

# ИНВЕСТИЦИОННЫЙ КРАЙ

ЗА ОТЧЕТНЫЙ ПЕРИОД С 18 АВГУСТА ПО 2 НОЯБРЯ 2008 ГОДА СУММАРНЫЙ ПОКАЗАТЕЛЬ РЕЙТИНГА ДОЛГОСРОЧНОЙ ИНВЕСТИЦИОННОЙ ПРИВЛЕКАТЕЛЬНОСТИ НЕФТЕГАЗОВЫХ КОМПАНИЙ СНИЗИЛСЯ НА 0,5%, ДО УРОВНЯ 287,55. ЗАФИКСИРОВАВ РЕКОРДНЫЕ ПРИБЫЛИ ВО ВТОРОМ КВАРТАЛЕ, НЕФТЯНИКИ ГОТОВЯТСЯ К ЗНАЧИТЕЛЬНЫМ УБЫТКАМ В ЧЕТВЕРТОМ, СТРОЯ ПЛАНЫ НА БУДУЩЕЕ В УСЛОВИЯХ УБЫТОЧНОГО ЭКСПОРТА И КРИЗИСА ЛИКВИДНОСТИ.

ЮРИЙ КОГТЕВ, ВИКТОРИЯ САДЫКОВА, RUSENERGY\*

**«ГАЗПРОМ» НЕ ТОНЕТ** Финансовый кризис затронет все российские компании, но «Газпром» — в последнюю очередь, полагают аналитики. Во-первых, как минимум до конца этого года компания сможет собирать в Европе рекордную выручку, и лишь в 2009 году цены на газ начнут отыгрывать снижение цен на нефть, начавшееся во второй половине текущего года. Во-вторых, будущие потери компании на внешних рынках предложат компенсировать российским потребителям, которым в 2009 году придется платить за газ на 20–30% больше, чем в нынешнем. Кроме того, у «Газпрома» сохранятся хорошие возможности заимствований как у банков, так и у государства.

По предварительным оценкам, в 2009 году средняя цена на газ в Европе составит \$338 за 1 тыс. куб. м, что на 16% ниже прогноза средней цены на газ в 2008 году (\$402 за 1 тыс. куб. м). То есть экспортная выручка от продажи газа в Европе снизится на 15%. В то же время выручка от продажи газа на внутреннем рынке увеличится на 30%, компенсировав 85% потерь «Газпрома» в Европе.

«Газпром» продолжает переводить на рыночные принципы отношения со странами бывшего СССР в сфере поставок газа, что также приносит свои плоды. В 2009 году прирост выручки по странам бывшего СССР составит более 90%. Кроме того, «Газпром» прогнозирует дальнейший рост выручки от оказания услуг по транспортировке газа — как за счет увеличения тарифов на газ на 20% (в случае одобрения такого повышения ФАС), так и за счет роста объема оказываемых услуг. Определенное значение может иметь и ослабление национальной валюты в следующем году. Существует мнение, что компания и в текущем, и в следующем году покажет прирост финансовых показателей и сможет довольно легко пережить кризис ликвидности. И это несмотря на то, что на конец третьего квартала 2008 года чистый долг «Газпрома» составлял \$46,9 млрд. «Уверенность в стабильности „Газпрома“ подтверждается и планами монополии продолжать политику увеличения дивидендов и сокращения чистого долга в этом году на 25%», — говорит Михаил Зак из компании «Велес-Капитал».

**СОКРАЩЕНИЕ «РОСНЕФТИ»** На показателях «Роснефти» также начинает сказываться финансовый кризис. Чистая прибыль компании в январе—сентябре 2008 года по РСБУ выросла в 2,3 раза по сравнению с тем же периодом прошлого года, до 206,6 млрд руб. (\$8,6 млрд).

Однако чистая прибыль в третьем квартале текущего года составила 45,1 млрд руб. (\$1,86 млрд), сократившись как по сравнению с предыдущим кварталом (96,2 млрд руб., или \$4,07 млрд), так и аналогичным периодом прошлого года (53 млрд руб., или \$2,05 млрд).

В целом второй квартал текущего года явился одним из наиболее успешных за последние годы для российского нефтяного сектора, чем и объясняются высокие показатели первого полугодия. Чистый доход «Роснефти» (цена экспорта за вычетом экспортных пошлин, НДС и

**В СЕГОДНЯШНИХ УСЛОВИЯХ КОМПАНИЯМ НЕОБХОДИМО БОЛЬШЕ ЗАБОТИТЬСЯ О СОБСТВЕННОЙ ЛИКВИДНОСТИ, НЕЖЕЛИ ПОКУПАТЬ ЛИЦЕНЗИИ НА МЕСТОРОЖДЕНИЯ, В КОТОРЫЕ НЕОБХОДИМО ЕЩЕ ИНВЕСТИРОВАТЬ ОГРОМНЫЕ СРЕДСТВА, А ОТДАЧА ОЖИДАЕТСЯ В ОЧЕНЬ ДОЛГОСРОЧНОЙ ПЕРСПЕКТИВЕ**



ПЕРЕДОВИКИ ПРОИЗВОДСТВА

№	КОМПАНИЯ	18.08.2008	01.11.2008	+/-
1 (1)	«ГАЗПРОМ»	37,67	37,24	-0,43
2 (3)	«РОСНЕФТЬ»	36,66	36,66	0,00
3 (2)	ЛУКОЙЛ	36,83	36,35	-0,48
4 (4)	«СУРГУТ-НГ»	33,47	33,49	0,02
5 (5)	«ГАЗПРОМ НЕФТЬ»	33,15	32,99	-0,16
6 (6)	НОВАТЭК	30,33	30,51	0,18
7 (7)	ТНК-ВР	27,31	26,8	-0,51
8 (8)	РИТЭК	25,24	25,23	-0,01
9 (9)	«РУСНЕФТЬ»	22,23	22,23	0,00
11 (11)	«ТАТНЕФТЬ»	21,07	20,78	-0,29
10 (10)	«СЛАВНЕФТЬ»	20,7	20,7	0,00
12 (12)	«БАШНЕФТЬ»	16	16,11	0,11

ИСТОЧНИК: RUSENERGY.  
\*РЕЙТИНГ ИНВЕСТИЦИОННОЙ ПРИВЛЕКАТЕЛЬНОСТИ РОССИЙСКИХ НЕФТЕГАЗОВЫХ КОМПАНИЙ СОСТАВЛЯЕТСЯ С 2000 ГОДА НА ОСНОВЕ ОЦЕНОК ЭКСПЕРТОВ И АНАЛИТИКОВ, СПЕЦИАЛИЗИРУЮЩИХСЯ НА ТОПЛИВНО-ЭНЕРГЕТИЧЕСКОМ КОМПЛЕКСЕ, И ОБНОВЛЯЕТСЯ ЕЖЕНЕДЕЛЬНО. ЭКСПЕРТЫ ОЦЕНИВАЮТ ИНВЕСТИЦИОННУЮ ПРИВЛЕКАТЕЛЬНОСТЬ КОМПАНИЙ ПО СЛЕДУЮЩИМ ПАРАМЕТРАМ: ФИНАНСОВОЕ СОСТОЯНИЕ, ПОТЕНЦИАЛ ПРОИЗВОДСТВА, УРОВЕНЬ МЕНЕДЖМЕНТА, ПОЛИТИЧЕСКАЯ И МАКРОЭКОНОМИЧЕСКАЯ СРЕДА. ПРИСВОЕННЫЕ ЭКСПЕРТАМИ ОЦЕНКИ ИНВЕСТИЦИОННОЙ ПРИВЛЕКАТЕЛЬНОСТИ КОМПАНИЙ (ОТ 1 ДО 10) ПО КАЖДОМУ ИЗ ПАРАМЕТРОВ УСРЕДНЯЮТСЯ. ДЛЯ ЭТОГО СУММА ОЦЕНОК ПО КАЖДОМУ ИЗ ПАРАМЕТРОВ ДЕЛИТСЯ НА КОЛИЧЕСТВО ОЦЕНОК. ИТОГОВАЯ ОЦЕНКА ИНВЕСТИЦИОННОЙ ПРИВЛЕКАТЕЛЬНОСТИ КАЖДОЙ КОМПАНИИ РАССЧИТЫВАЕТСЯ ПУТЕМ СУММИРОВАНИЯ УСРЕДНЕННЫХ ОЦЕНОК, ПОЛУЧЕННЫХ ПО ЧЕТЫРЕМ ВЫШЕУКАЗАННЫМ ПАРАМЕТРАМ.

транспортных расходов) в апреле—июне составлял \$39 за баррель, в то время как в июле—августе — лишь \$19.

Несмотря на то что результаты «Роснефти» по РСБУ не отражают в полной мере денежных потоков всей группы, динамика чистой прибыли указывает на общеотраслевую тенденцию снижения прибыльности сектора в третьем квартале, полагает Владимир Веденев из Банка Москвы, и это может стать неприятным сюрпризом. Еще хуже дело обстоит с четвертым кварталом, в котором при сохранении текущих рыночных кондиций и налоговой ситуации ряд компаний нефтяного сектора может зафиксировать чистый убыток.

**ПОДДЕРЖКА ЛУКОЙЛА** Неудивительно, что в этих условиях нефтяники объявляют о планах сокращения инвестиций. ЛУКОЙЛ первым начал готовить акционеров к неизбежности снижения добычи нефти. Руководство компании сообщило о трех сценариях развития событий в 2009 году в зависимости от динамики цен на нефть, согласно которым составляются планы по капвложениям и добыче.

Рост производства нефти ЛУКОЙЛ планирует только при цене выше \$105 за баррель. При цене сырья на уровне \$90 и \$80 за баррель ЛУКОЙЛ будет лишь поддерживать добычу на текущих уровнях.

В 2007 году добыча нефти с учетом долей в зависимых компаниях составила 96,6 млн т; в текущем году ЛУКОЙЛ ожидал роста добычи на 1,5%, до 98 млн т. Заявленный ранее бизнес-план предполагал увеличение добычи в 2009 году еще на 1–1,5%, до 99–100 млн т.

«ЛУКОЙЛ стал первой российской нефтяной компанией, отреагировавшей на развитие событий на мировом рынке нефти», — отмечает Владимир Веденев. По его мнению, в случае падения цен на нефть до \$80 за баррель в среднесрочном периоде (в течение нескольких кварталов) нефтяным компаниям придется корректировать планы по объемам инвестиций в сторону сокращения, что, очевидно, отразится на динамике ввода новых месторождений и, соответственно, темпах роста добычи.

Негативное влияние на рейтинг ЛУКОЙЛа оказала и кампания по принуждению поставщиков нефтепродуктов к снижению цен. Так, ЛУКОЙЛ с 17 октября 2008 года снизил цены на авиакеросин на 9%, или на 2 тыс. руб. за тонну. Официально такое решение объясняется спадом мировых цен на нефть. Снижение цен на бензин по планам руководства компании произойдет в ближайшее время.

Таким образом, констатирует Дмитрий Александров из ИК Financial Bridge, ЛУКОЙЛ стал еще одной компанией, выполнившей рекомендации ФАС снизить цены вслед за

«Газпром нефтью». Указанные изменения окажут ограниченный негативный эффект на выручку и рентабельность (снижение до 0,7–1,0%) компаний сектора.

По оценкам аналитика, снижение цен будет поэтапным и продлится до того времени, пока на рынке нефти не обозначится начало восходящей тенденции или плато. Сейчас снижение цен до уровня \$69–70 за баррель позволяет рассчитывать на то, что нефтяным компаниям удастся ограничиться снижением внутренних топливных цен примерно на 10%.

**СЦЕНАРНЫЙ ПЛАН** «Газпром нефть» объявила, что в 2009 году может сократить капвложения на 20–25%. Коррекции в сторону уменьшения подвергнется и показатель инвестиций в четвертом квартале 2008 года. Основной ценовой сценарий на 2009 год «Газпром нефть» закладывает на уровне \$70 за баррель, и уже с учетом этой цены будет происходить корректировка инвестпрограмм.

Как прогнозирует Михаил Зак, снижение инвестиций в 2009 году произойдет в основном за счет сокращения геологоразведочных работ, программы повышения качества моторного топлива, а также за счет сокращения инвестиций в повышение степени утилизации попутного нефтяного газа.

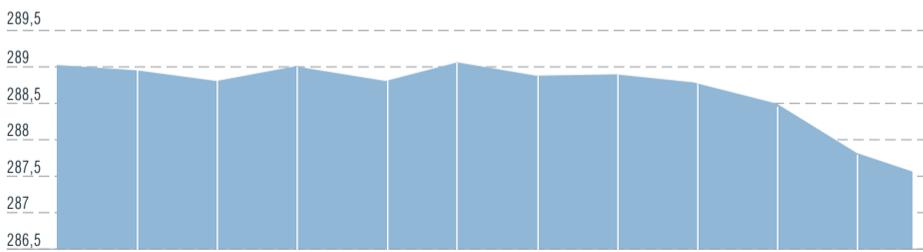
Аналитик поддерживает решения менеджмента компании и считает, что в условиях финансового кризиса и снижения цен на нефть до уровня \$60 за баррель все нефтяные компании, в том числе и «Газпром нефть», должны рассматривать варианты оптимизации как операционных издержек, так и инвестпрограмм, но с тем прицелом, чтобы не потерять уровень добычи.

**ДИВИДЕНДЫ ВПЕРЕД** Британская ВР в отчете за третий квартал привела свои оценки финансовых показателей ТНК-ВР, в которой владеет 50%. Как отмечает Владимир Веденев, в сравнении с рекордными показателями второго квартала текущего года третий квартал выглядит заметно слабее. Операционная прибыль ТНК-ВР сократилась на треть, до \$2,7 млрд, а чистая прибыль — на 37%, до \$1,7 млрд.

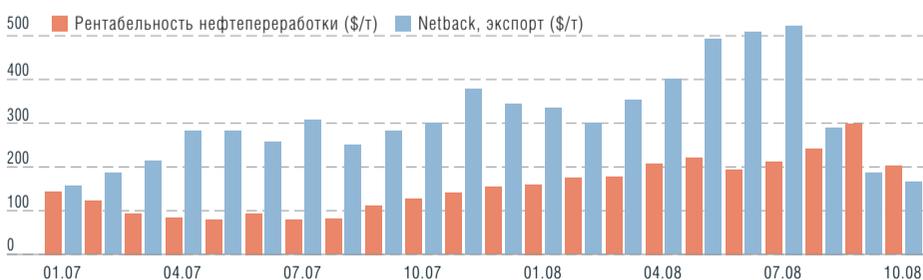
Среди интересных моментов отчетности Веденев отмечает выплату дивидендов по итогам третьего квартала в размере \$600 млн, что, по всей видимости, является отражением урегулирования конфликта между акционерами по вопросу стратегии развития ТНК-ВР, то есть с учетом выплат за первый квартал совокупные дивиденды компании составили \$3 млрд, или около 50% чистой прибыли.

По оценкам Михаила Зака, сумма выплат за первое полугодие практически сопоставима с выплатами за весь 2007 год. «ТНК-ВР Холдинг» традиционно платит высокие дивиденды, — говорит он. — По итогам 2007 года компания также направила на дивиденды 100% чистой прибыли по РСБУ, которая в минувшем году составила 49,4 млрд руб., или около \$2 млрд».

На дивиденды за 2006 год было направлено 119,29 млрд руб. (\$4,3 млрд), или 99,9% чистой прибыли по РСБУ. На дивиденды за 2005 год была направлена вся чистая прибыль →



СУММАРНЫЙ РЕЙТИНГ ДОЛГОСРОЧНОЙ ИНВЕСТИЦИОННОЙ ПРИВЛЕКАТЕЛЬНОСТИ РОССИЙСКИХ НЕФТЕГАЗОВЫХ КОМПАНИЙ ИСТОЧНИК: RUSENERGY.



ПАДЕНИЕ ЧИСТОЙ ВЫРУЧКИ ОТ ЭКСПОРТА И РЕНТАБЕЛЬНОСТЬ НЕФТЕПЕРЕРАБОТКИ ИСТОЧНИК: «ИНФО ТЭК», ДАННЫЕ КОМПАНИЙ, BLOOMBERG, ОЦЕНКИ UNICREDIT GLOBAL RESEARCH.