

2005 года и вся нераспределенная прибыль предыдущего периода — 131,3 млрд руб. (\$4,7 млрд). При этом акционерное общество продолжает практику объявления дивидендов всем акционерам два раза в год.

Видимо, принимая во внимание дивидендную и инвестиционную политику ТНК-ВР, правительство готовится оказать давление на компанию. Как заявил министр природных ресурсов Юрий Трутнев, он не видит оснований для продления компании «РУСИА Петролеум», подконтрольной ТНК-ВР, лицензии на Ковыктинское газоконденсатное месторождение. По мнению министра, за минувший год в освоении месторождения никаких позитивных изменений нет. «Я не вижу оснований, чтобы продлевать лицензию этому недоропользователю», — подчеркнул Трутнев. Одновременно стало известно, что «Газпром» намерен отозвать свое предложение о покупке у ТНК-ВР акций «РУСИА Петролеум».

Виталий Крюков из ИГ «Капиталь» полагает, что МПР в конце концов отзовет лицензию на Ковыктинское месторождение, тем более что все формальные основания для этого имеются. В этом случае лицензия будет передана в нераспределенный фонд, а потом «Газпром» сможет получить ее за символическую плату. «Видимо, „Газпром”

ДИВИДЕНДЫ ВОПРОКИ

За 9 месяцев 2008 года российские нефтегазовые компании успели заработать чистой прибыли больше, чем за весь 2007 год. Особо отметим, что большая нефтегазовая «тройка» — открытые акционерные общества «Газпром», ЛУКОЙЛ и «Роснефть» суммарно заработали за 9 месяцев 2008 года вдвое больше чистой прибыли, чем весь банковский сектор России. Результат был достигнут вопреки резкому ухудшению конъюнктуры сырьевых рынков в третьем квартале 2008 года

КРИЗИСНЫЙ ПОДХОД История США доказывает, 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. Самый известный и самый старый индекс в мире — DJI — рос последние 112 лет в среднем менее чем на 5% в год. Индекс, который учитывает движение цен акций, но не учитывает выплачиваемых дивидендов, в этот период скакал от 82% прироста в 1915 году до 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, варьировалась от 1% во времена эйфории до 15% во времена депрессии.

Именно во времена кризисов ряд эмитентов способны 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. Капитализация российского фондового рынка с мая по октябрь 2008 года сжалась в четыре раза, а дивидендная доходность, напротив, выросла. В наиболее тяжелые времена дивиденды приобретают для акционеров максимальную значимость. Ответ на вопрос, почему компании платят щедрые дивиденды именно в кризисное время, прост.

Катастрофическое падение цен акций на бирже зачастую делает рыночную стоимость компании меньше балансовой — компания стоит больше в ликвидированном состоянии. Вывод прибыли через дивиденды можно считать частичной ликвидацией бизнеса. Напротив, во времена длительного роста котировок рыночная стоимость компаний сильно превышает их балансовую оценку. Поэтому компании стремятся сами реинвестировать прибыль: генеральные директора не хотят получать упреки акционеров в неспособности запускать новые рентабельные проекты. Во времена эйфории акционеры рады отсутствию дивидендов — рубль на балансе компании стоит больше рубля в их кармане. А ведь с дивидендов еще нужно платить налог.

По итогам 9 месяцев 2008 года российские нефтегазовые компании успели заработать больше чистой прибыли, чем за весь 2007 год. Большая нефтегазовая «тройка» — открытые акционерные общества «Газпром», ЛУКОЙЛ и «Роснефть» суммарно получили за январь—сентябрь 2008 года бо-

полагает, что не имеет смысла платить большие деньги за лицензию, если ее можно будет потом получить за копейки», — комментирует эксперт.

ГАЗ ИЗ ЮРХАРОВА Единственной компанией, упрочившей свое положение в рейтинге, стал НОВАТЭК. Компания ввела в эксплуатацию вторую очередь Юрхаровского месторождения. Пуск технологического комплекса даст компании возможность в 2009 году более чем на 20% увеличить добычу газа до уровня более 100 млн куб. м в сутки и обеспечить аналогичный процентный рост добычи газового конденсата.

В целом стратегия развития компании предусматривает доведение добычи до 45 млрд куб. м к 2010 году и 65 млрд куб. м к 2015 году. По мнению Владимира Веденеева, новость позитивна для компании, так как Юрхаровское месторождение является ключевым источником роста добычи газа в среднесрочной перспективе и увеличение добычи на месторождении позволит НОВАТЭКу осуществить задуманные планы.

Дмитрий Дзюба из банка «Зенит» также рассматривает пуск второй очереди Юрхаровского месторождения

как важный позитивный сигнал, указывающий на способность компании выполнять в срок поставленные задачи. «Ранее ожидалось, что работа начнется в октябре, — комментирует аналитик. — Некоторое опережение графика можно лишь приветствовать».

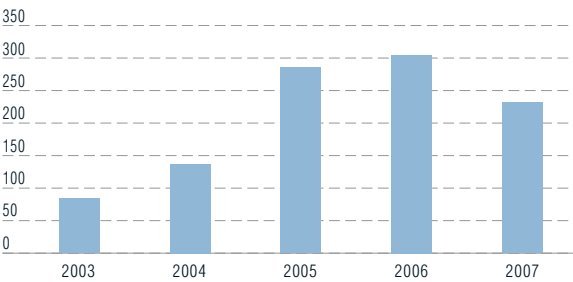
МОГУЩЕСТВО ДОЛЛАРА Удержал позиции в рейтинге и «Сургутнефтегаз», показав необычно высокий рост прибыли по РСБУ за 9 месяцев 2008 года по сравнению с аналогичным периодом предыдущего года — до 120,12 млрд руб., или \$5 млрд, а также в третьем квартале — до 47,47 млрд руб., или \$1,95 млрд. Это очень высокие показатели для третьего квартала, которые трудно объяснить только рыночными факторами. «В компании происходят процессы, пока не до конца понятные рынку», — признает Виталий Крюков.

Владимир Веденеев предполагает, что на финансовом результате компании помимо операционной деятельности сказалась курсовая разница. По его оценкам, на балансе «Сургутнефтегаза» более \$16 млрд денежных средств, номинированных в долларах. Исходя из того, что в третьем квартале обменный курс вырос на 3%, доходы

от курсовой разницы могли составить около \$450 млн против убытка в \$560 млн во втором квартале.

Учитывая текущие рыночные кондиции, аналитик ожидает, что по итогам четвертого квартала «Сургутнефтегаз» может получить значительную прибыль от курсовой разницы (более \$1 млрд), что должно нивелировать эффект «ножниц Кудрина». По его мнению, опубликованные цифры должны оказать хорошую поддержку бумагам «Сургутнефтегаза», в особенности привилегированным акциям, владельцы которых могут рассчитывать на дивиденды по итогам года на уровне \$0,053–0,062 на акцию, что предполагает доходность на уровне выше 27–30%. ■

**В составлении рейтинга принимают участие Дмитрий Александров (ИК Financial Bridge), Денис Борисов (ИФК «Солид»), Владимир Веденеев (Банк Москвы), Владимир Детинич (ИФ «Олма»), Дмитрий Дзюба (банк «Зенит»), Михаил И. Зак (ИК «Велес-Капитал»), Константин Комиссаров (группа компаний «Регион»), Виталий Крюков (ИГ «Капиталь»), Дмитрий Мангилев (ИК «Перспект»), Максим Шейн (ИК «Брокеркредит-сервис»). Рейтинг составлен агентством RusEnergy.*



СУММАРНЫЕ НАЧИСЛЕННЫЕ ДИВИДЕНДЫ ВОСЬМИ НЕФТЕГАЗОВЫХ КОМПАНИЙ («ГАЗПРОМ», «ТНК-ВР ХОЛДИНГ», ЛУКОЙЛ, «СУРГУТНЕФТЕГАЗ», «ГАЗПРОМ НЕФТЬ», «РОСНЕФТЬ», «ТАТНЕФТЬ» И НОВАТЭК) ИСТОЧНИК: ДАННЫЕ КОМПАНИЙ, РАСЧЕТЫ «ЭКСПЕРТ РА».

лее 700 млрд руб. чистой прибыли против менее чем 600 млрд руб. за весь 2007 год. Интересно отметить, что «Газпром», ЛУКОЙЛ и «Роснефть» заработали за 9 месяцев 2008 года вдвое больше чистой прибыли, чем весь банковский сектор России. Результат был достигнут вопреки резкому ухудшению конъюнктуры сырьевых рынков в третьем квартале 2008 года.

ТРИЛЛИОН ВОЗМОЖНОСТЕЙ Общий объем начисленных за 2003–2007 годы дивидендов 8 компаний нефтегазового сектора России: «ТНК-ВР Холдинга», «Газпром нефти», «Газпрома», ЛУКОЙЛа, «Сургутнефтегаза», «Роснефти», «Татнефти» и НОВАТЭКа превысил триллион рублей. Реинвестирование полученных дивидендов позволило бы существенно расширить инвестиционный портфель.

Например, капитализация всех торгуемых российских банков (в том числе Сбербанк, ВТБ, Банка Москвы, Росбанк, «Уралсиб», банка «Санкт-Петербург», ТКБ и «Возрождения») в наиболее тяжелые для фондового рынка дни 2008 года оценивалась именно в триллион рублей.

Пока крупнейшие российские нефтегазовые компании подтверждают курс на повышение дивидендов. В конце октября 2008 года заместитель председателя правления «Газпрома» Андрей Круглов заявил о намерении придерживаться традиции ежегодного роста дивидендов.

Акционеры «ТНК-ВР Холдинга» уже направили на дивиденды за первое полугодие всю чистую прибыль по РСБУ — почти 48 млрд руб. На внеочередном собрании акционеров 30 сентября «ТНК-ВР Холдинг» принял решение выплатить дивиденды по 2,94 руб. на одну обыкновенную и привилегированную акцию (в 2,2 раза больше, чем за первые шесть месяцев 2007 года).

Размер дивидендов, которые получают акционеры, определяется в том числе дивидендной политикой компании. 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% чистой прибыли по РСБУ, компания приняла только в преддверии народного IPO в 2006 году.

Впрочем, само наличие прибыли от дивидендной политики не зависит. Кризис и более чем двукратное падение цен на нефть отразится на прибылях нефтегазовых компаний. Рекорды, достигнутые по итогам 2008 года, могут остаться рекордами навсегда. Тогда и дивиденды, которые платятся из прибыли, упадут. Скорее всего, однако, ситуация будет отличаться от компании к компании. Ведь у каждого игрока нефтегазового рынка свой запас прочности.

С 2003 по 2007 год постоянно наращивали дивиденды и «Татнефть», и ЛУКОЙЛ, и «Роснефть», и «Газпром». Только дивиденды «Татнефти» по обыкновенным акциям выросли на 1783%, а дивиденды акционерам ЛУКОЙЛа — на 75%. «Газпром нефть» заплатила максимальные дивиденды в 2004 году, «Сургутнефтегаз» и «ТНК-ВР Холдинг» — в 2005 году. Показателен пример «ТНК-ВР Холдинга», образованного в конце 2004 года. Хотя его дивиденды постоянно снижались, компания успела за три года выплатить акционерам больше, чем «Газпром» выплатил за пять минувших лет. Причина проста — «ТНК-ВР Холдинг» почти всю прибыль направляет на дивиденды. Также поступала и «Сибнефть» (сейчас — «Газпром нефть»), пока ее не купил «Газпром».

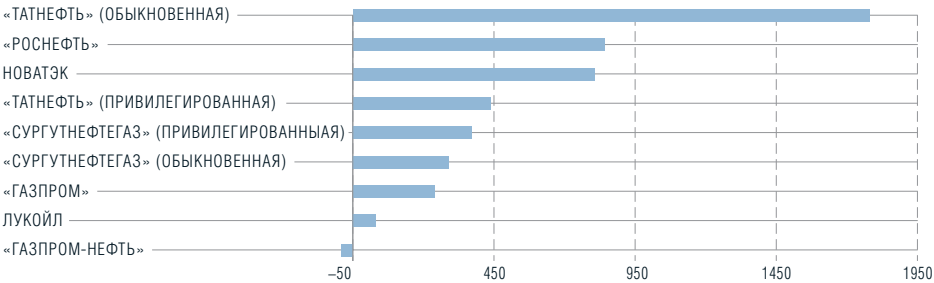
Лидерами по дивидендной доходности всегда были привилегированные акции. Причина проста: дисконт привилегированных акций к обыкновенным часто превышает 50%. А дивиденды по ним, как правило, платят даже больше, чем по обыкновенным. Так, например, на протяжении пяти лет поступал «Сургутнефтегаз».

Если гиганты вроде «Роснефти» и «Газпрома» могут диктовать свою волю акционерам, то дочерние нефтегазовые компании беспрекословно выполняют волю контролирующего акционера. Скажем, малоликвидная компания «Удмуртнефть» заплатила по итогам 2007 года больше, чем Сбербанк. Дивидендная доходность привилегированных акций «Удмуртнефти» была примерно 30%, а Сбербанка — чуть больше 1%.

Характерен и пример ОАО «ВТБ Северо-Запад». ВТБ заставил свою петербургскую «дочку» направить на дивидендные выплаты за 2007 год 4,6 млрд руб., получив почти все эти деньги как основной акционер. Сам же ВТБ за 2007 год заплатил своим многочисленным акционерам всего 9 млрд руб. Стоит ли говорить, что ВТБ по основным показателям деятельности на порядок больше «ВТБ Северо-Запад»?

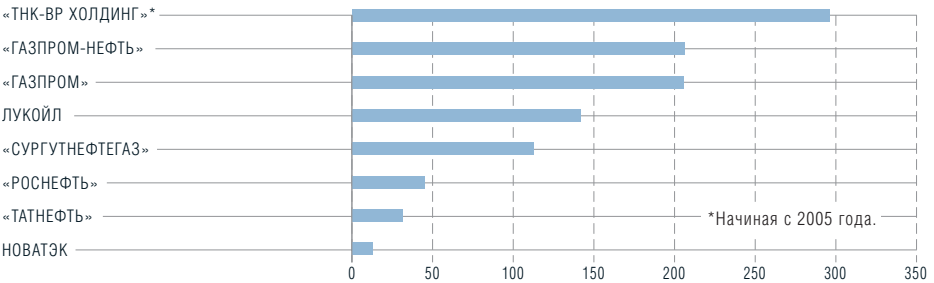
Причем важно успеть приобрести акцию до даты закрытия реестра. Например, в 2008 году «Сургутнефтегаз» закрывал реестр для получения дивидендов за 2007 год 14 марта, «Роснефть» — 16 апреля, а «Газпром нефть» — 15 мая. Особо «нетерпеливые» компании, такие как «ТНК-ВР Холдинг», уже выплатили промежуточные дивиденды за первое полугодие. Совет директоров упомянутой выше «Удмуртнефти» рекомендовал акционерам утвердить дивиденды за 9 месяцев 2008 года в 2,6 млрд руб. (772 руб. на одну привилегированную и обыкновенную акцию). Акционеры решат этот вопрос на внеочередном собрании 1 декабря, но реестр закрылся уже 27 октября 2008 года.

СТЕПАН ЖУЛИН, «ЭКСПЕРТ РА»



ПРИРОСТ НАЧИСЛЕННЫХ ЗА 2007 ГОД ДИВИДЕНДОВ ПО СРАВНЕНИЮ С 2003 ГОДОМ (%) ИСТОЧНИК: ДАННЫЕ КОМПАНИЙ, РАСЧЕТЫ «ЭКСПЕРТ РА».

ПЕРЕДОВИКИ ПРОИЗВОДСТВА



СУММАРНЫЕ НАЧИСЛЕННЫЕ ДИВИДЕНДЫ ЗА 2003-2007 ГОДЫ (МЛРД РУБ.) ИСТОЧНИК: ДАННЫЕ КОМПАНИЙ, РАСЧЕТЫ «ЭКСПЕРТ РА».