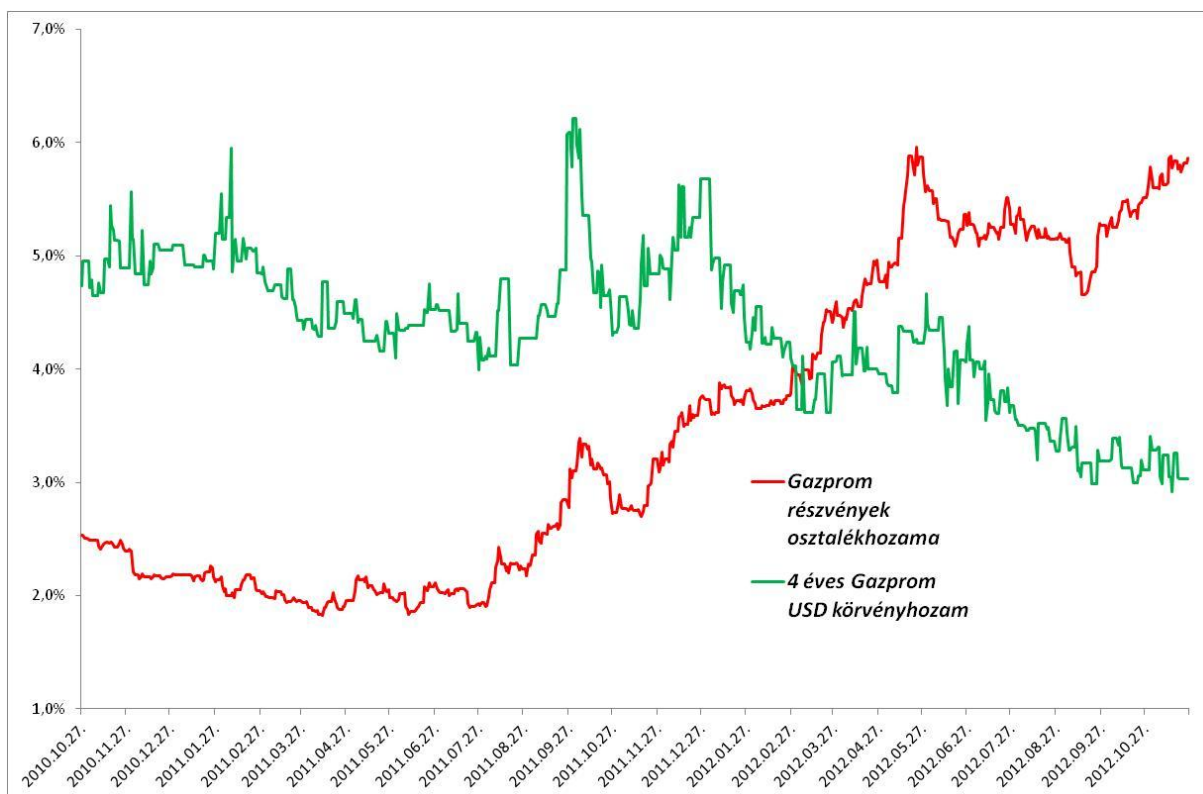


Pálfi György

Javuló osztalékfizetés Oroszországban

Az orosz részvényt piacot régóta a világ legolcsóbb piaci között tartják számon. A jelenleg alig több mint 5x PE-vel forgó piac nem csupán a fejlődő piacok, de saját hosszú távú átlagához képest is jelentős diszkonttal forog. Ennek egyik legjelentősebb oka az osztalékhozamok alacsony szintje. Az orosz piacra jellemző, hogy a vállalatok által megtermelt cash flow-ból csak csekély mértékben részesedhetnek a kisbefektetők. Ennek negatív hatása talán legjobban **Surgutneftegas** részvényeinél látható, a vállalat ugyanis jelenleg közel 32 milliárd dollár pénzeszközzel rendelkezik, ami a piaci kapitalizáció közel 95%-a, így magát az olajvállalatot alig 1,5 milliárd dollárra értékeli a piac. A befektetők e szerint nem nagyon hiszik, hogy egyszer részesedik ebből a hatalmas készpénzvagyonból. Mivel a többi vállalat esetén is hasonló szkepticizmus figyelhető meg, minden, az osztalékkal kapcsolatos pozitív hír komoly lökést adhat a piacnak.

Ez különösen igaz lehet a jelenlegi környezetben, ami inkább a kötvénytípusú befektetéseknek kedvez. A magas likviditás, a bizonytalan növekedési kilátások, valamint a fejlett piacok alacsony hozamszintje mind-mind a magas hozamú kötvények felé terelte a tőkepiacokat az idei évben. Ennek hatására például a **Gazprom** 4 éves dollárkötvényei 3% körüli szinten, míg részvényei 6%-os jövő évi osztalékhozammal forognak jelenleg. A piac úgy tűnik igen pesszimista az osztalékhozamok fenntarthatóságával kapcsolatban, melynek következtében sok esetben soha nem látott különbségek alakultak ki a kötvény- és részvénypiac árazási szintek között.



Forrás: AEGON Alapkezelő, Bloomberg

Pálfi György

A **fenntartható, magas osztalékhozam** azonban egyre nagyobb vonzerőt jelent a befektetők számára, a beruházások megtérülésének valószínűsége igen bizonytalanná vált az utóbbi években. Főként, ha az amúgy is magas kockázatokat hordozó orosz piacról van szó, ahol az olajár, a rubel magas volatilitása, valamint az orosz adórendszer sajátosságai miatt nehéz megbecsülni a beruházások megtérülését. Egy ilyen környezetben a befektetők egyértelműen a vállalati profitok kifizetését preferálják a nagyobb beruházásokkal szemben.

E tekintetben rendkívüli mérföldkőnek tekinthető, hogy az orosz kormány novemberben olyan javaslatot terjesztett elő, miszerint **az állami tulajdonú vállalat esetén az éves profit minimum 25%-át osztalékként ki kell fizetni**. Bár a szabályozás körül sok a kérdőjel, mégis komoly lökést adhat minden vállalatnak, hogy változtasson eddigi osztalékpolitikáján.

Az növekvő osztalékfizetési hányad többek között a legnagyobb kapitalizációjú Gazprom részvényire is pozitív hatással lehet. A Gazprom rendkívül nyomott árazásához ugyanis – a gyenge iparági környezetben túl – nagyban hozzájárul a vállalat magas - sokszor a politika által vezérelt - beruházási, valamint alacsony osztalékfizetési hányada. A vállalat részvényeinek mozgásán jól látszik a beruházásokkal kapcsolatos vállalati döntések alakulása. Míg a februárban jóváhagyott magas osztalék hatására a vállalat papírjai közel 12%-al teljesítették túl az orosz benchmark indexet, addig az év második felében a Déli-, és Északi-áramlat megépítésével összefüggő növekvő beruházási terv hatására közel 6%-al teljesítettek alul. A vállalat ugyanakkor bejelentette, hogy 2014-től a nettó profit 25%-át kifizeti osztalékként, ami mindenképp pozitív fejlemény.

Más vállalatoknál szintén látható a részvényesi jogok figyelembe vételének javulása. A **Rosneft** esetén - amely idén a világ legnagyobb olajtársaságává nőtte ki magát - az osztalékfizetési hányad növelésére maga Vladimir Putyin kérte a vállalatot, így a vállalat az idei évben a szokásos osztalékfizetés után az idén ősszel egyszeri osztalékot is fizetett.

A legnagyobb állami vállalatok tehát jó úton haladnak a részvényesi érdekek jobb figyelembevételé felé. A nagyobb állami vállalatokat valószínűleg más orosz cégek is követni fogják, ami jelentősen javíthatja az orosz vállalatok megítélését a következő években. Amennyiben a magas likviditás a világ tőkepiacain fennmarad és a növekedési kilátások javulnak, a jelentős diszkonttal forgó orosz részvény piac nagy nyertese lehet a jövő éveknek. A hatalmas kötvénypiaci hozamcsökkenés következtében ugyanis a vonzó befektetési lehetőségek az idei évben jelentősen lecsökkentek, így **a magas cash flow termelő képességű, növekvő osztalékfizetésű vállalatok különösen vonzóak lehetnek a befektetők számára**.

Készítette az AEGON Magyarország Befektetési Alapkezelő Zrt. / AAM CEE

Pálfi György – részvény portfólió menedzser

Felügyeleti szerv: Pénzügyi Szervezetek Állami Felügyelete

Az oldalon megjelenő valamennyi információ kizárólag tájékoztatásul szolgál. A múltbéli hozamok nem jelentenek garanciát a jövőbeni hozamokra nézve. Az AEGON Magyarország Befektetési Alapkezelő Zrt. / AAM CEE nem vállal felelősséget a jelen kiadvány alapján hozott befektetési döntésért és annak következményeiért, illetve a dokumentumban található adatok esetleges hiányosságaiért vagy pontatlanságaiért.