

СЕМЬ ПИШЕМ, ОДНА В УМЕ

ВЫСОКИЕ МИРОВЫЕ ЦЕНЫ НА НЕФТЬ УГНЕТАЮЩЕ ДЕЙСТВУЮТ НА ТЕХ, КТО ЕЕ ПРОИЗВОДИТ. ПО ИТОГАМ 2007 ГОДА СЕМЬ КРУПНЕЙШИХ РОССИЙСКИХ НЕФТЕГАЗОВЫХ КОМПАНИЙ СНИЗИЛИ ДОБЫЧУ, А НЕКОТОРЫЕ — И ДОХОДЫ. СУММАРНЫЙ ПОКАЗАТЕЛЬ РЕЙТИНГА ДОЛГОСРОЧНОЙ ИНВЕСТИЦИОННОЙ ПРИВЛЕКАТЕЛЬНОСТИ НЕФТЕГАЗОВОЙ ОТРАСЛИ, СОСТАВЛЯЕМОГО С 2000 ГОДА АГЕНТСТВОМ RUSENERGY, СНИЗИЛСЯ НА 0,7%, ДО ПОКАЗАТЕЛЯ 289,85. ЮРИЙ КОГТЕВ, ВИКТОРИЯ САДЬКОВА, RUSENERGY

САХАЛИНСКИЙ ВКЛАД Внешние показатели нефтяной отрасли в России как будто не вызывают особого беспокойства. Общий объем производства нефти вырос в 2007 году на 2,2% по сравнению с предыдущим годом и составил 491,3 млн тонн.

Надо сразу отметить, что основной вклад в прирост российской добычи внесли сахалинские проекты, без учета которых добыча нефти в России увеличилась всего на 0,4%. Операторы соглашений на условиях раздела продукции увеличили добычу почти втрое — с 5,1 млн тонн в 2006 году до 13,8 млн тонн в 2007-м. В лидерах роста оказались малые и средние частные нефтяные компании, а также СП с иностранными инвестициями: они увеличили добычу на 3,7%.

А семь крупнейших компаний — «Сургутнефтегаз», ТНК-ВР, «Газпром нефть», «Славнефть», «Башнефть», «Русснефть» и «Газпром» — снизили производство сырья, не говоря уже о ЮКОСе, который и вовсе прекратил существование.

Не впечатляют и финансовые отчеты крупных нефтяных компаний. По мнению Дмитрия Александрова из ИК Fipancial Bridge, во многом это связано с провальным первым кварталом минувшего года, когда нефтяники потеряли деньги из-за особенностей действующей системы налогообложения. «Благоприятная конъюнктура на рынке нефти в конце года не смогла выправить ситуацию, поскольку рост нефтяных цен сопровождался резким удорожанием сервисных и сопутствующих услуг», — говорит эксперт.

С другой стороны, такая ситуация позволила выявить компании, обладающие эффективной операционной структурой, такие как ЛУКОЙЛ и «Татнефть», а также отстающие, такие как «Сургутнефтегаз». В целом жесткий налоговый режим в сочетании с ростом уровня истощенности традиционных месторождений и, как следствие, увеличением расходов на добычу, несомненно, насторожили инвесторов в минувшем году, заключает Владимир Веденеев из Банка Москвы.

«ГАЗПРОМ» РОСТА В «личном зачете» «Газпром» остается безусловным лидером с точки зрения потенциала роста стоимости бизнеса и стратегических перспектив. По мнению Владимира Веденеева, это связано, во-первых, с ростом цен на нефть, который приведет к подъему экспортных цен на газ в Европе уже в этом году до \$400 за 1 тыс. куб. м, и, во-вторых, с либерализацией внутреннего рынка к 2011 году, что позволит газопроизводителям продавать газ как минимум в 2,5–3 раза дороже, чем сегодня.

Кроме того, следует учитывать, что все больше чиновников склоняются к мысли, что нет необходимости повы-

шать НДС на газ раньше 2011 года. Дмитрий Лютягин из ИК «Велес Капитал» называет и другие факторы: повышение цен для стран Балтии и СНГ до европейского уровня; широкомасштабное развитие инфраструктуры, что позволит «Газпрому» в дальнейшем диверсифицировать и увеличить реализацию газа на западном направлении; ввод в строй нового крупного месторождения (Южно-Русского) и начало подготовки к освоению другого объекта, уникального как по объемам, так и по технологиям (Штокмановского).

«Сохранение „Газпромом“ первого места в рейтинге выглядит закономерным», — комментирует Дмитрий Дзюба из банка «Зенит». — Рынок возлагает большие надежды на ряд крупных проектов, которые осуществляет или планирует осуществить компания. Помимо этого в глазах инвесторов акции госкомпаний получили поддержку в прошлом году благодаря четкому указанию на преемника президента. Преемственность власти в российских условиях означает стабильность, сохранение устойчивого положения государственных корпораций, что позитивно для рынка».

Аналитики уверены, что указанные факторы свидетельствуют в пользу резкого увеличения денежных потоков «Газпрома» в ближайшие несколько лет, что должно благоприятно отразиться на его оценке. «Компания сохраняет динамичность, и прошедший год был очень богат на важнейшие корпоративные события, которые существенно изменяют операционную структуру компании в ближайшие 15–20 лет», — говорит Дмитрий Александров.

СТОЛКНОВЕНИЕ НА ФИНИШЕ Если лидерство «Газпрома» было неоспоримо, то в борьбе за второе место «Роснефть» в минувшем году сделала мощный рывок вверх и едва не обошла ЛУКОЙЛ. И все же этого не случилось. По итогам года аналитики признали ЛУКОЙЛ более инвестиционно привлекательной компанией, хотя «Роснефть» почти на четверть увеличила добычу нефти, превысив в 2007 году уровень в 100 млн тонн, или 2 млн баррелей в сутки. Во многом это стало возможным благодаря приобретению активов ЮКОСа, а также «Удмуртнефти».

По оценкам Владимира Веденеева, органический рост добычи «Роснефти» в 2007 году составил около 4,8%, что также является весьма сильным результатом на фоне отрасли в целом. Впрочем, и это достижение во многом объясняется присоединением в 2005 году еще одного актива ЮКОСа — «Юганскнефтегаза», демонстрирующего устойчивый рост операционных показателей.

Владимир Веденеев полагает, что после приобретения большинства активов ЮКОСа «Роснефть» стала со-

поставима по размерам бизнеса с ЛУКОЙЛом, однако госкомпания придется приложить немало усилий к тому, чтобы эффективно консолидировать их в структуру бизнеса. Кроме того, на фоне широкой диверсификации бизнеса ЛУКОЙЛа на различных рынках «Роснефть», несмотря на громкие заявления, остается локальным игроком. Инвесторов также беспокоят долги компании.

«Несмотря на ее масштабы, „Роснефть“ можно назвать молодой компанией — ее структура еще полностью не устоялась», — говорит Дмитрий Дзюба. — К тому же некоторый дисконт „Роснефть“ получает за счет высокой долговой нагрузки. В ЛУКОЙЛе, наоборот, серьезных трансформаций не наблюдалось. Несмотря на ухудшение показателей по темпам роста добычи в течение года, компания демонстрирует практические шаги по реализации стратегии: доля переработки увеличивается, добыча по газовым проектам растет».

ВТОРОЙ ЭШЕЛОН Следом за тройкой лидеров выстроились «Сургутнефтегаз», НОВАТЭК и ТНК-ВР. Но если и «Сургутнефтегаз», и ТНК-ВР опустились на ступеньку ниже, то для НОВАТЭКа 2007 год стал весьма удачным, о чем свидетельствует резкий рост его рейтинга. «НОВАТЭК — первоклассная компания, настоящая „фишка“, — отмечает Александр Разуваев. — На ее рейтинг позитивно повлияли и общие положительные моменты газового бизнеса — мягкие налоги и ожидание роста внутренних тарифов на газ».

«Мы считаем оправданными темпы роста рейтинга НОВАТЭКа и его итоговое значение», — комментирует Дмитрий Лютягин. — Такая динамика стала возможной после того, как компания в апреле 2007 года приняла и представила стратегию своего развития и начала незамедлительно ее воплощать, причем первые результаты были достигнуты уже ближе к осени, что вызвало взрывной рост акций».

Что касается «Сургутнефтегаза», то в этой компании основным негативным фактором остается непрозрачность компании и планов ее развития. У Дмитрия Александрова вызывает много вопросов и подозрений непрозрачность состава акционеров, колоссальная наличность на счетах, используемая совершенно неэффективно, сокращение программы развития нефтепереработки, объем которой пока недостаточен для компании.

«Информации от компании поступает мало», — рассказывает Дмитрий Дзюба. — Планы „Сургутнефтегаза“ довольно туманны. В подобных условиях снижение инвестиционной привлекательности компании вполне объяснимо». «Миноритарные акционеры до сих пор фактически не имеют никакого отношения к денежным

резервам компании», — добавляет Александр Разуваев. — Перспективы ее бизнеса не совсем ясны. Не исключено слияние „Сургута“ с „Роснефтью“».

У ТНК-ВР несколько иная история: компания развивается вполне динамично, однако в последний год у нее возникли проблемы с газовым направлением бизнеса, а именно проблемы, связанные с освоением Ковыктинского месторождения и с его возможной продажей структурам «Газпрома». При этом «Газпром» рассчитывает купить Ковыкту на \$150–200 млн дешевле, чем предлагает ТНК, и поскольку за газовым монополистом стоит государство, ТНК-ВР, скорее всего, придется уступить.

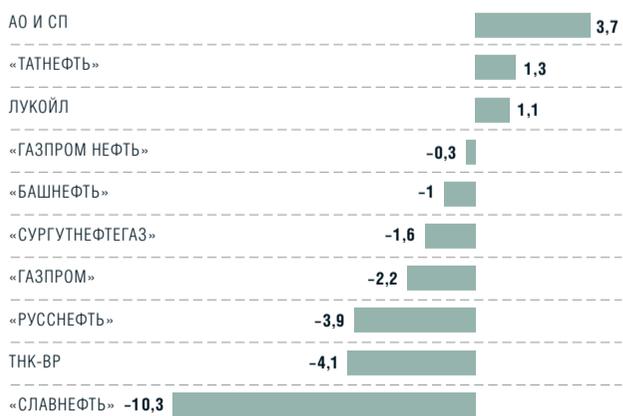
Ко всему прочему из-за дискуссии вокруг Ковыктинского месторождения «Газпром» ограничил допуск «Роспан Интернешнл» («дочка» ТНК-ВР) к газотранспортной системе, что привело к снижению добычи и реализации газа. «В настоящее время негативным фоном являются слухи о возможном выкупе „Газпромом“ 50-процентной доли в холдинге у российских акционеров, однако как только это станет делом решенным, можно ожидать позитивной реакции рынка», — предсказывает Дмитрий Александров.

НЕФТЯНЫЕ ФОНДЫ Одинаково оценив итоги 2007 года, аналитики разошлись во мнениях относительно дальнейших перспектив нефтяных бумаг. Так, Владимир Веденеев уверен, что при сохранении нынешнего налогового режима рассчитывать на рост добычи нефти, равно как и на увеличение денежных потоков нефтяных компаний, не стоит.

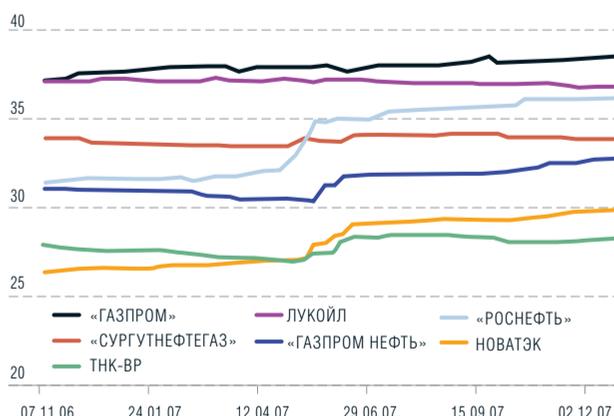
По мнению Ивана Рубина из ИФ ОЛМА, перспективы нефтяных бумаг такие же, как и в начале прошлого года. «Газовая отрасль в этом плане, возможно, перспективнее», — предполагает эксперт.

Впрочем, Дмитрий Дзюба философски замечает, что, хотя инвестиционная привлекательность российских компаний продолжит расти, сектор (как и рынок в целом) будет испытывать сильное влияние со стороны зарубежных рынков. «Мнение иностранных инвесторов в условиях значительных потерь по вложениям в структурные инструменты будет решающим и не всегда основанным только на показателях российских компаний», — заключает аналитик.

Однако Дмитрий Лютягин и другие аналитики указывают на то, что привлекательность нефтегазового сектора остается более чем высокой. С учетом уже происшедшего падения курсовой стоимости фундаментальные недооценки по всем компаниям превысили 25–30%, а по некоторым — более 50% и даже 80–90%. Поэтому эксперты считают вложения в нефтегазовый сектор вполне оправданными и эффективными. ■



РОСТ (СНИЖЕНИЕ) ДОБЫЧИ НЕФТИ В 2007 ГОДУ В РОССИЙСКИХ КОМПАНИЯХ (%)



ПОКАЗАТЕЛЬ РЕЙТИНГА СЕМИ НАИБОЛЕЕ КРУПНЫХ НЕФТЕГАЗОВЫХ КОМПАНИЙ В ТЕЧЕНИЕ 2007 ГОДА



СУММАРНЫЙ ПОКАЗАТЕЛЬ РЕЙТИНГА ДОЛГОСРОЧНОЙ ИНВЕСТИЦИОННОЙ ПРИВЛЕКАТЕЛЬНОСТИ НЕФТЕГАЗОВЫХ КОМПАНИЙ ЗА 2007 ГОД