Коммерсантъ
Тематическое приложение к газете «Коммерсантъ»
Четверг 16 июня 2011 №107
www.kommersant.ru
11124
4 601865 000240

НЕФТЬ И ГАЗ

«Роснефть» продолжает поиск партнеров по разработке месторождений арктического шельфа **19** | Объем железнодорожных перевозок нефти сокращается в результате активного трубопроводного строительства **20** | Кому не выгодно открытие газовой биржи **20** |

Риск недокапитализации

рейтинг

Суммарный показатель рейтинга долгосрочной инвестиционной привлекательности отечественных нефтегазовых компаний, составляемый агентством RusEnergy по оценкам аналитиков, вырос с начала года всего на 0,5%, до уровня 343,92. Это означает, что высокие цены на углеводороды не обязательно трансформируются в рост капитализации.

Россия продолжает оставаться мировым лидером по добыче нефти (10,24 млн бар/сут в мае), опережая своего ближайшего конкурента Саудовскую Аравию примерно на 1,2 млн бар/сут. Но долго ли отрасли удастся сохранять первенство? «При существующем налоговом режиме в ближайшие годы мы ожидаем стагнации общероссийского производства нефти, даже несмотря на продолжающийся рост на восточносибирских greenfields»,— считает Денис Борисов.

Впрочем, в настоящее время основные успехи компаний связаны именно с продолжающимся увеличением добычи на greenfields (Ванкорское, Верхнечонское, Южно-Приобское месторождения, участки Уватского проекта). Не случайно среди лидеров роста добычи — их операторы, «Роснефть» (+16 тыс. бар/сут), ТНК-ВР (+8 тыс. бар/сут), «Газпром нефть» (+4 тыс. бар/сут).

Но вновь разочаровал ЛУКОЙЛ: менеджменту пока не удается стабилизировать добычу. Майские уровни оказались на 0,4% ниже апрельских, снижение по сравнению с аналогичным периодом в прошлом году достигло 5,4%. На этом фоне особый интерес вызывает дальнейшая судьба зарезервированных компанией $1,8 млрд для приобретения новых upstream-активов.

Прерванный полет

Основные изменения произошли в группе лидеров. Перипетии, случившиеся с начала года с «Роснефтью», не могли не сказаться на положении госкомпании в рейтинге (–1,09). В результате она уступила первое место своему давнему сопернику ЛУКОЙЛу, хотя и для него прошедший период сложился не вполне удачно (–0,23).

Основной «вклад» в снижение рейтинга «Роснефти» в дополнение к потере льгот на Ванкор внесла неудача со сделкой с ВР. Аналитики, как могут, стараются найти позитив в этой истории. Так, Василий Танурков из ИК «Велес Капитал» обращает внимание на то, что истечение юридического срока сделки не лишает три стороны конфликта возможности продолжать переговоры о выкупе доли AAR в ТНК-ВР. Скорее всего, они будут продолжены, уверен аналитик.

«До тех пор пока не будет подан иск „Роснефти“ к ВР и AAR, о чем много раз заявляло руководство госкомпании, вероятность благоприятного завершения переговоров сохраняется, а значит, сохраняется значительный потенциал роста капитализации ТНК-ВР»,— уверен аналитик.

Денис Борисов из Банка Москвы указывает на то, что если одним из условий заключения трехсторонней сделки была необходимость покупки «Роснефтью» совместно с ВР или отдельно от нее доли в ТНК-ВР исходя из оценки в $80 млрд за всю компанию, то отказ от продления сроков предварительного соглашения выглядит более чем логичным.

По подсчетам эксперта, если бы 50-процентная доля в ТНК-ВР была приобретена за $40 млрд, то оценка российско-британского холдинга по мультипликатору EV/EBITDA составила бы примерно 5,0–5,5, в то время как у самой «Роснефти» этот показатель находится на уровне около 4. То есть даже с учетом премии за контроль «Роснефть» была бы вынуждена заплатить за долю в ТНК-ВР столь высокую цену, что на фоне коррекционного движения на нефтяном рынке создала бы для себя дополнительные риски.

МАКСИМ КИСЕЛЕВ/РЕЙТИНГ

Компании ЛУКОЙЛ, ставшей лидером индивидуального рейтинга инвестиционной привлекательности российской нефтегазовой отрасли, пока не удается стабилизировать падающую добычу нефти

Что касается рассуждений о дальнейших перспективах разработки «Роснефтью» арктических greenfields, то они, по мнению эксперта, преждевременны. Первым шагом станет подтверждение (или неподтверждение) перспектив нефтеносности региона: пока степень геологической изученности шельфа северных морей крайне низка. Иными словами, компании сначала требуется провести сейсмические изыскания, затем пробурить поисково-разведочные скважины и оценить полученные результаты. На это может уйти до семи лет. Возможно, если бы сделка с ВР состоялась, процесс пошел бы быстрее.

Сейчас «Роснефть» ведет переговоры с Shell, но согласится ли эта компания на обмен акциями, как это сделала ВР? Есть вопросы у отраслевых инсайдеров и к неудавшейся сделке. Например, не согласилась ли ВР на сделку по обмену акциями с «Роснефтью» вынужденно, из опасений потерять долю в ТНК-ВР? Не очевидно ли было для представителей ВР с самого начала, что российские акционеры ТНК-ВР не потерпят очевидного нарушения акционерного соглашения о создании СП?

Как бы то ни было, «Роснефть» оказалась в положении невесты, разлученной с суженым прямо накануне свадьбы. Компания была близка к тому, чтобы одним рывком перейти в статус международной, выйти на шельф и даже, в случае успешного завершения переговоров с российскими акционерами ТНК-ВР, резко нарастить производственный потенциал. Но не получила того, на что рассчитывала.

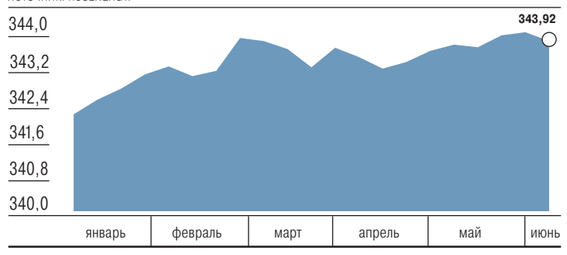
Акционерам вопреки

Лидеры по темпам роста рейтинга те же — это «Башнефть» (+1,44) и НОВАТЭК (+0,96).

Аналитики отмечают, что «Башнефть» демонстрирует устойчивый рост добычи нефти на протяжении нескольких кварталов. При этом, несмотря на необходимость инвестировать в разработку месторождений имени Требса и Титова, менеджмент компании заявляет о намерении сохранить капитальные вложения на относительно стабильном уровне. Андрей Бородкин отмечает, что «Башнефть» представляет интерес для инвесторов, так как компания сочетает активные темпы роста бизнеса со стабильными выплатами дивидендов.

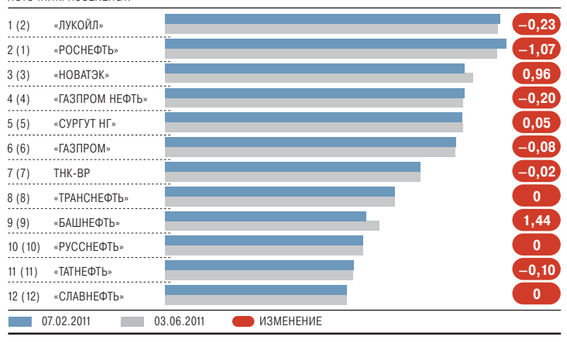
СУММАРНЫЙ РЕЙТИНГ ИНВЕСТИЦИОННОЙ ПРИВЛЕКАТЕЛЬНОСТИ РОССИЙСКИХ НЕФТЕГАЗОВЫХ КОМПАНИЙ В 2011 ГОДУ

ИСТОЧНИК: RUSENERGY.



ИНДИВИДУАЛЬНЫЙ РЕЙТИНГ ИНВЕСТИЦИОННОЙ ПРИВЛЕКАТЕЛЬНОСТИ РОССИЙСКИХ НЕФТЕГАЗОВЫХ КОМПАНИЙ

ИСТОЧНИК: RUSENERGY.



Действительно, дивидендная доходность «Башнефти» по итогам года оказалась самой высокой в нефтегазовом секторе. Однако аналитики предупреждают, что высокие коэффициенты дивидендных выплат в будущем могут не сохраниться из-за увеличения объема инвестиционной программы компании.

Для «Газпрома» (–0,08) основной новостью стало решение правительства об увеличении налоговой нагрузки на газовую отрасль. В 2012 году дополнительные налоговые изъятия составят 150 млрд руб., в 2013 году — 170 млрд руб., в 2014 году — 185 млрд руб. При этом основная часть (80–90%) этого увеличения придется на рост НДПИ для монополиста.

Денис Борисов указывает на то, что по сравнению с 2011 годом налоговая нагрузка на компанию в 2012 году может вырасти примерно на $4–4,5 млрд, или 7–8% от ожидаемого показателя EBITDA концерна, в 2013-м — на $5 млрд (10% от EBITDA). С учетом того, что рост внутренних цен на газ в РФ также может быть ограничен (до уровня инфляции), общий объем выпадающих доходов и увеличившихся расходов только в следующем году может достичь $6–7 млрд (11–13% от показателя EBITDA), а в последующие годы — оказаться еще больше.

Еще одна не самая приятная новость для акционеров компании — намерение «Газпрома» увеличить программу капиталовложений на 2012 год с 0,82 трлн руб. до 1,18 трлн руб., что, возможно, отразится и на размере выплачиваемых дивидендов. В компании объясняют необходимость повышения уровня капиталовложений ростом спроса на европейском и внутреннем рынках газа.

При этом объявление о планах увеличения программы капиталовложений последовало за новостью о том, что правительство утвердило план увеличения налоговой нагрузки отрасли на ближайшие три года. «На наш взгляд, инвесторов огорчит решение правительства повысить ставку НДПИ и планы компании по увеличению программы капиталовложений»,— предсказывает Елена Савчик из ИГ «Атон».

А вот акционеры «Татнефти» разочарованы: в случае введения в июле экспортных пошлин на нефтепродукты по новой формуле срок окупаемости нефтеперерабатывающего комплекса «Танеко» вырастет с 7 до 15 лет, подсчитали в компании. В результате строительство второй очереди комплекса (она должна была удвоить мощность НПЗ) может быть отложено, хотя для нее уже готова инфраструктура.

Более того, по данным компании, в ближайшие годы комплекс окажется убыточным. До 2016 года потери составят около 34 млрд руб. ($1,2 млрд). Поэтому «Татнефть» считает, что экспортные пошлины для «Танеко» должны сохраниться на уровне того периода, когда компания вошла в проект. Компания хочет получить от государства компенсацию по любой схеме и сейчас обсуждает проблему с профильными министерствами.

Андрей Бородкин отмечает, что «Татнефть» находится в числе тех российских компаний, которые понесут наибольшие потери в случае внесения изменений в налогообложение.

Юрий Когтев,
Валентина Лукина,
RusEnergy

В составлении рейтинга принимают участие: Дмитрий Александров (IG UNIVER Capital), Денис Борисов (Банк Москвы), Андрей Бородкин (ИФК «Солид»), Виталий Крюков (ИФД «Капиталъ»), Вадим Митрошин (ФК «Открытие»), Сергей Вахрамеев (ИФК «Метрополь»), Елена Савчик, Вячеслав Буньков (ИГ «Атон»), Василий Танурков (ИК «Велес Капитал»).

ЦЕНОВОЕ МИФОТВОРЧЕСТВО

Большинство стран мира регулирует цены на нефтепродукты, как выяснило ценовое агентство Argus в проведенном недавно исследовании «Мировая практика государственного регулирования цен на нефтепродукты».

В начале 2011 года Россия получила возможность убедиться в опасностях ценового регулирования. Неформальные ограничения правительства на рост цен на моторное топливо, введенные в феврале, наряду с ужесточением требований к качеству нефтепродуктов в начале года и благоприятной экспортной конъюнктурой стали причиной острого дефицита бензина во многих российских регионах.

Участники рынка всерьез стали опасаться, что Россия движется к созданию более жесткой системы распределения нефтепродуктов крупнейшими нефтяными компаниями, которая все больше напоминает плановую экономику Советского Союза и систему регулирования цен в Бразилии, где правительство формально либерализовало рынок в 2002 году, но фактически продолжает устанавливать цены через госкомпанию Petrobras.

В некоторых странах цены устанавливаются централизованно и меняются от случая к случаю, что ложится тяжелым бременем на бюджет и национальные нефтяные компании и рано или поздно приводит к перебоям в снабжении.

Правительство Китая, где государство доминирует в экономике, в 2009 году было вынуждено предоставить государственной нефтяной компании Sinopec огромные субсидии, чтобы компенсировать убытки от продажи топлива по регулируемым ценам. После этого в Китае начали регулировать розничные цены на топливо по формуле, привязанной к стоимости корзины мировых эталонных сортов нефти. При этом руководство страны часто не спешит отпускать цены в соответствии с утвержденным механизмом, что часто приводит к дефициту топлива.

При этом существует общая мировая тенденция — постепенный отказ от регулирования цен на нефтепродукты.

В развитых странах государство более успешно занимается развитием конкуренции в экономике, что приводит к ощутимым долгосрочным результатам.

Бельгия — единственная европейская страна, которая устанавливает максимально допустимые розничные цены на все виды нефтепродуктов. Система одобрения всех цен министерством экономики, действующая в стране с 1945 года, дала сбой в 1973 году на фоне резкого повышения мировых цен на нефть: чиновники оказались не готовы повышать цены на нефтепродукты, что привело к их дефициту. В 1974 году был разработан механизм максимальных цен, который с изменениями действует до сих пор, и правительство проявляет последовательность в его применении. Цены рассчитываются на ежедневной основе с использованием сложных формул, но результаты такого регулирования неочевидны: цены становятся чуть более стабильны, но ограничения не заставляют их снижаться, а фиксированная маржа участников рынка не способствует развитию конкуренции. При этом розничные цены на бензин в Бельгии колеблются так же, как и в других европейских странах.

Вокруг ценового регулирования существует множество мифов. Вопреки расхожим утверждениям, прямой контроль над ценами не приводит к их устойчивому снижению, не позволяет сдержать инфляцию и не создает долгосрочные стимулы для экономического роста. Появление механизмов регулирования цен всегда связано с политическими мотивами и рано или поздно приводит к негативным экономическим последствиям: к непредсказуемым результатам, которые не были целью регулирующих органов, и к ценовым шокам, подрывающим финансовую стабильность целых отраслей и направлений бизнеса.

Михаил Перфилов, директор по развитию Argus Media (Москва);
Дмитрий Григолая, шеф-редактор Argus Media (Москва)

● *Argus — ведущее независимое информационно-ценовое агентство, специализирующееся на оценке и анализе рынков энергоносителей. Котировки Argus широко используются по всему миру при заключении сделок купли-продажи нефти, нефтепродуктов, сжиженного и природного газа, угля, электроэнергии, квот на выбросы и других товаров, а также служат основой для расчета налоговых платежей, в том числе в России, официальных цен продаж и закупок.*

Добыча прибыли

инвестиции

«Это была не просто покупка, это была жестокая борьба»,— заявил в конце мая премьер-министр Венгрии, комментируя выход «Сургутнефтегаза» из числа акционеров венгерской компании MOL и завершение двухлетнего противостояния. Продав через два года после покупки свой пакет акций MOL венгерскому правительству, российская компания заработала €480 млн.

● *Компания Magyar Olaj-es Gazipari Nyilvanosan Mukodo Reszvenytarsasag (MOL) была создана в 1991 году на основе девяти госкомпаний и впоследствии приватизирована. Вторая по величине нефтегазовая компания в Центральной и Восточной Европе. Ежегодный объем добычи компании составляет около 2,16 млн тонн нефти и 3,4 млрд кубометров газа. Около половины добытой нефти приходится на совместное предприятие MOL и «Русснефти», которое разрабатывает сибирское Западно-Малобалыкское месторождение. Основной бизнес MOL — это переработка нефти. MOL управляет рядом НПЗ в странах Восточной Европы общей мощностью 18 млн тонн нефти в год, а также более чем 1 тыс. АЗС. Через дочернюю газотранспортную компанию FGSZ компания управляет венгерской сетью газопроводов высокого давления номинальной мощностью 25 млрд кубометров. MOL принадлежит 16,6% в проекте Nabucco. Акции компании торгуются на биржах в Будапеште, Варшаве, Люксембурге. Капитализация компании на конец мая составила $12,3 млрд.*

Венгерская защита

Весной 2009 года «Сургутнефтегаз» подписал соглашение о покупке 21,2% акций венгерской MOL у австрийской OMV Group за $1,4 млрд, что эксперты назвали завышенной суммой. «Покупка доли в MOL станет серьезной основой для начала долгосрочного взаимовыгодного сотрудничества между нашими компаниями и послужит укреплению европейской энергетической безопасности»,— отмечал тогда гендиректор „Сургутнефтегаза“ Владимир Богданов.— „Сургутнефтегаз“ как крупнейший акционер намерен выстроить продуктивные и долгосрочные взаимоотношения с MOL и его руководством» (см. «Нефть и газ», № 106 (4161) от 17июня 2009 года, статья «Венгерская защита»). Стать полноценным акционером MOL российской нефтегазовой компании за это время так и не удалось. Выступая на слушаниях в парламенте Венгрии, глава MOL Жолт Хернади заявил: сделка «не может рассматриваться как дружеский шаг и никогда не будет считаться таковой. Вопрос в том, будем ли мы рассматривать ее как враждебную или просто как несогласованную». В довершение он даже попугал слушателей, сказав, что сделка поднимает вопросы «энергетической независимости» стран присутствия MOL и что «российские компании обычно не довольствуются миноритарным пакетом акций».

Президент Венгрии Ласло Шойом пообещал попросить правительство принять во внимание возможные последствия покупки «Сургутнефтегазом» акций MOL, а госсекретарь венгерского МИДа Ене Фаллер обратился к российскому послу в Венгрии Игорю Савольскому с просьбой принять меры к тому, чтобы венгерская общественность получила «всеобъемлющую информацию» о «Сургутнефтегазе» и «его намерениях» в отношении MOL.

Глава парламентского комитета по международным отношениям Венгрии Жолт Немеет заявил, что целью покупки «Сургутнефтегазом» акций MOL было ограничение инвестиций в строительство газопровода Nabucco, чтобы предоставить конкурентное преимущество российскому проекту South Stream («Южный поток»).

Заявлениями венгры не ограничились. Они не пустили «Сургут» на собрание акционеров по причине отсутствия его в реестре акционеров. А в реестр его не внесли, поскольку управление по энергетике Венгрии, мол, запросило дополнительные сведения о компании. А на самом собрании в устав MOL были внесены поправки, направленные против возможных попыток недружественного поглощения. Финальной точкой стало решение не выплачивать дивиденды по итогам работы в 2008 году.

«Сургутнефтегаз» ответил на это открытым письмом к акционерам MOL, в котором говорилось: «Мы неоднократно демонстрировали свою готовность установить открытый и конструктивный диалог с руководством MOL… Все наши усилия были практически полностью проигнорированы».

(Окончание на стр. 19)

Обратный отсчет

реформа

По мнению эксперта PricewaterhouseCoopers МИХАИЛА КЛУБНИЧКИНА, необходимы принципиальные изменения в налогообложении российской нефтяной отрасли, поскольку через несколько лет существующая налоговая система исчерпает себя окончательно.

● *Михаил Константинович Клубничкин занимается налоговыми и смежными проблемами нефтегазового комплекса в течение последних 20 лет, в том числе с 1994 года работая в отделе налогообложения предприятий топливно-энергетического комплекса и горнодобывающей промышленности фирмы PricewaterhouseCoopers. Господин Клубничкин специализируется на вопросах применения налогового законодательства в текущей деятельности российских и иностранных нефтегазовых компаний и при планировании ими инвестиционных проектов либо крупных сделок. На протяжении ряда лет он консультирует государственные органы законодательной и исполнительной власти по вопросам налогообложения предприятий нефтегазового комплекса. Принимал непосредственное участие в разработке связанных с налогообложением разделов закона РФ «О недрах» (1992 год) и ФЗ «О соглашениях о разделе продукции» (1995 год), а также положений налоговых законов, устанавливающих специальный налоговый режим для соглашений о разделе продукции (1999 и 2003 годы) и особенности налогообложения прибыли в нефтегазовой отрасли (гл. 25 Налогового кодекса РФ, 2002 год). Является автором идеи и разработчиком механизма предоставления «налоговых каникул» в отношении налога на добычу полезных ископаемых (НДПИ) при добыче нефти на вновь осваиваемых участках недр в Восточной Сибири (введено в действие с 2007 года).*

— Способствует ли существующая налоговая система развитию нефтедобычи в России и справляется ли она с налоговыми злоупотреблениями?

— Сегодняшняя система начала формироваться в 2002 году и полностью сложилась примерно лет пять-шесть назад. Как это не покажется кому-то удивительным, в целом система работала неплохо, создав, с одной стороны, надежный источник бюджетных доходов, а с другой — позволив нефтегазовым компаниям вполне безбедно существовать. Плюс этой системы в том, что она достаточно простая с точки зрения налогового администрирования, поэтому манипулировать с ценами на нефть, с регистрацией предприятий во «внутренних офшорах» или с чем-нибудь еще для экономии на налогах стало практически невозможным.

(Окончание на стр. 18)