

ПЕРЕОЦЕНКА КАЧЕСТВА

В НАЧАЛЕ 2007 ГОДА АКЦИИ КОМПАНИЙ НЕФТЕ- ГАЗОВОГО СЕКТОРА ПРОДЕМОНСТРИРОВАЛИ САМУЮ СЛАБУЮ ДИНАМИКУ ЗА ПОСЛЕДНИЕ ПЯТЬ ЛЕТ. ТЕМ НЕ МЕНЕЕ АНАЛИТИКИ ПОЛАГАЮТ, ЧТО УЖЕ СЕЙЧАС КАТАЛИЗАТОРОМ АКТИВНЫХ ПОКУ- ПОК В СЕКТОРЕ МОЖЕТ СТАТЬ ОТЛИЧНАЯ ОТЧЕТНОСТЬ КОМПАНИЙ ЗА ВТОРОЙ И ТРЕТИЙ КВАРТАЛЫ ЭТОГО ГОДА. А В ПЕРСПЕКТИВЕ ПОСЛЕДУЮЩИХ НЕСКОЛЬКИХ ЛЕТ — ВЫСОКИЕ ЦЕНЫ НА НЕФТЬ И СМЯГЧЕНИЕ ЖЕСТКОЙ ФИСКАЛЬНОЙ ПОЛИТИКИ ГОСУДАРСТВА В ОТНОШЕНИИ ОТРАСЛИ.

МАРИЯ ГЛУШЕНКОВА

СМЕНА ПРИОРИТЕТОВ Еще в начале прошлого года нефтегазовый сектор считался бесспорным фаворитом российского рынка акций. Наиболее ликвидные бумаги крупнейших по капитализации компаний сектора являлись одним из самых доходных инструментов на российском рынке акций. По итогам 2006 года индикаторы сектора индекс «РТС Нефть и газ» и индекс MMB5 O&G (MICEX O&G) продемонстрировали рост на 39,8% и 38,1% соответственно. Впрочем, в предшествующем 2005 году эти индексы показали еще более впечатляющий рост — на 88,5% и 90,5% соответственно. Однако сейчас участники рынка начинают активно отыгрывать новые инвестиционные идеи — вкладывать в акции компаний секторов, ориентированных на внутренний спрос, тем более что компании, которые проводят размещения на рынке в 2007 году, относятся именно к этой категории эмитентов.

Начиная с третьего квартала 2006 года акции компаний сектора демонстрируют динамику хуже рынка. С начала 2007 года за восемь месяцев «РТС Нефть и газ» снизился на 9%, MMB5 O&G потерял почти 11%. Доля капитализации компаний нефтегазового сектора в структуре рынка РТС к концу третьего квартала 2007 года составила 46,83%, тогда как на середину 2006 года этот показатель был на уровне 62,3%.

Такой резкий перелом в динамике отраслевых индексов неудивителен. С первой торговой сессии нового года игрокам российского рынка пришлось срочно отыгрывать почти 14-процентное падение цен на нефть. А вышедшая позднее отчетность компаний за четвертый квартал 2006 и первый квартал 2007 года, по оценкам экспертов, оказалась весьма посредственной. Снижение прибыли, вызванное эффектом, получившим название «ножницы Кудрина» (когда на фоне снижения цен на нефть экспортные пошлины сохраняются на высоком уровне), рост капитальных и операционных затрат, спровоцированный инфляцией, а также достаточно консервативные темпы прироста добычи, связанные с выработкой месторождений, — все эти факторы убедили инвесторов в том, что капитализация компаний нефтегазового сектора России расти высокими темпами уже не будет.

Переоценку стоимости компаний инвесторами аналитики связывают и с крайне неблагоприятным налоговым режимом нефтегазовой отрасли России. По их словам, при превышении стоимости барреля нефти марки Urals уровня в \$25 государство изымает около 90% доходов нефтяных компаний РФ в виде налогов и экспортной пошлины. Прогрессирующая шкала налогообложения — ключевой фактор, который сдерживает рост котировок российских нефтяных компаний. Для реализации всего потенциала нефтегазовой отрасли изменение налогового режима необходимо, говорят участники рынка. Потребность в инвестициях российских нефтегазовых компаний растет из года в год в связи с истощением разрабатываемых месторождений, а ослабление жесткой фискальной политики государства станет поводом для возобновления активного интереса инвесторов к их бумагам.

По оценкам специалистов, при сохранении текущей динамики и с учетом возможного влияния факторов, которые нельзя гарантированно спрогнозировать, — отраслевой инфляции, уровня роста капитальных затрат в различных регионах и т. п. — через пять-шесть лет отрасль окажется в самом плачевном состоянии. Однако государство позволить себе этого никак не может. Поэтому основные ожидания инвесторов связаны с возможными сигналами о смягчении позиции государства в части налогов и пошлин.

ПОДВЛАСТНЫЕ ПОТОКИ Отчасти пролоббировать интересы нефтяного сектора в Кремле на сегодняшний день все же удастся. В частности, для месторождений Восточной Сибири с 1 января 2007 года была введена нулевая ставка НДС. Такой же преференциальный режим, вполне вероятно, может быть распространен на работу на арктическом и дальневосточном шельфах, которые по планам правительства будут разрабатывать государственные НК «Роснефть» и «Газпром».

Согласно планам Минпромэнерго, к 2010 году на российском шельфе будет добываться 10 млн тонн нефти и 30 млрд кубометров газа. А к 2015 году Россия увеличит добычу нефти на шельфовых месторождениях в пять раз. Правда, для поддержки таких крупнейших проектов в мировой практике, как правило, компании освобождают от налога на прибыль, а не от уплаты оборотных налогов, напоминают эксперты. Но сам факт того, что послабление возможно, уже плюс.

В газовой промышленности ситуация чем-то похожа. Основной неприятностью для компаний сектора также может стать увеличение налоговой нагрузки. В связи с ожидаемой либерализацией цен на газ в России к 2011 году правительство планирует резкое увеличение НДС на газ, при том что внутренние цены на него для промышленности будут повышаться гораздо менее существенно.

На сегодняшний день ставка НДС по газу, которая не менялась с 2006 года, составляет 147 руб. за 1 тыс. кубометров. По предварительным данным, Минфин и МЭРТ добиваются повышения в 2008 году ставки НДС на газ до 315 руб. за 1 тыс. кубометров (увеличение на 114,2% по сравнению с 2007 годом), а к 2010 году планируют довести этот показатель до 735 руб., что в пять раз выше нынешнего уровня. Одновременно с этим внутренние цены на газ для промышленности планируется повысить в 2008–2010 годах на 100% — с \$52 за 1 тыс. кубометров в текущем году до \$105 в 2010-м.

Отметим, что изначально планировалось, что повышение НДС на газ будет введено с 1 января 2008 года. Но пока решение этого вопроса перенесли на первый квартал 2008 года. Антон Кончин, аналитик ИГ «Атон»: «Как мы видим, на данный момент в правительстве изменений практически не произошло, то есть те люди, которые поддерживали „Газпром“, — тот же председатель совета директоров газового монополиста Дмитрий Медведев — в правительстве оста-

лись. Пока статус-кво, которого удалось достичь представителям „Газпрома“, — не допустить повышения НДС уже с 1 января 2008 года — сохранился, и к этому вопросу планируют вернуться уже в 2008 году. Вероятно, когда пройдут выборы президента. Дальше все будет зависеть от позиции нового правительства и нового президента».

Также, обсуждая влияние политических факторов, нельзя не отметить, что пока тенденция усиления государственного контроля в отрасли очевидна. За счет этого в выигрышном положении, по оценкам участников рынка, смогут оказаться те вертикально интегрированные компании, которыми владеет государство, — «Газпром», «Газпром нефть», «Роснефть». Подтверждение этому — происшедшее с бумагами «Сургутнефтегаза»: в конце сентября котировки его привилегированных акций на слухах о поглощении со стороны госкомпании выросли за одну торговую сессию на 9,2%.

ВНУТРЕННИЙ СТИМУЛ Возвращаясь к налоговой стратегии, отметим, что сейчас никаких объявлений об изменении режима налоговой политики нефтегазового сектора правительство не делает. Однако при этом государство демонстрирует, что крайне заинтересовано в улучшении эффективности компаний нефтегазовой отрасли. Стимулом для повышения эффективности предприятий является рост внутренних цен на нефтепродукты, который, в отличие от американской практики, государством в России не регулируется.

Развитие нефтепереработки становится все более и более рентабельным для компаний, и те из них, кто обладает лучшими ресурсами в части переработки, оказываются сейчас в более выигрышном положении. Константин Рейли, аналитик ИК «Финам»: «Все большее значение для компаний нефтегазового сектора приобретает развитие направления переработки и сбыта нефтепродуктов, позволяющего получать выгоду за счет производства товаров с более высокой добавленной стоимостью, спрос на которые более стабилен, чем внешняя конъюнктура сырьевых рынков. Так, НК ЛУКОЙЛ объявила 2007 год «годом глубокой нефтепереработки». Компания «Роснефть» приобрела перерабатывающие активы ЮКОСа с целью устранения дисбаланса между объемами добычи и переработки нефти. Это соответствует и макроэкономической стратегии государства — модернизации экономики, перехода от простой эксплуатации природных ресурсов к их глубокой переработке. Таким образом, наиболее привлекательными бумагами становятся акции компаний, которые способны эффективно перерабатывать значительную долю добытой нефти».

Несмотря на разницу объемов перерабатывающих ресурсов компаний сектора, рост внутренних цен на продукты нефтепереработки позитивно отразится на всех предприятиях отрасли, говорят аналитики.

ЦЕНОВОЙ ПОДАРОК Также положительное влияние на бумаги предприятий нефтегазовой отрасли должно оказать закрепление на достигнутых значениях цен на нефть

и нефтепродукты на мировых сырьевых площадках, которое прогнозируется международными институтами. В частности, в сентябре эксперты Goldman Sachs повысили прогнозную цену на нефть марки WTI с \$72 до \$85 за баррель к концу 2007 года, а также не исключили возможность достижения уровня \$90 за баррель. На 2008 год аналитики Goldman Sachs повысили свой средний прогноз с \$73 до \$85 за баррель нефти WTI.

По предварительным прогнозам, сделанным Международным энергетическим агентством, министерством энергетики США и ОПЕК, в 2008 году спрос на сырую нефть вырастет на 2% по сравнению с 2007 годом. Опираясь на эти данные, аналитики ИК «Ренессанс Капитал» повысили свои прогнозные цены на нефть марки Brent в 2007 году с \$60 до \$70 за баррель, а в 2008 году — с \$55 до \$65 за баррель. По оценкам аналитиков, исходя из прогноза P/E (цена одной акции по отношению к чистой прибыли на акцию) по компаниям нефтегазового сектора России на 2008 год, бумаги компаний сектора сейчас торгуются с дисконтом 11% к мировым монополистам отрасли, а по отношению к стоимости компаний GEM (Global Emerging Markets) дисконт составляет 23%. В отношении акций «Газпрома» те же мультипликаторы оцениваются аналитиками «Ренессанс Капитал» на уровне 18% и 29% соответственно. Большинство опрошенных корреспондентами ВГ аналитиков считают, что бумаги крупнейших компаний российского нефтегазового сектора недооценены от 5% до 30%.

На текущий момент финансовые результаты компаний нефтегазового сектора в целом повторяют динамику цен на нефть на мировых площадках. Рекордные значения, которых достигала цена на наливную нефть (Brent — выше \$80 за баррель, Urals — выше \$76 за баррель) в последние несколько месяцев, позволяют нефтегазовым компаниям продемонстрировать в отчетности за второй и третий кварталы 2007 года рекордную прибыль, говорят участники рынка. В частности, ЛУКОЙЛ первым из крупнейших нефтяных компаний опубликовал финансовую отчетность за второй квартал 2007 года. Его чистая прибыль во втором квартале 2007 года составила \$2,517 млрд, что на 8,4% больше, чем во втором квартале 2006 года, и на 93,8% больше, чем в первом квартале 2007 года. По словам аналитиков, у «Роснефти» ожидается рекордная прибыль за второй квартал 2007 года за счет того, что в отчетности предприятия будут учтены полученные от ЮКОСа активы.

А «обратный» эффект «ножниц Кудрина», подразумевающий временной лаг между повышением цен на нефть и последующим повышением экспортной пошлины на нее, позволит компаниям сохранить на балансе максимум прибыли. Изменение экспортной пошлины на нефть, введенное постановлением правительства с 1 октября 2007 года (и составляющее рекордные \$250,3 за тонну вместо предыдущих \$223,9), не отразится на показателях компаний сектора за вышеуказанный период. ■

