

# НЕФТЬ И ГАЗ



Окупится ли «Северный поток» **20** | Когда российская нефть Urals станет первой в Европе **21** | Как поведут себя цены на нефть в 2013 году **21** | Новая модель геологоразведки в России **23** | Зачем России еще один убыточный газовый мегапроект **24**

## Два капитана

### рейтинг

Лидерами рейтинга долгосрочной инвестиционной привлекательности нефтегазовых компаний стали госкомпании. Но в отличие от «Роснефти», которая прибавляет на ожиданиях сделки с ТНК-ВР, «Газпром» теряет позиции по причине сокращения продаж на фоне роста инвестиционных затрат. Рейтинг составляется агентством RusEnergy на основе оценок аналитиков.

### Газовый демпинг

Главным событием в нефтегазовой отрасли в последние месяцы, безусловно, стала сделка «Роснефти» и ТНК-ВР. Но даже если бы она не состоялась, нефтяная госкомпания все равно вошла бы в число наиболее динамично развивающихся предприятий.

Важным событием для «Роснефти» стало подписание соглашения с «Интер РАО». Поставки начнутся в 2016 году и в течение 25 лет достигнут 875 млрд куб. м в год, или до 35 млрд куб. м в год на условиях «бери или плати». До конца 2015 года основным поставщиком газа для «Интер РАО» остается НОВАТЭК.

Перехватить контракт у такой коммерчески активной компании, как НОВАТЭК, «Роснефти» помогла гибкая ценовая политика (по неофициальным данным, дисконт составил 10%). Денис Борисов из Номос-банка полагает, что борьба за конечных потребителей в дальнейшем будет только усиливаться, что выгодно для энергетических компаний.

НОВАТЭКу придется к 2016 году размещать на рынке крупные объемы газа, при этом не факт, что в условиях усиления конкуренции за потребителя компания сможет удержать цену, зафиксированную в контракте с «Интер РАО». «Позитивно для «Роснефти», негативно для НОВАТЭКа», — делает вывод о влиянии события Владислав Метнев из ФГ БКС.

В плюс «Роснефти» были зачтены и финансовые результаты по МСФО за третий квартал 2012 года. Чистая прибыль компании в третьем квартале достигла рекордного за последние пять лет значения — 181 млрд руб. (\$5,8 млрд). Выручка за отчетный пери-

од увеличилась на 16,1%, до 2,268 трлн руб. (\$73,2 млрд). В числе причин улучшения финансовых показателей — рост цен на нефть при одновременном снижении экспортной пошлины, а также рост объемов реализации нефтепродуктов в третьем квартале. Важно и то, что в показателе заложен эффект от сделки по приобретению 51% ООО НК «Итера» в размере 65 млрд руб.

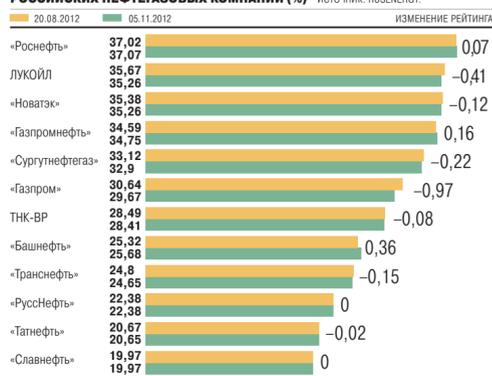
«Рост финансовых показателей «Роснефти» связан с увеличением добычи нефти компанией, а также расширением присутствия на розничном топливном рынке во многих регионах России», — говорит Андрей Бородин из ИФК «Солид». — Такие тенденции позволяют ей нарастить прибыль в течение ближайших лет и помогут усилить свое влияние в нефтяном сегменте. Предстоящее приобретение 100% доли в ТНК-ВР также расширит возможности компании».

### Фактические расходы

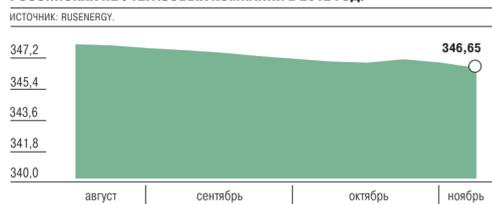
Что касается «Газпрома», то политика этой компании вызывает у экспертов все больше скепсиса. Монополист объявил об увеличении инвестиционной программы на 2012 год до 974,6 млрд руб. (\$31 млрд), что на 25% превышает оценку планируемых капиталовложений, данную компанией в декабре 2011 года. Основная причина роста расходов — увеличение затрат на газотранспортную систему (газопровод с Бованенковского месторождения, проект «Южный коридор», труба до Владивостока).

«Сообщение оказало давление на котировки акций «Газпрома», так как теперь акционерам, видимо, не стоит рассчитывать на рост дивидендов», — констатирует Андрей Бородин. С ним соглашается и Де-

### ИНДИВИДУАЛЬНЫЙ РЕЙТИНГ ИНВЕСТИЦИОННОЙ ПРИВЛЕКАТЕЛЬНОСТИ РОССИЙСКИХ НЕФТЕГАЗОВЫХ КОМПАНИЙ (%)



### СУММАРНЫЙ РЕЙТИНГ ИНВЕСТИЦИОННОЙ ПРИВЛЕКАТЕЛЬНОСТИ РОССИЙСКИХ НЕФТЕГАЗОВЫХ КОМПАНИЙ В 2012 ГОДУ



нис Борисов: «В настоящее время динамика CAPEX является одной из ключевых величин, влияющих на отношение рынка к бумагам концерна. Последовавшее за объявлением падение котировок едва ли можно назвать неожиданным».

Аналитик предсказывает, что этот год окажется не самым удачным для «Газпрома» по показателю EBITDA (он может снизиться с \$66 млрд до \$59 млрд). При этом, несмотря на то что ситуация остается сложной (существенный рост конкуренции на внутреннем и внешнем рынках, рецессия в Европе и т. п.), монополист расширяет список амбициозных транспортных проектов, и в 2013–2014 годах его инвестиции снова могут вырасти до уровня 2011 года.

Елена Савчик из ИГ «Атон» также считает, что предполагаемые расходы очень велики, если сравнивать их с выгодой, которую должны принести запланированные проекты. Впрочем, отмечает она, «Газпром» нередко использует рост капиталовложений как аргумент в спорах с правительством о налогообложении и повышении внутренних цен. Не исключено, что и на сей раз расширение инвестиционной программы может быть использовано с целью лоббирования ускорения роста та-

ки и проекта «Ямал СПГ», а также отсутствие заключенных контрактов на поставку газа дают повод усомниться в том, что инвестции окупятся. Как следствие, новость о крупных инвестициях едва ли может стать катализатором для роста котировок «Газпрома», замечает эксперт.

Не вызвал большого энтузиазма аналитиков и запуск «Газпромом» второй нитки газопровода «Северный поток», которая повысила пропускную способность маршрута до 55 млрд куб. м, а также объявление концерна о намерении построить третью и четвертую нитки. Протокол по строительству дополнительных ниток планируется подписать до 31 января 2013 года.

Владислав Метнев признает, что строительство третьей и четвертой ниток «Северного потока» полностью устранили транзитные риски, связанные с транспортировкой газа по территории Украины. Тем не менее он выражает сомнения в том, что «Газпром» сможет добиться полной загрузки мощностей всех своих действующих и запланированных газопроводов в краткосрочной перспективе.

Аналитик считает нецелесообразным инвестировать в строительство новых ниток «Северного потока» и сохраняет скептический взгляд на инвестиционный кейс «Газпрома». По его подсчетам, основанным на предположении,

что затраты на строительство третьей и четвертой ниток составят 70% от стоимости завершеного строительства первой и второй ниток, CAPEX на новые нитки может составить \$7 млрд.

### Генерация потока

Аналитики разошлись в оценке неконсолидированных результатов «Сургутнефтегаза» за третий квартал 2012 года по РСБУ. Владислав Метнев оценил их как положительные, указав прежде всего на внушительный рост выручки — на 25% к предыдущему кварталу — благодаря повышению net back цен на нефть и нефтепродукты.

Денежные средства и оценка финансовых инвестиций на баланс компании составили \$32,1 млрд, показав увеличение на \$3,28 млрд за девять месяцев 2012 года и подтвердив способность компании генерировать сильный свободный денежный поток.

В то же время чистая прибыль компании в третьем квартале снизилась до \$522 млн (на 82% в квартальном сопоставлении и на 84% в годовом сопоставлении), что негативно для дивидендов по привилегированным акциям. Причиной сокращения чистой прибыли компании стали убытки по курсовым разницам ввиду роста курса рубля, что предполагает, что большая часть денежных средств компании представлена на активами в валюте.

(Окончание на стр. 18)

## Американская сланцевая мечта

### стратегия

**Развитие технологий добычи сланцевого газа в США привело к новой сланцевой революции, на этот раз нефтяной. Америка делает еще один шаг к энергетической независимости. На этот раз могут пострадать интересы наших нефтяников, так как снижение нефтяного импорта в США будет мощным фактором, сдерживающим рост цен на нефть.**

### Потребительский бум

Сланцевая нефть — это закономерный очередной этап сланцевой революции в Северной Америке. Технологический прорыв в добыче сланцевого газа оказался заразительным и для других американских производителей. Оказалось, что технология гидро-

разрыва пласта в сочетании с горизонтальным бурением эффективна при добыче не только сланцевого газа, но и нефти. Нефтяники бросились повторять успех газовиков, благодаря рыночной конъюнктуре этому способствует. В результате Америка движется к энергетической самодостаточности не только на газовом направлении, но и на нефтяном.

Важно отметить, что сланцевый газ и сланцевая нефть — это две параллельные истории. Есть сланцевые шлей (залежи) газоносные, а есть — нефтяные. В газовых сланцевых пла-

стах газ может быть сухим, а может — жирным, содержащим высшие углеводороды (пропан, бутан и пр.). В современных рыночных условиях, когда цена на газ на американском рынке опустилась ниже себестоимости добычи, спасителем для нефтяников стали именно эти «газовые жидкости» (natural gas liquids, NGL по американской терминологии, или сжиженные углеводородные газы, СУГ — по российской). В 2012 году разрыв в цене газа и нефти на американском рынке достиг рекордного значения: весной нефть марки Brent в долларах за тепловую единицу оказалась дороже газа почти в 12 раз!

Те газовые компании, в добыче которых была заметна «жидкая составляющая», получили конкурентное преимущество, а зачастую просто шанс выжить. Это объясняет возросший интерес к новым полям, таким, как Utica Shale и Eagle Ford Shale, содержащим жирный газ (такие месторождения или залежи в России называются газоконденсатными).

Еще недавно Utica Shale вообще не фигурировал в ряду перспективных американских полей. Этот сланцевый слой расположен прямо под самым мощным и продуктивным племем Marcellus, покрывающим значительную большую площадь и расположенный на несколько тысяч футов глубже.

(Окончание на стр. 18)

## ТРАНСОЙЛ

СТРАТЕГИЧЕСКИЙ ТРАНСПОРТНЫЙ ПАРТНЕР

Группа «Трансойл» — ведущая российская частная группа компаний, состоящая из одноименной транспортной и четырех сервисных компаний, позволяющих управлять технической эксплуатацией локомотивов и подвижного состава.



КРУПНЕЙШИЙ ПАРК ЦИСТЕРН

РАЗВИТАЯ ФИЛИАЛЬНАЯ СЕТЬ

СОБСТВЕННЫЕ РЕМОНТНЫЕ И СЕРВИСНЫЕ МОЩНОСТИ

9 ЛЕТ В СЕГМЕНТЕ ЖЕЛЕЗНОДОРОЖНЫХ ПЕРЕВОЗОК НЕФТЕНАЛИВНЫХ ГРУЗОВ

WWW.TRANSOIL-SPB.RU

197046, Россия,  
Санкт-Петербург,  
Петроградская наб., д. 18 лит А  
Тел.: 8 (812) 332-22-00

## Акционер влияния

### активы

Главным событием в российской нефтяной отрасли в 2012 году стала сделка по покупке «Роснефтью» одной из крупнейших частных компаний страны — ТНК-ВР. До ее закрытия еще далеко, но факт остается фактом: государство окончательно станет основным игроком на нефтяном рынке. Все остальное на фоне этого, конечно, померкло, хотя в отрасли случился еще целый ряд знаковых событий.

### ТНК имени Сечина

В 2012 году акционеры ТНК-ВР консорциум AAR (Alfa group, Access, Repova) и ВР вступили в состояние очередного конфликта. Он начался в январе 2011 года, когда британская компания попыталась заключить стратегический альянс с «Роснефтью» через обмен акциями и совместную работу на шельфе. Этим она нарушила акционерное соглашение ТНК-ВР, по которому совладельцы компании обязаны реализовывать нефтегазовые проекты в России и на Украине прежде всего через ТНК-ВР. Но ВР не предложила ТНК-ВР участвовать в готовящейся сделке. В итоге ААР через Лондонский суд ее заблокировал. После этого российские акционеры по своей традиционной тактике перешли в наступление, не сумев договориться с ВР и «Роснефтью» о продаже их доли.

В конце 2011 года развалился совет директоров ТНК-ВР, который покинули два независимых участника — экс-канцлер Германии Герхард Шредер и бывший топ-менеджер Rio Tinto Джеймс Ленг. Управление компанией фактически сосредоточилось в руках российских акционеров, которые также заблокировали и выплату дивидендов, составляющих в чистой прибыли ВР 20–30%. В итоге в июле 2012 года ВР объявила о том, что собирается продать свою долю в ТНК-ВР. Претендент нашелся практически сразу — «Роснефть». В ААР говорили о том, что их интересует только 25% из пакета ВР, которые они оценивали в \$7–10 млрд, но до реального предложения дело так и не дошло.

ВР договорилась о продаже своей доли в ТНК-ВР «Роснефти» на самом высоком уровне: в сентябре в переговорах топ-менеджмента обеих компаний принял участие президент России Владимир Путин. В этот момент стало понятно, что нового фальстарта у «Роснефти» и ВР не будет. Российские акционеры официально говорили, что не против такого партнера, как «Роснефть», но в то же время попытались ее остановить, предлагая ВР «вечный мир»: прекращение судебных разбирательств, выплату дивидендов и т. д. Но президент ВР Роберт Дадли, у которого на данный момент самый богатый опыт работы с российскими акционерами ТНК-ВР (он возглавлял нефтекомпанию с 2003

по 2008 год), решил идти до конца и сделать ее партнером «Роснефти». В итоге ВР договорилась продать госкомпании 50% ТНК-ВР за \$1,1 млрд и 12,83% ее акций. Кроме того, еще 5,66% бумаг «Роснефти» ВР купит у ее основного акционера «Роснефтегаза». Пакет в 19,75% (с учетом приобретенных в ходе IPO) позволит ВР поставить на свой баланс пропорциональную часть запасов «Роснефти» и иметь представителей в совете директоров.

Когда российские акционеры поняли, что ВР все-таки выйдет из ТНК-ВР, они предложили «Роснефти» приобрести и их долю за примерно такую же сумму — \$28 млрд. Изначально госкомпания не собиралась полностью владеть ТНК-ВР, но от предложения ААР решила не отказываться. Деньги на сделку «Роснефть» заняла у синдиката из более чем 30 мировых банков, среди которых только один российский — Сбербанк, который выдал ей кредит примерно на \$4 млрд. Показатель ее чистого долга к EBITDA приблизится к 3. Закрыть обе сделки «Роснефть» рассчитывает в первом квартале 2013 года.

После поглощения ТНК-ВР «Роснефть» станет одной из крупнейших в мире компаний. Ее запасы составят 33 млрд баррелей, а добыча — 4,6 млн баррелей в день. Ей будет принадлежать 11 НПЗ, 50-процентные доли еще в 2 и больше 3 тыс. АЗС в России и на Украине.

(Окончание на стр. 19)