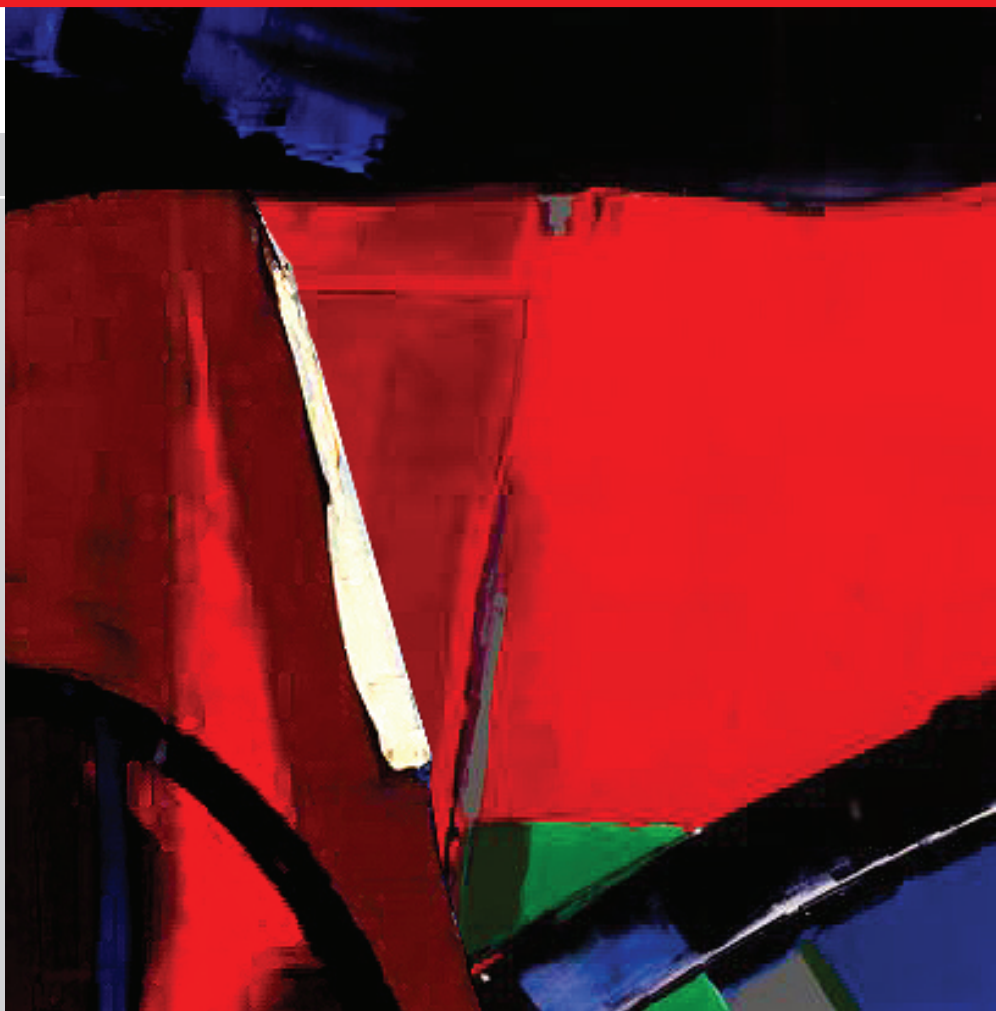


8 февраля, 2010 г. Москва

**ЭКСПЕРТ РА**  
РЕЙТИНГОВОЕ АГЕНТСТВО

# ДИВИДЕНДЫ-2010



Пир во время чумы

## **Обзор «Дивиденды-2010: пир во время чумы» подготовили:**

Степан Жулин,  
руководитель службы рейтингов корпоративного управления

Павел Митрофанов,  
руководитель направления инвестиционных рейтингов

---

Павел Самиев,  
заместитель генерального директора

## Резюме

**Распределение заработанной в 2009 году прибыли станет приятным сюрпризом для акционеров российских корпораций в 2010 году. Третий год подряд им начислят более 1 трлн рублей дивидендов.** Более 80% дивидендов получают мажоритарные частные собственники российских компаний, в то время как миноритарным акционерам и государству достанется менее 200 млрд рублей. Хотя доля компаний под государственным контролем в суммарной капитализации эмитентов из индекса РТС составляет около 60%, поступления от дивидендов формируют меньше, чем полпроцента доходов федерального бюджета.

**Около трети выплат придется на десять самых щедрых в отношении дивидендов компаний.** Абсолютный лидер, вероятнее всего, останется прежним. Акционеры «ТНК-ВР Холдинг» на внеочередном собрании 10 декабря 2009 года уже одобрили дивиденды за девять месяцев на 114,4 млрд рублей, традиционно распределив львиную часть прибыли по РСБУ – около 64%.

**На нефтегазовый сектор приходится более 80% прибыли крупнейших публичных корпораций в российской экономике, он и обеспечит основной вклад в выплату дивидендов.** При этом оперативные данные Росстата позволяют ориентироваться на 5 трлн прибыли российского корпоративного сектора по итогам 2009 года. Отдельные эмитенты продолжают практику дивидендных выплат из нераспределенной прибыли предыдущих лет.

**Средняя дивидендная доходность по акциям из индекса ММВБ в 2010 году упадет ниже 2%.** На высокую дивидендную доходность могут рассчитывать лишь владельцы акций эмитентов из второго эшелона. За редким исключением максимальные значения дивидендной доходности составят около 10%. Благодаря росту биржевых котировок дивидендная доходность российских акций в среднем по рынку снизится по отношению к прошлогодней более чем в полтора раза.

## Дивидендов звон – и снова триллион

Российские акционерные общества, за редким исключением, склонны платить дивиденды один раз в год после проведения годового собрания акционеров. С марта по май 2010 года закроется большинство реестров для получения дивидендов (таблица 1) по итогам весьма тяжелого, но прибыльного 2009 года.

*Таблица 1. Календарь инвестора (ориентировочные прогнозные средние сроки по российским публичным компаниям, выплачивающим дивиденды за 2009 год)*

|                                                     |                      |
|-----------------------------------------------------|----------------------|
| Дата отсечения для выплаты промежуточных дивидендов | 9 сентября 2009 года |
| Утверждение акционерами промежуточных дивидендов    | 17 октября 2009 года |
| Окончание выплаты промежуточных дивидендов          | 7 марта 2010 года    |
| Дата отсечения для выплаты годовых дивидендов       | 28 апреля 2010 года  |
| Утверждение акционерами годовых дивидендов          | 7 июня 2010 года     |
| Окончание выплаты годовых дивидендов                | 3 октября 2010 года  |

*Источник: расчеты «Эксперта РА»*

Согласно оценкам «Эксперта РА», и по итогам 2007, и по итогам 2008 года было начислено более триллиона рублей дивидендов. Для сравнения: ВВП России за 2008 год, согласно данным Росстата, превысил 41 трлн рублей, финансовый результат прибыльных организаций (без субъектов малого предпринимательства) превысил 5 трлн рублей. Утвержденные акционерами промежуточные дивиденды и оперативные данные Росстата по прибыли организаций свидетельствуют о том, что по итогам 2009 года также может быть выплачено более триллиона рублей дивидендов. При этом, как и в прошлом году, около трети выплат придется на десятку лидеров по выплатам (график 1).

*График 1. Сумма десяти крупнейших дивидендных выплат по итогам 2008 года превысила треть триллиона рублей*

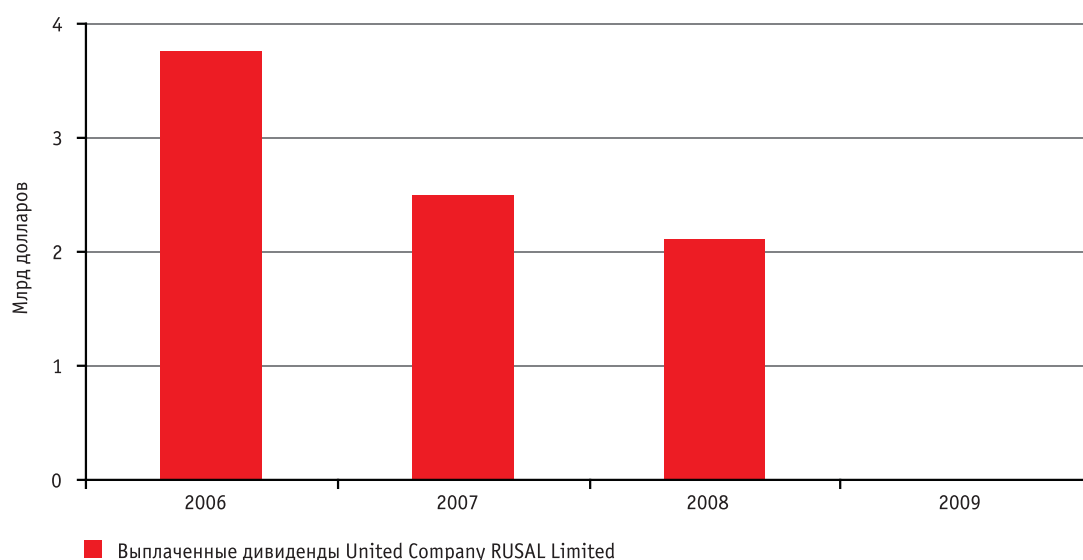


*Источник: расчеты «Эксперта РА» по данным компаний*

Точный суммарный объем выплачиваемых российскими компаниями дивидендов неизвестен. Даже список крупнейших выплат дивидендов российскими компаниями, составленный на основе открытой информации, может впоследствии претерпевать изменения. Так, дивидендная история UC Rusal была обнародована только после публикации проспекта UC Rusal 31 декабря 2009 года в ходе размещения акций на Гонконгской фондовой бирже. Оказалось, что долгое время компания, зарегистрированная на острове Джерси, была одной из самых щедрых на дивидендные выплаты среди российских компаний (график 2).

Перечисленные UC Rusal в 2006 году дивиденды более чем в полтора раза превышают привлеченные компанией в 2010 году средства от IPO. Однако вплоть до публичного раскрытия финансовой отчетности UC Rusal отсутствовала в списках лидеров. Впрочем, в том же проспекте указано, что, по крайней мере, до 2013 года акционеры крупнейшей в мире алюминиевой компании могут не рассчитывать на получение каких-либо дивидендов.

График 2. В 2006–2008 годах UC RUSAL заплатила более 8 млрд долларов



Источник: отчетность United Company RUSAL Limited по US GAAP

Триллион рублей будет распределен между тремя основными получателями дивидендов: государством, прочими мажоритарными собственниками российских компаний и миноритарными акционерами. Хотя доля компаний под государственным контролем в суммарной капитализации эмитентов из индекса РТС составляет около 60%, поступления в виде дивидендов в федеральный бюджет ничтожны. Такая ситуация целиком и полностью объясняется дивидендной политикой государственных компаний.

Согласно прогнозу поступления доходов федерального бюджета на 2008–2010 годы, дивиденды по акциям и доходы от прочих форм участия в капитале, находящихся в собственности Российской Федерации, должны составить 34,2, 32,2 и 32,0 млрд рублей соответственно (0,51, 0,43, 0,40% от общих доходов). Миноритарных акционеров у наиболее щедрых на дивиденды компаний мало или на них приходится низкая доля капитала. Более 80% дивидендов получают мажоритарные частные собственники российских компаний, в то время как миноритарным акционерам и государству достанется менее 200 млрд рублей.

## КЕЙС ИЗ ПРАКТИКИ

**ТНК-ВР: жизнь во имя дивидендов**

ОАО «ТНК-ВР Холдинг» было зарегистрировано 1 ноября 2004 года. Но за свою недолгую историю, при том что выплаты акционерам за 2006 и 2007 годы снижались, компания успела начислить около 500 млрд рублей дивидендов (график 3). Как пишет нефтяная компания, дивиденды, получаемые основным акционером ОАО «ТНК-ВР Холдинг», представляют собой распределение денежных средств внутри группы компаний ТНК-ВР, которые в первую очередь используются для урегулирования внутригрупповых финансовых обязательств, а также направляются на корпоративные цели. Однако материнская компания TNK-VP International Limited (ей принадлежит около 95% ОАО «ТНК-ВР Холдинг») выплатила акционерам еще больше – свыше 24 млрд долларов с 2003 года.

По итогам 2009 года «ТНК-ВР Холдинг», вероятнее всего, сохранит абсолютное лидерство среди российских корпораций по объему дивидендных выплат. Акционеры компании на внеочередном собрании 10 декабря 2009 года уже одобрили дивиденды за девять месяцев на 114,4 млрд рублей, традиционно распределив львиную часть прибыли по РСБУ – около 64%.

График 3. «ТНК-ВР Холдинг» уже побил свой прошлогодний рекорд



Источник: расчеты «Эксперта РА» по данным компаний

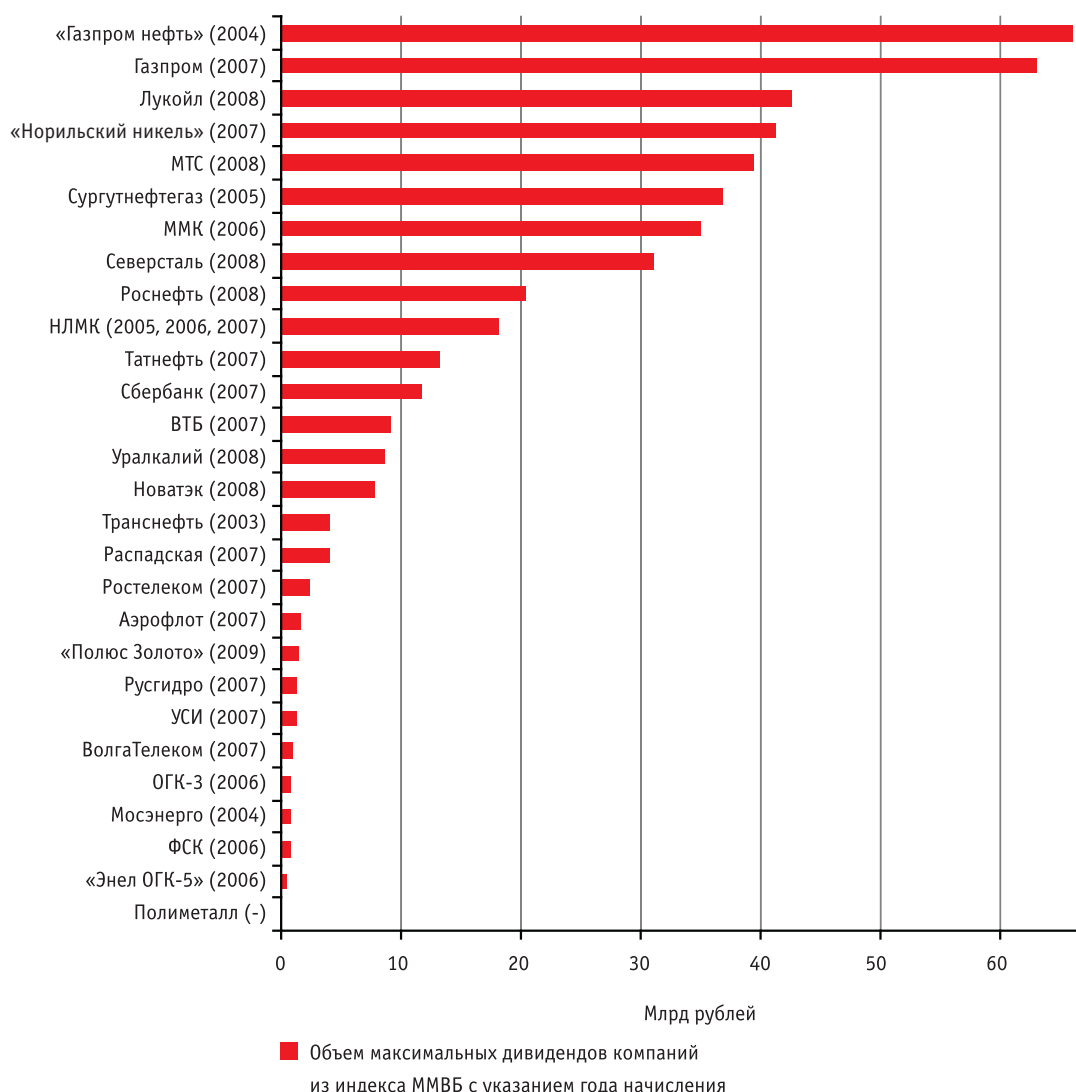
**Дивиденды как политика**

То, какие дивиденды получают акционеры, определяет в том числе и дивидендная политика компании. Компании из индекса ММВБ демонстрируют практически весь спектр возможных подходов к распределению прибыли. Скажем, дивиденды Газпрома состоят из гарантированной и переменной частей. Газпром гарантированно направляет на дивиденды меньшую из двух величин: 10% от чистой прибыли по РСБУ или 2% средневзвешенной капитализации за год. Переменная часть зависит от отчислений в резервный фонд.

Согласно дивидендной политике Лукойла, на выплаты акционерам идет не менее 15% от чистой прибыли по US GAAP. Дивидендную политику, по которой Роснефть отдает акционерам не менее 10% от чистой прибыли по РСБУ, компания приняла только в преддверии «народного» IPO в 2006 году.

Часто размер дивидендов ограничен не величиной прибыли корпорации, а ее желанием распределять прибыль. Скажем, Полиметалл за свою историю ни разу не платил дивиденды (график 4).

*График 4. Выплата дивидендов за 2007 год  
остается для многих компаний из индекса ММВБ рекордом*



Источники: расчеты «Эксперта РА» по данным компаний, ФБ ММВБ

Транснефть заплатила свои максимальные дивиденды по итогам 2003 года. По привилегированным акциям Транснефть традиционно выплачивает дивиденды в размере предусмотренных уставом 10% от чистой прибыли по РСБУ. Решение о выплате дивидендов по обыкновенным акциям принимается единственным их владельцем — государством, у которого свои приоритеты. При этом владельцы «префов» высказывают недовольство такой дивидендной политикой. Ведь прибыль по РСБУ оказывается гораздо меньше прибыли по МСФО. Так, за 2008 год прибыль Транснефти по МСФО и РСБУ различалась более чем в 19 раз (70,506 и 3,682 млрд рублей соответственно). В итоге, «префы» Транснефти в начале 2009 года торговались с уникальным коэффициентом р/е («капитализация / прибыль») около 0,7. Спустя год, к началу 2010 года, котировки поднялись более чем в три с половиной раза, однако показатель р/е нарастившей прибыль монополии все равно остается одним из самых низких на российском фондовом рынке и в мире.

Есть и диаметрально противоположные примеры. «Полюс Золото» стремится выплачивать дивиденды в общей сумме до 25% от чистой прибыли, рассчитанной в соответствии с МСФО. Кризис хорошо сказался на котировках драгоценных металлов, и выплаты дивидендов по итогам шести месяцев 2009 года превысили выплаты за весь предыдущий период существования компании.

Щедрые компании встречались и вне индекса ММВБ (из 10 крупнейших выплат по итогам 2008 года лишь 6 эмитентов включены в индекс ММВБ, график 1). Среди них – рекордсмен «ТНК-ВР Холдинг», он отдал акционерам более 82 млрд рублей. Это вчетверо больше дивидендов Роснефти, отраслевого лидера. Роснефть, впрочем, по итогам 2005–2008 годов заплатила в бюджет почти 100 млрд долларов налогов (график 5). График во многом объясняет, почему государство так слабо заинтересовано в увеличении дивидендов по находящимся в его собственности акциям.

График 5. У госкомпаний свои приоритеты: 72 доллара налоговых платежей приходилось на каждый доллар выплаченных Роснефтью дивидендов в 2008 году



Источники: «Эксперт РА», Роснефть

Металлургические компании, обложенные налогами в меньшей, чем нефтяники, степени, также радовали акционеров. Крупнейшая, после UC Rusal, торгуемая российская компания с иностранной пропиской Evraz Group по выплатам за 2008 год смогла обойти «Газпром нефть», которой раньше владел нынешний основной владелец металлургической компании Роман Абрамович. Правда, ввиду разразившегося кризиса и существенной долговой нагрузки, часть дивидендов Evraz Group заплатила акциями из допэмиссии и «чуть-чуть» поменяла дивидендную политику. На выплаты акционерам теперь будет идти не более 25% прибыли, в то время как раньше шло не менее 25% прибыли. Позднее Evraz Group и вовсе пообещала кредиторам отказаться от выплат дивидендов, пока соотношение чистого долга к EBITDA не опустится ниже трех.

Дочка Evraz Group, НТМК, отправила на дивиденды за 2008 год более 16 млрд рублей, а за 2005–2008 годы – более 55 млрд рублей. Следует заметить, что иногда дочерние компании платят больше публичных холдингов, в которые они входят. Так, розничная дочка ВТБ, «ВТБ-24», направила на дивиденды почти всю прибыль, обогнав по выплатам материнский банк.

Северсталь увеличила выплаты за 2008 год в полтора раза – почти до 31 млрд рублей. А лидер по дивидендам за 2007 год среди металлургов, «Норильский никель» (более 41 млрд рублей), потративший осенью 2008 года на выкуп своих акций более 48 млрд рублей, от выплаты дивидендов воздержался.



## КЕЙС ИЗ ПРАКТИКИ

### «Безнравственные» дивиденды: в поиске «золотой середины»

Недовольные миноритарные акционеры из имеющих у них прав (на дивиденды; на участие в управлении обществом; на часть имущества, остающегося после его ликвидации) чаще всего отстаивают свое право на получение части прибыли общества в виде дивидендов. Как правило, претензии вызывает низкий уровень дивидендных выплат. Алексей Навальный, бывший функционер партии «Яблоко» и, пожалуй, самый известный российский миноритарий, возмущается:

«Доходность по акциям Газпрома и Роснефти в последние годы невелика. На собраниях акционеры не раз задавали вопросы, почему выплачиваются такие низкие дивиденды. Представители компаний отвечают, что средства уходят на развитие и инвестиционную деятельность. Но думаю, они инвестируют в собственную красивую жизнь».

Однако все чаще встречаются и обратные примеры: претензии в отношении излишне щедрых дивидендов предъявляют иные заинтересованные стороны. Так, акционеры ОАО «Нижегородская бытовая компания» приняли решение выплатить дивиденды за девять месяцев 2009 года в общей сумме около 566 млн рублей. Свое отношение к этому факту высказал депутат Государственной думы Александр Хинштейн:

«Решение Собрания акционеров НСК, генеральным директором которой является Олег Кондрашов, выплатить дивиденды в размере почти 566 млн рублей абсолютно безнравственно».

На заседании общего Собрания акционеров НСК 17 декабря было принято решение выплатить дивиденды за девять месяцев 2009 года в общей сумме около 566 млн рублей. Щедрые дивиденды НСК платила и раньше. Согласно данным последнего квартального отчета по итогам 2007–2008 годов компанией было объявлено свыше 1,777 млрд рублей дивидендов. При этом суммарная рыночная капитализация на ММВБ обыкновенных и привилегированных акций НСК на конец 2009 года составляла менее 2,659 млрд рублей.

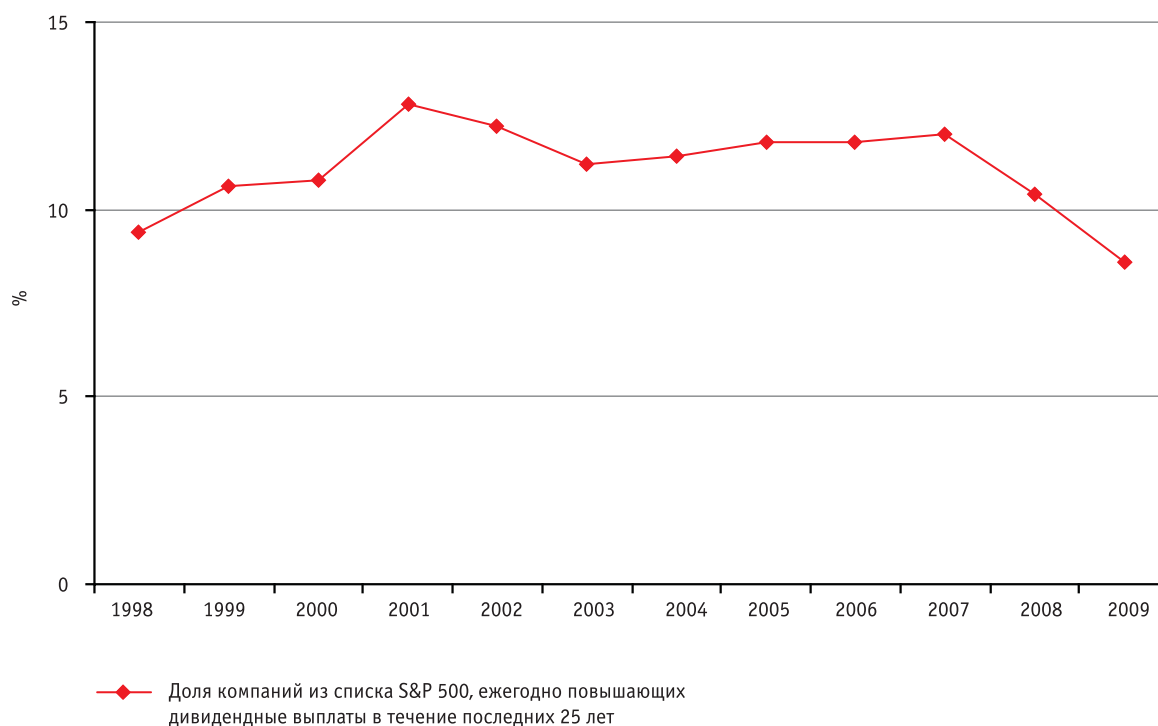
## История «за» дивиденды

Без дивидендов 1 доллар, инвестированный в индекс S&P 500 в начале 1930 года, к концу 2009 года превратился бы в 49 долларов. Однако, согласно данным индексной службы S&P, с учетом реинвестированных дивидендов результат за те же 80 лет оказался бы намного лучше – 1 259 долларов.

История США показывает, что покупка акций компаний в расчете на получение дивидендов – наиболее взвешенный подход. Инвесторы, которые покупают акции в надежде на рост курсовой стоимости, игнорируя показатели дивидендной доходности, подвергают себя чрезмерному риску. DJI, самый известный и самый старый индекс в мире, который учитывает движение цен акций, но не учитывает выплачиваемых дивидендов, в период своего существования показывал и 82% прироста в 1915 году, и 53% падения в 1931 году. Зато на дивиденды акционеры могли рассчитывать всегда, особенно в кризисные годы. Средняя дивидендная доходность акций (отношение дивиденда к цене акции), входящих в индекс, варьировала от 1% во времена эйфории до 15% во времена депрессии. Именно во времена кризисов ряд эмитентов способен приносить акционерам дивидендную доходность выше процентов по выпущенным облигациям. Стоит ли говорить о том, что кризисы, во время которых компании платят максимальные дивиденды, – самое благоприятное время для их реинвестирования в подешевевшие акции. В период кризиса капитализация российского фондового рынка с пиковых значений 2008 года сжалась в пять раз, а дивидендная доходность, напротив,кратно выросла. В наиболее тяжелые времена дивиденды приобретают для акционеров максимальную значимость.

Из компаний индекса S&P 500 к началу 2010 года 43 компании ежегодно повышали дивиденды на протяжении последних 25 лет (график 6). Среди этих компаний, для которых рассчитывается специальный индекс «дивидендных аристократов»: 3M, Coca-Cola, Exxon Mobil, Johnson & Johnson, Kimberly-Clark, McDonald's, McGraw-Hill, PepsiCo, Procter & Gamble и Wal-Mart Stores. Американские «дивидендные аристократы» широко диверсифицированы, представляя 10 различных секторов экономики, но больше всех представлен потребительский сектор.

*График 6. Почти каждый десятый эмитент из индекса крупнейших публичных корпораций S&P 500 ежегодно повышал дивидендные выплаты в течение последних 25 лет*

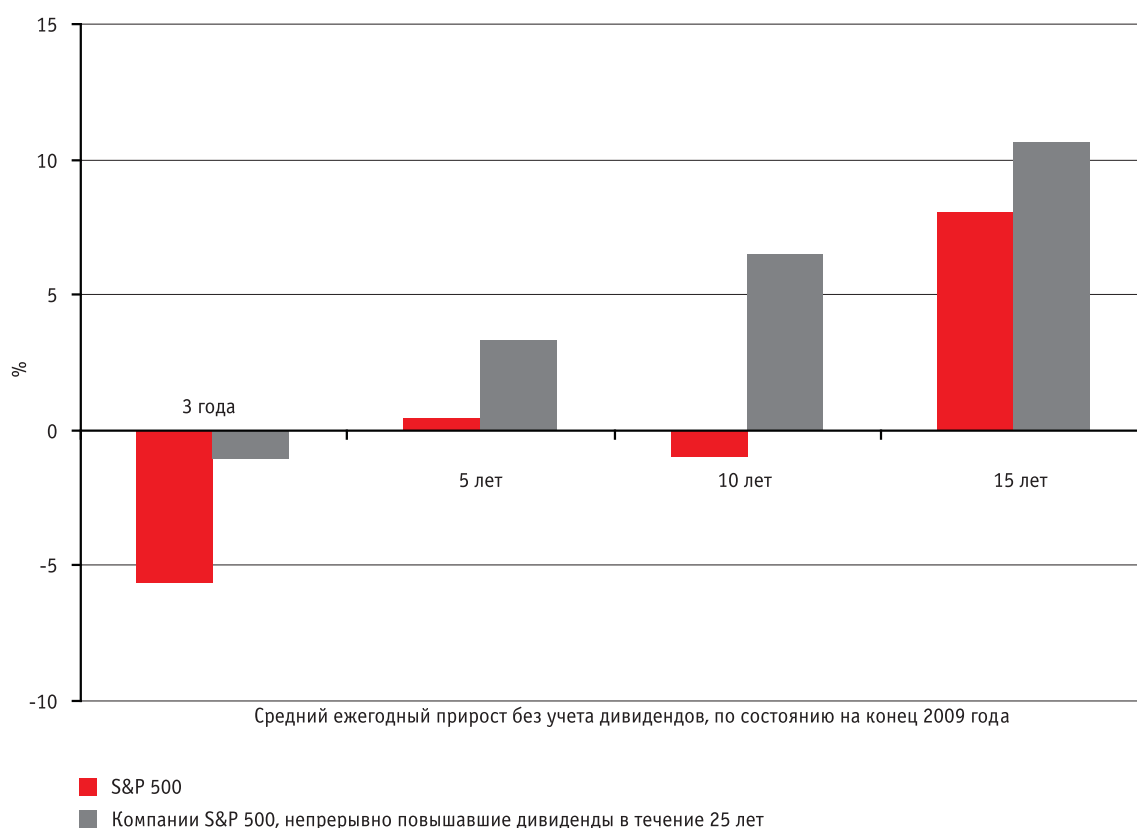


Источники: расчеты «Эксперта РА», S&P

Аналогично в европейском индексе S&P Europe 350 насчитывалось 48 эмитентов, которые повышали дивиденды в течение последних 10 лет. Среди европейских «дивидендных аристократов»: AstraZeneca, BP, British American Tobacco, Cadbury, Danone, Diageo, L'Oreal, Nestle, Novartis, Novo Nordisk, Pearson, RWE, Repsol-YPF, Roche, Royal Dutch Shell, Sanofi-Aventis, Tesco, ThyssenKrupp, Unilever, Vinci, Vivendi, Vodafone Group и WPP. За годы кризиса ряды «аристократов» покинуло большое количество финансовых гигантов. Так, в конце 2009 года из индекса S&P Europe 350 Dividend Aristocrats были исключены бельгийский KBC, шведский Svenska Handelsbanken, британские Barclays и British Land.

Парадоксальным является давно известное наблюдение, что компании, выплачивающие дивиденды, в среднем дорожают быстрее, чем эмитенты, направляющие средства в свое развитие (график 7). По логике все должно быть ровно наоборот – при прочих равных выплата дивидендов должна эквивалентно снижать стоимость акции. На практике оказывается, что щедрость компаний воспринимается инвесторами позитивно, это и отражается на котировках.

График 7. Регулярный рост дивидендов хорошо сказывается на котировках акций



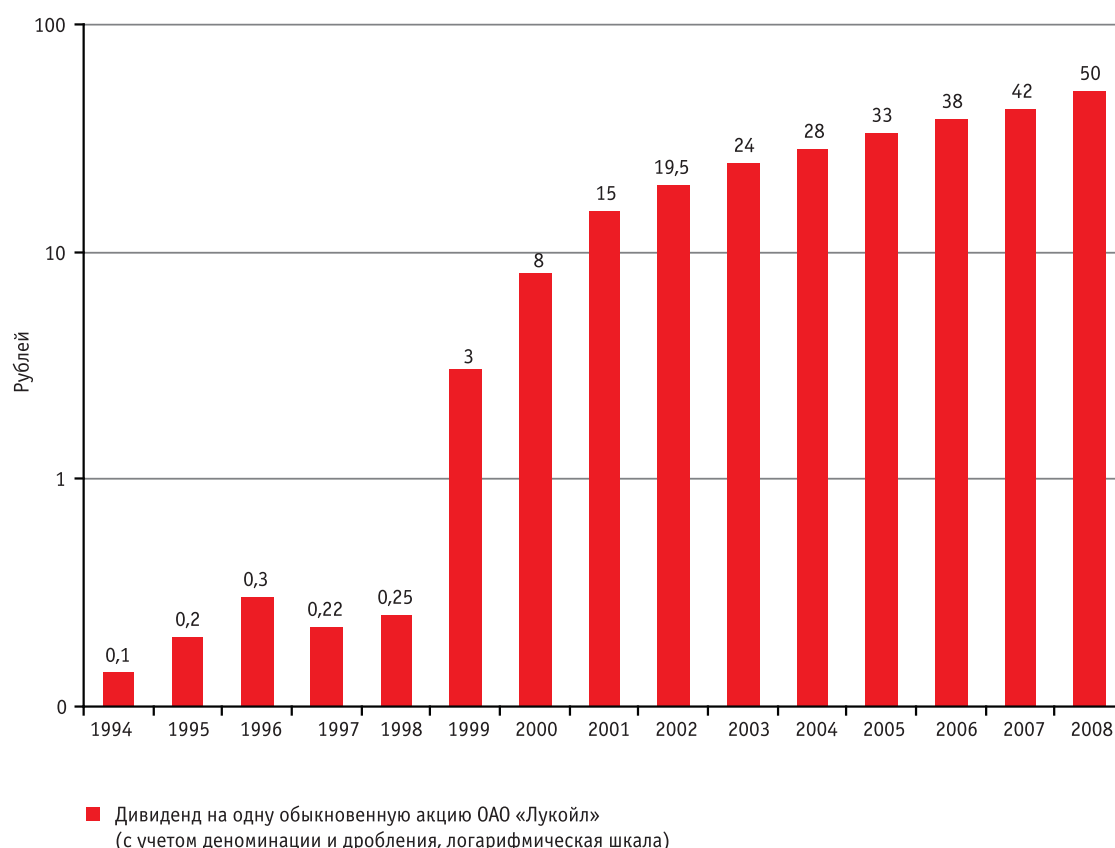
Источник: S&amp;P

В России процент компаний, которые пытаются ежегодно наращивать дивидендные выплаты, гораздо меньше. Более того, из 200 самых дорогих компаний России, согласно данным «Эксперта РА», от выплаты дивидендов в 2009 году отказались 128 компаний против 108 в 2008 году. Впрочем, на «скупых» пришлось менее четверти капитализации списка.

Наиболее длительный период непрерывного повышения дивидендов по акциям, входящим в расчет индекса ММВБ, зафиксирован у ОАО «Лукойл». Нефтяная компания демонстрирует рублевый рост начисленных дивидендов с 1997 года (график 8). С другой стороны, дивиденды ОАО «Лукойл» за 2008 год, переведенные в валютный эквивалент, упали по сравнению с дивидендами за 2007 год (1,52 и 1,77 доллара по курсу на дату составления списка лиц, имеющих право на получение годовых дивидендов, — 8 мая 2009 года и 2008 года соответственно). И такое поведение выделяет ОАО «Лукойл» среди коллег. Например, Газпром не побоялся обвинений в отсутствии хорошего тона и семикратно уменьшил объем дивидендов по итогам 2008 года при возросшей прибыли.

Очевидно, что дивидендная история ОАО «Лукойл» — это постоянный сигнал от эмитента инвесторам о том, что компания считает себя ответственной и заботится о последовательном увеличении дивидендов. Однако сложно утверждать, что, как и в США, на российском фондовом рынке акции корпораций с позитивной дивидендной историей показывают лучшую динамику. Так, акции ОАО «Лукойл» по состоянию на конец 2009 года проигрывали (без учета дивидендов) динамике индекса ММВБ и на 3, и на 5, и на 10-летнем горизонте. В то время как акции ОАО «Полиметалл», единственного эмитента из индекса ММВБ, который изначально воздерживался от выплат дивидендов, обыграли индекс за период с момента их вывода на биржу. Таким образом, инвесторы не рассматривают отсутствие дивидендов как негативный сигнал, если они считают, что реинвестирование прибыли позитивней скажется на перспективах компании и котировках ее акций.

График 8. Лукойл наращивает дивиденды с 1997 года



Источник: расчеты «Эксперта РА» по данным компании

Общепринятым рыночным показателем щедрости эмитента к акционерам считается дивидендная доходность – величина дивиденда, отнесенная к цене акции. Явная абсурдность ценовых минимумов осени 2008 года по многим акциям прибыльных компаний была доказана инвесторам размерами поступивших дивидендов. Так, привилегированные акции Дальсвязи 24 октября 2008 года торговались по 14 рублей, тем, кто владел ими 24 апреля (спустя полгода), позднее начислили по 5,4772 рублей дивидендов за 2008 год (график 9). Дальсвязь, как и другие межрегиональные компании связи, направила на выплаты по «префам» 10%, а Сургутнефтегаз – традиционные 7,5% прибыли по РСБУ. Компании малой капитализации вели себя еще более парадоксально: акции Красноярскэнерго 24 октября 2008 года стоили 22,44 копейки, а дивиденды за 2008 год составили 48,05 копеек. Биржевые котировки двигались вне любых разумных диапазонов.

Средняя дивидендная доходность по акциям из индекса ММВБ в 2010 году упадет ниже 2%. На высокую дивидендную доходность могут рассчитывать лишь владельцы акций эмитентов из второго эшелона. За редким исключением максимальные значения дивидендной доходности составят около 10%. Благодаря росту биржевых котировок дивидендная доходность российских акций в среднем по рынку снизится по отношению к прошлогодней более чем в полтора раза.

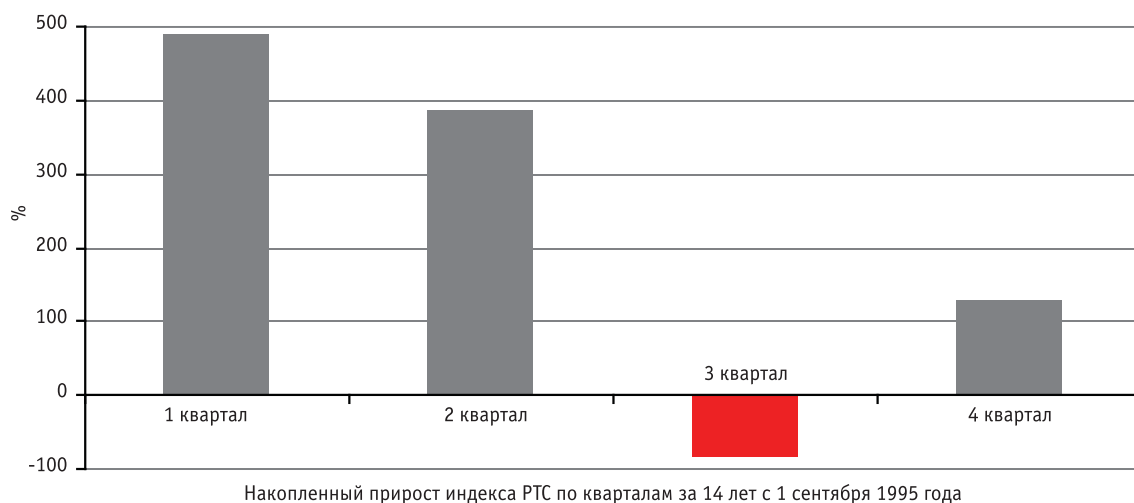
Интересно отметить, что сезон начисления дивидендов совпадает с исторически наиболее доходным периодом первого-второго квартала (график 10). Хотя по логике сразу после закрытия реестров акции должны дешеветь на дисконтированную величину дивиденда.

График 9. Ценовые минимумы осени 2008 года смотрятся абсурдно на фоне щедрых дивидендов



Источники: расчеты «Эксперта РА» по данным компаний, ФБ ММВБ

График 10. Дивиденды начисляют в наиболее доходный на российском фондовом рынке период



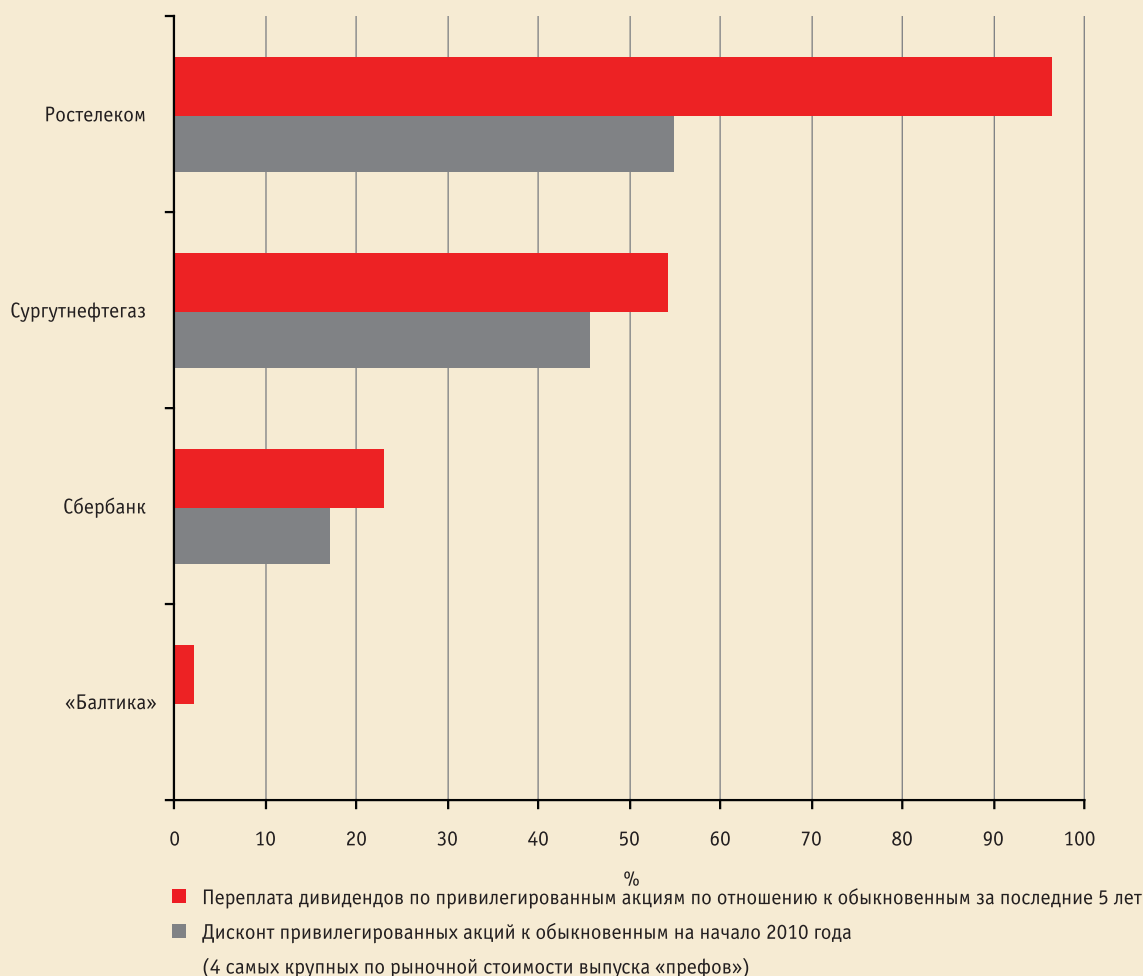
Источники: расчеты «Эксперта РА», РТС

## КЕЙС ИЗ ПРАКТИКИ

### Привилегия получать больше: дивиденды в обмен на право голоса

Лидерами по дивидендной доходности всегда были слабозаметные на общем фоне привилегированные акции. Причина проста: существенный дисконт привилегированных акций к обыкновенным (график 11). Кроме того, дивиденды по «префам», как правило, платят более щедрое, чем по обыкновенным акциям. Так, например, на протяжении последних 15 лет поступал Ростелеком (только в 1998 году дивиденды по обоим выпускам акций равнялись нулю). В итоге, суммарно за период с 1994 по 2008 годы владелец привилегированной акции Ростелекома получил в 2,4 раза больше дивидендов. При этом рыночная цена «префов» традиционно ниже «обычки». А в январе 2009 года дисконт «префов» Ростелекома достигал умопомрачительных 95% к цене обыкновенных акций. При этом «префы» при выкупе (РИТЭК) или конвертации (Лукойл) идентичны обыкновенным акциям, наличие права голоса по которым мало что дает владельцам миноритарных пакетов.

График 11. Переплата дивидендов по «префам» парадоксальным образом сочетается с их дисконтом по отношению к обыкновенным акциям

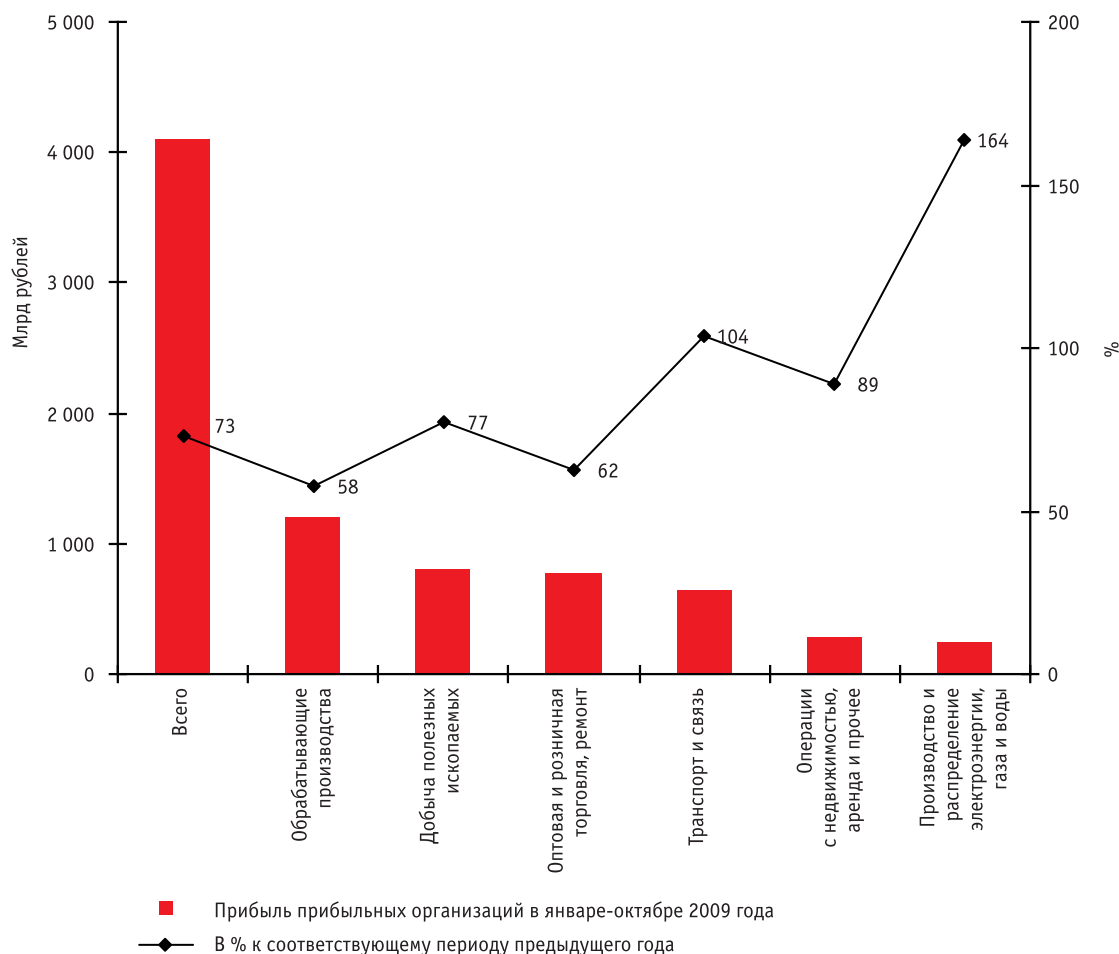


Источники: расчеты «Эксперта РА» по данным компаний, ФБ ММВБ

## Им есть чем платить

Беспокойство инвесторов в отношении объема выплат дивидендов за 2009 год, как всегда, вызывают два фактора: желание корпораций платить и прогнозируемая величина заработанной в условиях финансового кризиса прибыли. С учетом того, что государство контролирует большую часть российских публичных корпораций, многие решения по дивидендам напрямую зависят от решения чиновников. Частные компании, как показывают промежуточные дивиденды ОАО «ТНК-ВР Холдинг», с готовностью перечисляют часть прибыли своим акционерам. Ситуация с величиной прибыли за 2009 год внушает сдержанный оптимизм (график 12). В январе-октябре 2009 года, по оперативным данным Росстата, прибыль 36,4 тысяч прибыльных организаций (без организаций, осуществляющих деятельность в растениеводстве, животноводстве, без субъектов малого предпринимательства, банков, страховых и бюджетных организаций) в действующих ценах составила 4,09 трлн рублей. Финансовый результат составил 72,7% от прошлогоднего показателя.

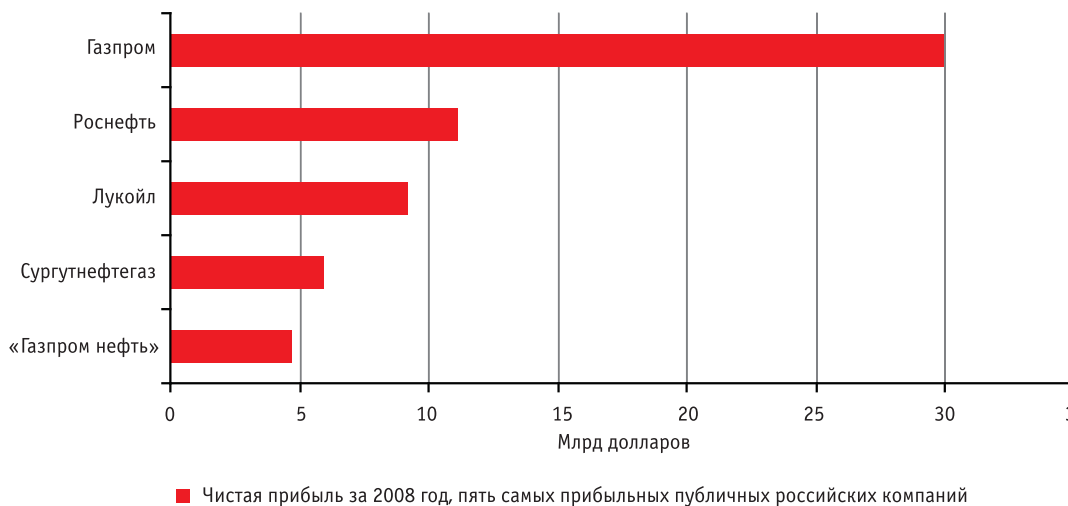
График 12. Оперативные данные Росстата позволяют ориентироваться на 5 трлн прибыли по итогам 2009 года



Источники: расчеты «Эксперта РА», Росстат

Больше всех возможностей для выплаты дивидендов в России имеет нефтегазовый сектор. Пятерка лидеров по заработанной чистой прибыли среди публичных российских компаний целиком состоит из представителей нефтегазового сектора (график 13).

График 13. Больше всех возможностей для выплаты дивидендов у нефтегазового сектора



Источник: расчеты «Эксперта РА» по данным компаний



Эмитенты из сектора металлургии в период высокой конъюнктуры показывают уровни рентабельности гораздо выше, чем в нефтегазовой отрасли. Ведь специальный налоговый режим, придуманный для нефтяников (прежде всего прогрессивные экспортные пошлины), оставляет акционерам меньше возможностей для выплаты дивидендов. Поэтому выплаты небольших по мировым меркам металлургических компаний часто сопоставимы с выплатами нефтегазовых гигантов (график 1). Даже рост прибыли не являлся гарантией высоких выплат. Так, Газпром сократил дивиденды за 2008 год в семь раз, до самого низкого уровня за последние восемь лет, направив акционерам чуть более 1% от чистой прибыли по МСФО. В итоге по выплатам дивидендов он уступил градообразующему предприятию НТМК, дочке Evraz Group. С другой стороны, активное перераспределение «сверхдоходов» от углеводородов по всей экономике в целом снижает волатильность дивидендных выплат из-за перепадов сырьевой конъюнктуры. Дивиденды же в металлургическом секторе гораздо более чувствительны к мировым ценам.

Телекоммуникационные компании привлекают инвесторов тем, что их выручка слабо зависит от мировой сырьевой конъюнктуры. Это относится как к сектору фиксированной связи, так и к мобильным операторам.

Отрасль машиностроения, публичные представители которой по большей части убыточны, время от времени показывает примеры высокой дивидендной доходности, связанные прежде всего с низкой капитализацией, а не с большими дивидендными выплатами. В основном же машиностроители, даже успешные, предпочитают воздерживаться от дивидендов. Так, ОАО «КАМАЗ» с 1994 года не начисляло своим акционерам дивиденды.

Дивиденды российских публичных банков всегда были скромными. И это объяснимо – формирующийся финансовый сектор нуждается в привлечении дополнительного капитала, а не в распределении прибыли среди акционеров.

Крупнейшие электроэнергетические компании после реформы стали платить дивиденды все меньше и меньше (график 4). Большинство же вообще отказалось от распределения прибыли – ее или просто нет или она идет на инвестиционные программы.

Именно в электроэнергетике и банковском секторе широкое распространение получили дополнительные эмиссии – обратный выплатам дивидендов по экономической сущности процесс. Из компаний индекса ММВБ уставные капиталы увеличили ФСК (заплатила максимальные дивиденды по итогам 2006 года, график 4), Русгидро (2007) и ВТБ (2007). При этом ВТБ привлек от государства средств почти в 20 раз больше своих рекордных дивидендов.

Успешные представители («Балтика», «Магнит») потребительского сектора выплачивают высокие дивиденды вне зависимости от того, есть ли необходимость в привлечении дополнительных ресурсов. Розничная сеть «Магнит», нарастившая чистую прибыль почти вдвое, в первый раз заплатила дивиденды именно за 2008 год. После этого компания успешно провела дополнительную эмиссию акций.

В каждом конкретном случае следует помнить и о рисках. Ряд эмитентов отклонился от утвержденной дивидендной политики, кто-то несвоевременно направлял акционерам доход, начисленный при более благоприятной конъюнктуре. Но возвращения к массовой практике задержки платежей по образцу середины 1990-х годов инвесторы избежали. Кто-то, как НКНХ, просто утвердил длительный срок выплаты – 12 месяцев с даты принятия решения о распределении прибыли. Обнадеживают характерные случаи, когда основной владелец компании сам «разрешал» эмитенту отложить непосильную выплату уже начисленных дивидендов, «скрывая» от него свои реквизиты и тем самым снимая ответственность за срыв сроков.



## КЕЙС ИЗ ПРАКТИКИ

### **Славнефть-Мегионнефтегаз: в ожидании дивидендного чуда**

Решения большинства корпораций по размеру дивидендов достаточно предсказуемы. Исходя из дивидендной истории, принятой дивидендной политики, прогнозируемой прибыли и текущих комментариев руководства компании, аналитики с приемлемой погрешностью рассчитывают величину ожидаемых дивидендов. Однако случаются и «приятные» сюрпризы. Компании с большой нераспределенной прибылью могут позволить себе заплатить большие и, главное, внезапные дивиденды. Так, по итогам полных 2004, 2005, 2006, 2007, 2008 годов, владельцам обыкновенных акций ОАО «Славнефть-Мегионнефтегаз» дивиденды не объявлялись. Зато по итогам шести месяцев 2005 года компания по всем типам акций начислила более 26,728 млрд рублей дивидендов. По данным последнего ежеквартального отчета (за 3 квартал 2009 года), нераспределенная прибыль ОАО «Славнефть-Мегионнефтегаз» составляла более 60% от рассчитанной рыночной капитализации эмитента.

Вопреки распространенному заблуждению, что дивиденды компании ограничены полученной за год прибылью, отдельные эмитенты практикуют «внезапные» выплаты за счет прибыли прошлых лет. Так, ковровское ОАО «Завод им. В. А. Дегтярева» начислило дивиденды за январь – сентябрь 2009 года в сумме 615,442 млн рублей. При этом, в январе – сентябре 2009 года чистая прибыль завода по РСБУ составила всего 77,415 млн рублей. Зато нераспределенная прибыль ОАО «Завод им. В. А. Дегтярева» на конец сентября составляла 714,733 млн рублей.

## Приложение

### Рейтинги корпоративного управления «Эксперта РА»

ЗАО «Рейтинговое агентство «Эксперт РА» на основе разработанной методики Национального рейтинга корпоративного управления (НРКУ) проводит работу по присвоению российским компаниям рейтинговой оценки качества корпоративного управления. Рейтинг отражает мнение рейтингового агентства «Эксперт РА» об уровне корпоративного управления компании.

РКУ – оценка риска потерь для собственников компании, связанного с качеством управления компанией и соблюдением прав собственников. Более высокий рейтинг подразумевает более качественную систему управления и меньшую вероятность потерь вследствие реализации рисков качества управления и нарушения прав собственников.

НРКУ – это комплексная оценка практики корпоративного управления в конкретной компании по четырем компонентам: права акционеров, состав и эффективность работы органов управления и контроля, раскрытие информации, деятельность в интересах иных заинтересованных сторон и корпоративная социальная ответственность. НРКУ также является оценкой рисков корпоративного управления конкретной компании. Чем выше рейтинг, тем ниже, по мнению консорциума «Эксперта РА», риски корпоративного управления в оцениваемой компании. НРКУ присваивается по шкале от НРКУ 1 (низшая оценка) до НРКУ 10 (высшая оценка).

#### Рейтинг-лист

| Компания                         | Рейтинг |
|----------------------------------|---------|
| «Водоканал Санкт-Петербурга»     | 7+      |
| «Северо-Западный Телеком»        | 8       |
| Центртелеком                     | 8       |
| Авиакомпания «Ютэйр»             | 6       |
| «МИЭЛЬ»                          | 6+      |
| «МРСК Северного Кавказа»         | 6+      |
| «Петербургская бытовая компания» | 6       |
| Татэнерго                        | 6       |

Подробная информация на сайте «Эксперта РА» <http://www.raexpert.ru/ratings/corporate/>.