля

		Курс на конец 2023 г., руб./\$						
		60,0	65,0	70,0	75,0	80,0	85,0	90,0
Urals, \$/barr.	60	0,0	0,9	3,0	5,0	7,1	9,1	11,2
	64	0,0	1,2	3,2	5,3	7,3	9,4	11,4
	68	0,0	1,4	3,5	5,5	7,6	9,6	11,7
	72	0,0	1,6	3,7	5,7	7,8	9,8	11,9
	76	0,0	1,9	3,9	6,0	8,0	10,1	12,1

Источники: компании, расчёты Открытие Research

- Перевод денежной позиции в рубли полностью или частично. Учитывая риски, связанные с валютными активами, компания могла бы конвертировать их в рублёвые депозиты или ценные бумаги. При полном отказе от валютных активов курсовые разницы перестанут влиять на чистую прибыль, но вырастут процентные доходы благодаря росту эффективной ставки с 3–4% до 7–8% (или более, при вложении в ОФЗ). Предполагая полную конвертацию в рубли в конце 2022 г. по курсу 70,3 руб. за доллар, мы оцениваем потенциальный дивиденд на АП за 2023 г. в 4,7-5,0 руб. (доходность 13,2%-14,0%).

#### «Дивидендный»

Компания прекращает накапливать денежную позицию и направляет весь свободный денежный поток (СДП) на выплату дивидендов по АО. Как следствие, коэффициент выплат может вырасти до 30–40%, доходность на АО — превысить 15%. Сценарий идёт вразрез с многолетней дивидендной политикой компании, но несложен для реализации, поскольку для него достаточно решения Совета директоров.

#### «Инвестиционный»

Компания использует 10%-20% денежной позиции для приобретений в ближайшие 1–2 года. Как следствие, снижается объём позиции и привлекательность АП для защиты от девальвации или для получения процентных доходов. Однако может значительно вырасти база для дивидендов — чистая прибыль компании после приобретений. Это даст рост дивидендов на АП и, возможно, на АО. Инвестирование хотя бы \$5–10 млрд стало бы хорошей новостью для рынка, однако история компании говорит о низкой вероятности такого решения. Кроме того, узок круг объектов для потенциального приобретения.

## АКТИВНО ПОКУПАТЬ

Ожидаемая доходность инвестиции значительно (более 50%) превышает ожидаемую доходность рынка акций в целом. У акции есть факторы, способствующие ускоренной реализации потенциала роста в краткосрочном периоде. Инструмент характеризуется ярко выраженным положительным ожидаемым сочетанием риска и доходности.

## ПОКУПАТЬ

Ожидаемая доходность инвестиции в акции компании превышает ожидаемую доходность рынка акций в пределах 50%. На динамику цен акций воздействуют долгосрочные факторы роста на фоне положительного сочетания риска и доходности.

## НА УРОВНЕ РЫНКА

Ожидаемая доходность инвестиции в акции компании находится на уровне рынка. Отсутствуют значительные положительные и отрицательные факторы, воздействующие на динамику цен акций эмитента.

## ЗАКРЫТИЕ ИНВЕСТИЦИОННОЙ ИДЕИ

Ожидаемая доходность инвестиции в акции компании находится в диапазоне ниже среднерыночной, в том числе по причине достижения акциями справедливой оценки (целевой цены). На динамику цен акций компании могут воздействовать негативные факторы.

Информация об инвестиционных идеях компании доступна клиентам брокерского обслуживания на тарифах **«Все включено»**, **«Инвестиционный»**, **«Премиальный»** и **«Спекулятивный»** <https://open-broker.ru/invest/tariffs/>

Дополнительные комментарии, а также индивидуальная помощь в расчете и реализации инвестиционных идей доступна клиентам Персонального брокерского обслуживания, тариф **«Инвестиционный советник»**.

Otkritie © 2023

АО «Открытие Брокер» (бренд «Открытие Инвестиции»), лицензия профессионального участника рынка ценных бумаг на осуществление брокерской деятельности № 045-06097-100000, выдана ФКЦБ России 28.06.2002 (без ограничения срока действия).

Предоставлено исключительно для личного использования лицом, получившим настоящий материал. Несанкционированное копирование, распространение, а также публикация в любых целях запрещены АО «Открытие Брокер» (далее – «Компания»).

## ПОДТВЕРЖДЕНИЕ АНАЛИТИКОВ И ОТКАЗ ОТ ОТВЕТСТВЕННОСТИ

Настоящий материал (далее – «аналитический отчет») носит исключительно информационный характер и содержит данные относительно стоимости активов, предположения относительно будущего финансового состояния эмитентов и справедливой цены активов на срок 12 месяцев с момента выхода настоящего аналитического отчета и/или ситуации на финансовых рынках и связанных с ним событиях. Аналитический отчет основан на информации, которой располагает Компания на дату выхода аналитического отчета. Аналитический отчет не является предложением по покупке либо продаже активов и не может рассматриваться как рекомендация к подобному рода действиям. Компания не утверждает, что все приведенные сведения являются единственно верными. Компания не несет ответственности за использование информации, содержащейся в аналитическом отчете, а также за возможные убытки от любых сделок с активами, совершенных на основании данных, содержащихся в аналитическом отчете. Компания не берет на себя обязательство корректировать отчет в связи с утратой актуальности содержащейся в нем информации, а равно при выявлении несоответствия приводимых в аналитическом отчете данных действительности. Содержащаяся в настоящем аналитическом отчете торговая идея остается актуальной до тех пор, пока текущая ожидаемая доходность (разница между целевой ценой и текущей ценой открытия позиции по финансовому инструменту) по сравнению с первоначальной ожидаемой доходностью (разница между целевой ценой и ценой открытия позиции по финансовому инструменту на дату торговой идеи; оба показателя указаны в торговой идее) не сократится на 80%. Компания имеет право, но не обязана в любое время вносить в торговую идею изменения с целью актуализации указанной в ней информации.

Аналитический отчет носит ознакомительный характер, представленная в нем информация не является гарантией или обещанием доходности вложений в будущем. Инвестирование в финансовые инструменты связано с высокой степенью рисков и не подразумевает каких-либо гарантий как по возврату основной инвестированной суммы, так и по получению каких-либо доходов. Заявления любых лиц о возможном увеличении в будущем стоимости инвестированных средств могут рассматриваться не иначе как предположения.

Инвестиции в активы сопряжены со следующими рисками: риски, связанные с ведением деятельности в конкретной юрисдикции, риски, связанные с экономическими условиями, конкурентной средой, быстрыми технологическими и рыночными изменениями, а также с иными факторами, которые могут привести к существенным отклонениям от прогнозируемых показателей. Указанные факторы могут привести к тому, что действительные результаты будут существенно отличаться от предположений или опережающих заявлений Компании, содержащихся в аналитическом отчете.

Информируем Вас о возможном наличии конфликта интересов, то есть возможной заинтересованности Брокера (аналитика Компании, составлявшего настоящий аналитический отчет, аффилированных или связанных лиц) в осуществлении Вами сделок с указанными финансовыми инструментами. При принятии инвестиционных решений Вам необходимо ознакомиться с подробной информацией о рисках, связанных с осуществлением операций на рынке ценных бумаг, и информацией о возможном конфликте интересов, содержащейся в разделе 11 Договора на брокерское обслуживание. Дополнительные пояснения о рисках и о конфликте интересов применительно к конкретной ситуации Вы можете получить, самостоятельно обратившись в Компанию.

Представленная информация не является индивидуальной инвестиционной рекомендацией, ни при каких условиях, в том числе при внешнем совпадении её содержания с требованиями нормативно-правовых актов, предъявляемых к индивидуальной инвестиционной рекомендации. Любое сходство представленной информации с индивидуальной инвестиционной рекомендацией является случайным.

Какие-либо из представленных финансовых инструментов или операций могут не соответствовать Вашему инвестиционному профилю и не учитывать Ваши ожидания по уровню риска и/или доходности.

Упомянутые в представленной информации операции и/или финансовые инструменты, ни при каких обстоятельствах, не гарантируют доход, на который Вы, возможно, рассчитываете при условии использования предоставленной информации для принятия инвестиционных решений. Информация не является предложением или побуждением совершать операции на финансовом рынке.

Во всех случаях определение соответствия финансового инструмента либо операции инвестиционным целям, инвестиционному горизонту и толерантности к риску является задачей инвестора. Вы самостоятельно принимаете все инвестиционные решения.

«Открытие Брокер» не несет ответственности за возможные убытки инвестора в случае совершения операций, либо инвестирования в финансовые инструменты, упомянутые в представленной информации, и не гарантирует доход.

Выпуск и распространение аналитического отчета и иной информации в отношении акций в определенных юрисдикциях могут ограничиваться законом и лицам, в распоряжении которых оказывается любой документ или иная информация, упомянутая в аналитическом отчете, следует ознакомиться со всеми ограничениями и соблюдать их. Несоблюдение подобных ограничений может представлять собой нарушение законодательства таких юрисдикций о ценных бумагах. Аналитический отчет не предназначен для доступа к нему с территории Соединенных Штатов Америки (включая их территории и зависимые территории, любые штаты США и Округа Колумбия), Австралии, Канады и Японии. В Великобритании аналитический отчет адресован исключительно (1) лицам, находящимся за пределами Соединенного Королевства, либо (2) лицам, являющимся профессионалами инвестиционного рынка в соответствии со статьей 19(5) Приказа 2005 (далее – «Приказ») Закона о финансовых услугах и рынках 2000 г. (Финансовое продвижение), а также (3) высокодоходным предприятиям и иным лицам, которым оно может адресоваться на законных основаниях в соответствии со статьей 49(2) Приказа. Любое лицо, не относящееся к указанной категории лиц, не должно предпринимать никакие действия, опираясь на аналитический отчет, либо полагаться на содержащиеся в нем положения.

Ближайший офис: <http://open-broker.ru/offices/>

+7 (495) 232-99-66

8 800 500-99-66 – бесплатный для всех городов РФ

[clients@open.ru](mailto:clients@open.ru)[vk.com/openbroker](https://vk.com/openbroker)[fb.com/openbroker](https://fb.com/openbroker)

## Личные брокеры

<http://private.open-broker.ru/>

+7 (495) 777-34-87

## Инвестиционные консультанты

<https://pb.open.ru/finance-capital/>

8 800 222-02-22

## Еврооблигации

8 800 500-99-66 доб. 1 – деск облигаций

## Структурные продукты

<https://open-broker.ru/investing/structural-products/>

## Управление анализа рынков

[research@open.ru](mailto:research@open.ru)

Алексей Павлов, PhD

Начальник управления

Алексей Кокин

Главный аналитик, нефтегазовый сектор

Иван Авсейко

Ведущий аналитик, российские акции

Тимур Хайруллин, CFA

Главный аналитик, электроэнергетика

Алексей Корнилов, CFA

Главный аналитик, рынок акций

Антон Руденко

Ведущий аналитик, стратегия на рынке акций

Марат Беришев

Технический аналитик

Владимир Малиновский

Начальник отдела анализа дологового рынка

Александр Шураков, PhD

Ведущий аналитик, облигации

Михаил Шульгин

Начальник отдела глобальных исследований

Олег Сыроваткин

Ведущий аналитик, глобальные исследования

Оксана Лукичева

Аналитик, товарные рынки

Андрей Кочетков, PhD

Ведущий аналитик, глобальные исследования