



# Бумажные дела

СЕРГЕЙ ТИХОНОВ

«Нефтегазовая Вертикаль»

Если 2017 год можно было назвать в отношении ценных бумаг российских нефтегазовых компаний периодом осторожности, то первое полугодие текущего года для подавляющего большинства из них стало временем значительного роста. Позитивные факторы, как то – строгое исполнение соглашения ОПЕК+ участниками пакта, стабилизация нефтяных котировок выше \$60 за баррель, успешная реализация масштабных отечественных проектов, таких как «Ямал-СПГ», а также итоговая отчетность за прошедший год, наконец, перевесили возможные риски и осторожность инвесторов после падения нефтяных цен, а также негативное влияние на рынок санкционных ограничений Запада в отношении России. Однако последние события, как в мире, так и внутри страны, например, решения ОПЕК+ об увеличении добычи и кризис топливных цен, случившийся этой весной, вполне могут оказать влияние на биржевую торговлю.

В начале года наш журнал (см. *НГВ № 2, 2018 «Бесценные бумаги»*), подводя итоги биржевой торговли нефтегазового сектора за 2017 год, в прогнозе на первое полугодие 2018 года предсказал серьезный рост акций большинства отечественных компаний отрасли. Мы решили продолжить это начинание, подвести итоги прошедших шести месяцев, и сделать прогноз на второе полугодие текущего

года, отдельно остановившись на важнейших факторах, которые могут оказать влияние на котировки ценных бумаг.

## ПОКУПАТЕЛЬСКИЙ БУМ

Пакт о сокращении добычи ОПЕК+, постепенная ребалансировка нефтяного рынка и стабилизация

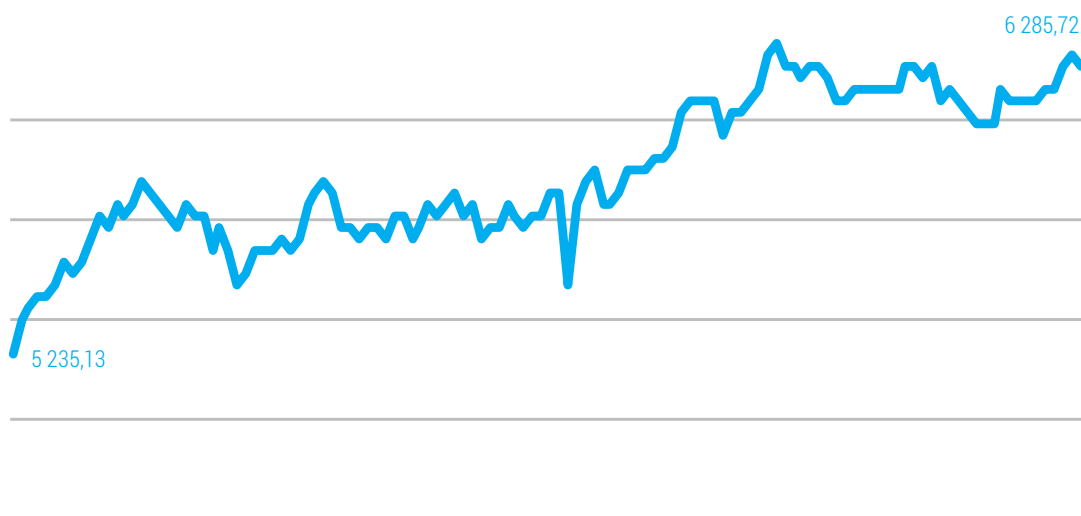
котировок черного золота в полной мере не успели повлиять на рынок акций в 2017 году. Слишком велики были для игроков риски очередного обвала, особенно на фоне постоянно увеличивающейся добычи в США, к тому же сказывался негатив от введенных против России санкций. Однако динамика, которую показывали цены на нефть, сумела переубедить скептиков, и уже в четвертом квартале прошлого года акции многих российских компаний стали показывать рост. Окончательно ситуация переломилась уже в этом году, рынок поверил в успешность мер принимаемых ОПЕК+, и, что немаловажно, получил подтверждение жизнеспособности российской нефтегазовой отрасли, несмотря на действие американских и европейских санкций.

**Динамика, которую показывали цены на нефть, сумела переубедить скептиков, и уже в четвертом квартале прошлого года акции многих российских компаний стали показывать рост**

«Акции нефтегазового сектора показали хороший рост, а компании – высокие прибыли с начала года. Так, акции «Роснефти» с начала года подорожали на 36%, «Газпром нефти» – на 30%, «Татнефти» – на 41%, и это без учета дивидендов, которые отрасль выплачивает в среднем 7% годовых» – рассказал аналитик УК «Альфа-Капитал» Артем Копылов.

По словам заместителя директора аналитического департамента «Альпари» Анны Кокоревой: «В первом полугодии наиболее интересными были акции компаний «Татнефть», «Роснефть», ЛУКОЙЛ и НОВАТЭК. Обыкновенные акции «Татнефти» за этот период выросли на 40%, акции «Роснефти» – на 30%. ЛУКОЙЛ и НОВАТЭК показали более скромную динамику, но весьма существенную для российского рынка – они прибавили 24%. Столь серьезный прирост был связан с ростом цен на нефть, позитивной отчетностью, дивидендными выплатами и успешной реализацией ряда проектов». С коллегами в целом оказался согласен эксперт-аналитик АО «ФИНАМ» Алексей Калачев, который более подробно остановился на компаниях, чьи акции показали наименьший рост: «Весь ликвидный нефтяной сектор на российском рынке акций показал впечатляющий рост. На 34% подорожала «Роснефть», на 25% – ЛУКОЙЛ и «Газпром нефть». Лишь «Сургутнефтегаз» пока отстает от этой динамики: обыкновенные акции прибавили всего 2% с начала года, а привилегированные – около 11%. Впрочем, эта компания вообще нехарактерна для рынка – непрозрачная структура собственности, ограниченная информационная открытость традиционно вызывают настороженность инвесторов, в результате чего компания стоит на рынке меньше, чем сумма принадлежащих ей валютных депозитов. Также акции газового гиганта «Газпрома» в этом году принесли акционерам скромную прибавку в стоимости в пределах 6%. Слабая динамика обусловлена высокой долговой нагрузкой компании, ростом затрат на строительство сразу нескольких крупных экспортных газопроводов, судебными спорами с Укра-

БИРЖЕВОЙ ИНДЕКС ММВБ НЕФТЬ-ГАЗ С 03.01.2018 ПО 03.07.2018 гг.



Источник: ММВБ

иной и антимонопольными разбирательствами в Европе, а также противодействием строительству «Северного потока-2» со стороны США».

## **Выход «Газпрома» с трубопроводным газом на азиатский рынок и увеличение экспорта в Европу может пересилить опасения инвесторов и изменить их отношение к российской компании**

Здесь нужно отметить, что в случае с «Газпромом» реализация его проектов, особенно урегулирование всех спорных вопросов вокруг «Северного потока-2», запуск «Турецкого потока» и китайской ветки «Силы Сибири» могут в корне изменить ситуацию, даже несмотря на значительные долги компании. К тому же Европа явно демонстрирует усталость от санкций и энергетического противостояния России и США. Причем в последнем случае большинство стран ЕС готовы к дальнейшему сближению в сфере энергетики с Россией в ущерб США. Также нужно учитывать непредсказуемость действий нынешнего американского президента Дональда Трампа, который сильно испортил отношения США с половиной земного шара, в том числе и с Европой. Выход же «Газпрома» с трубопроводным газом на азиатский рынок и увеличение экспорта в Европу может пересилить опасения инвесторов и изменить их отношение к российской компании.

### **ФАКТОР ОПЕК+**

Если обратится к истории заключения сделки о сокращении добычи между нефтяным картелем и некоторыми не входящими в него государствами, в том числе и России, можно увидеть, что первоначально почти никто не верил в возможность такого соглашения, потом ставилось под сомнение исполнение участниками условий пакта и его влияние на рынок, а в дальнейшем ставилась под сомнение долгосрочность этого договора. В результате скептики были посрамлены, а ОПЕК+ по-прежнему существует, и сейчас уже не сокращает, а увеличивает добычу. Его влияние на торговлю ценными бумагами не только российских нефтегазовых компаний было, наверное, определяющим, но при этом сильно отсроченным во времени, поскольку рынок должен был оценить действенность пакта. Сейчас решения ОПЕК+ уже не воспринимаются с прежним скепсисом, и рынок быстрее реагирует на них, что подтвердилось после встречи 23 июня участников пакта.

Как пояснил старший аналитик «Альпари» Роман Ткачук: «До некоторой степени решение ОПЕК – формальность, зачастую договоренности на бумаге не совпадают с реальной добычей. Показательно, что после объявления решения ОПЕК котировки Brent дернулись вверх к \$75,2, но затем быстро откатились к \$74,4. Саудовская Аравия в последние месяцы сдерживала добычу, а статистика за май свидетельствует о том, что рост добычи саудиты начали даже раньше, чем договорились с остальными. Большая часть наращивания добычи придется именно на Саудовскую Аравию. В любом случае повышение квот по добыче нефти и 100%-ное выполнение сделки ОПЕК+ даст всем участникам сделки дополнительные доходы в бюджет, стабилизацию курса национальных валют, ослабление долгового бремени на бюджетную политику, дополнительные отчисления в стабилизационные фонды».

То есть ожидать роста котировок черного золота только на одних решениях ОПЕК+ сейчас уже не стоит. Пакт стал выполнять роль механизма корректирующего добычу нефти, целью которого является не допустить очередного обвала цен. По мнению Анны Кокоревой: «Соглашение оказывает влияние на динамику котировок акций нефтегазовых компаний России, но тоже в долгосрочной перспективе. Продление соглашения и расширение добычи, для наших компаний это позитив, так как при стабильных достаточно высоких ценах они смогут добывать больше, а значит, больше продавать, что напрямую положительно влияет на финансовые показатели». В свою очередь, Артем Копылов отметил: «Главной задачей сделки ОПЕК+ было восстановление баланса на рынке нефти. С этой задачей страны-участницы соглашения справились успешно, цены на нефть находятся на весьма комфортном для экспортеров уровне. Но ОПЕК прекрасно понимает, что высокие цены на нефть чреваты замедлением роста мировой экономики, и сохранение параметров сделки на прежних условиях может привести к перегреву рынка. Увеличение добычи нефти картелем прогнозировалось и сюрпризом это стать не могло. Для рынка важно, насколько готовы участники соглашения ослабить квоты. На 31 мая 2018 года ОПЕК перевыполнила план по сокращению добычи нефти на 732 тыс. баррелей в сутки, т. е. добывали еще меньше, чем требовалось по квоте. Поэтому картель может увеличивать добычу, и это не должно отразиться на балансе спроса и предложения. Отметим, что не все участники сделки могут позволить себе нарастить производство, и это негативно сказалось на переговорном процессе. Но в этом смысле позиции Саудовской Аравии и России сильнее. Мы полагаем, что реакция на рынке будет спокойная, без высокой волатильности, но тренд останется нисходящий».

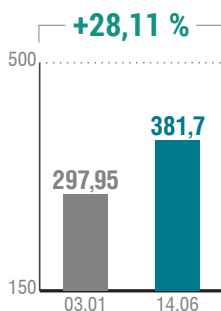
С этим согласен Роман Ткачук: «Внутри ОПЕК нет единства мнений. Саудовская Аравия выступала за более серьезное повышение квот (министр энергетики Саудовской Аравии Халид Аль-Фалих говорил о повышении добычи на 1,2 млн баррелей), а Иран, Ирак и Венесуэла призывали оставить квоты на текущем уровне. Это вполне объяснимо – Иран и Ирак не имеют возможности быстро увеличить добычу, а производство черного золота в Венесуэле и вовсе стагнирует и находится в предбанкротном состоянии. В первые две недели июня экспорт венесуэльской PDVSA упал на 32%, до 765 тыс. баррелей в сутки».

Доля России в увеличении добычи, по словам главы Минэнерго РФ Александра Новака, составляет около 200 тыс. тонн в сутки, и отечественные компании смогут это сделать менее чем за месяц. По мнению Алексея Калачева: «Решение, принятое на состоявшейся в Вене встрече ОПЕК и ряда присоединившихся к соглашению об ограничении не-

фтедобычи стран, включая РФ, пожалуй, наиболее оптимальное. Увеличение добычи участниками соглашения на 1 млн баррелей в сутки позволит в значительной степени заместить на рынке объем, выбывающий от обвала нефтяной отрасли Венесуэлы, не допустить образования дефицита нефти и, тем самым, резкого и неконтролируемого роста цен. В то же время, увеличение лимита на добычу, с учетом сокращения добычи в Венесуэле и ожидаемого падения экспорта нефти Ираном, не нарушает баланса на рынке. Установленные квоты позволят продолжить курс на сокращение запасов и поддержат цены на приемлемом как для производителей, так и для потребителей уровне. Более того, еще сохраняется задел для дальнейшего умеренного роста нефтедобычи на следующих встречах ОПЕК+».

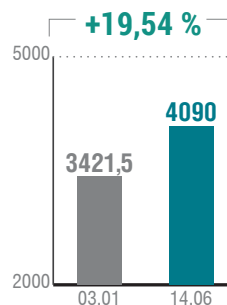
«Прежнее соглашение оказалось на руку российским нефтяным компаниям. Эффект от роста цен намного превысил эффект от снижения объемов

#### КОТИРОВКИ АКЦИЙ РОСНЕФТИ С НАЧАЛА ГОДА



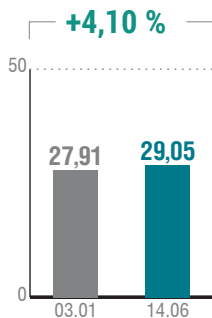
Источник: Минэнерго РФ

#### КОТИРОВКИ АКЦИЙ ЛУКОЙЛА С НАЧАЛА ГОДА



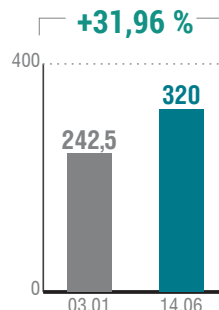
Источник: Минэнерго РФ

#### КОТИРОВКИ АКЦИЙ СУРГУТНЕФТЕГАЗА С НАЧАЛА ГОДА



Источник: Минэнерго РФ

#### КОТИРОВКИ АКЦИЙ ГАЗПРОМ НЕФТИ С НАЧАЛА ГОДА



Источник: Минэнерго РФ

добычи нефти. Теперь же, сохраняя цены на достаточно выгодном уровне, открываются возможности и для роста добычи. Рост денежного потока и появившаяся потребность в увеличении объемов производства позволяют увеличивать инвестиции в разработку новых проектов. Это должно позитивно сказаться на капитализации компаний сектора», – считает Алексей Калачев.

## ТОПЛИВНЫЙ КРИЗИС

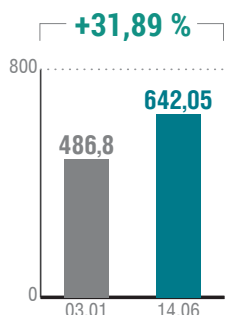
Еще одним фактором, который вроде как мог повлиять на ситуацию на бирже, был рост цен на топливо на отечественных АЗС этой весной. Возникшие на фоне этого разговоры о будущем развитии нефтяной отрасли в нашей стране и налоговых реформах, явно не добавили привлекательности ценным бумагам российским ВИНК, которые являются владельцами большей части наших НПЗ и АЗС. Однако, по мнению большинства, экспертов топливный кри-

зис пока не оказал никакого воздействия на биржу и едва ли окажет в дальнейшем, если только не произойдет рецидив неконтролируемого роста цен.

Как пояснил Артем Копылов: «Кризис топливных цен не отразился на рынке ценных бумаг. На стоимость российских акций влияли в большей степени цены на нефть, курс рубля и санкции. Пока цены на нефть росли, акции нефтегазового сектора были бенефициарами на рынке. Сейчас, как мы предполагаем, на рынке нефти ожидается разворот, цены уже снижаются, что вызывает коррекцию акций нефтяных компаний».

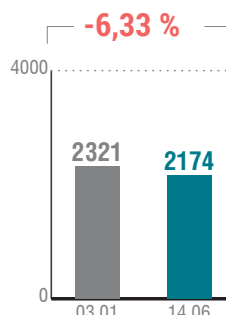
Аналогично мнение высказал Антон Калачев, уточнив: «Рост цен на топливном рынке РФ практически не имел отражения на рынке акций, если не считать его негативного влияния на акции «Аэрофлота», издержки которого растут по мере подорожания авиационного топлива. В стране нет независимых НПЗ, не включенных в состав той или иной ВИНК. Внутри нефтегазовых холдингов существует

### КОТИРОВКИ АКЦИЙ ТАТНЕФТИ С НАЧАЛА ГОДА



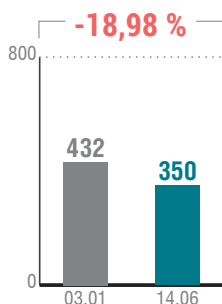
Источник: Минэнерго РФ

### КОТИРОВКИ АКЦИЙ БАШНЕФТИ С НАЧАЛА ГОДА



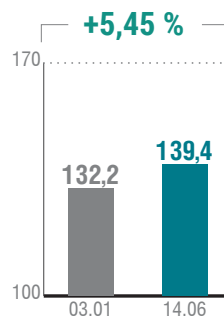
Источник: Минэнерго РФ

### КОТИРОВКИ АКЦИЙ СЛАНЕФТИ С НАЧАЛА ГОДА



Источник: Минэнерго РФ

### КОТИРОВКИ АКЦИЙ ГАЗПРОМА С НАЧАЛА ГОДА



Источник: Минэнерго РФ

возможность эффективно распределять издержки и маржу между добычей, переработкой, оптом и розницей, а совокупный результат отражается в консолидированной отчетности и влияет на капитализацию головной компании холдинга. Единственный НПЗ, акции которого котируются на Московской бирже – Саратовский НПЗ, входящий в состав «Роснефти». Обыкновенные акции этого завода, впрочем, крайне неликвидны на бирже, подешевели с начала года на 3%, а привилегированные, несмотря на лучшую ликвидность и хорошую дивидендную доходность, потеряли в текущем году около 6%. Это можно считать одной из иллюстраций того, что НПЗ не выиграли на подорожании топлива. Кстати, дивидендная доходность к текущей цене привилегированных акций Саратовского НПЗ (KRKNP) составляет порядка 9%, закрытие реестра акционеров на дивиденды состоится 11.07.2018 (на бирже – 09.07.2018)».

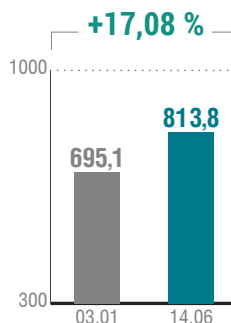
**Рост денежного потока и появившаяся потребность в увеличении объемов производства позволяют увеличивать инвестиции в разработку новых проектов**

Чуть более осторожно по этому вопросу высказалась Анна Кокорева: «Влияние изменения топливных цен в краткосрочной перспективе увидеть нельзя, оценить его можно будет после, по итогам отчетности за II квартал, где компании отразят динамику издержек. Если промышленные организации покажут рост издержек за счет увеличения стоимости топлива, что приведет к ухудшению финансовых показателей, тогда реакция рынка ценных бумаг последует. Пока судить об этом рано».

Здесь, однако, интересен другой момент. Дело в том, что бурный рост бумаг российского нефтегазового комплекса имеет прямую связь с увеличением цен на заправках нашей страны. Некоторые факторы, положительно влияющие на состояние отечественной нефтедобычи оказывают обратный эффект на нефтепереработку, с точки зрения выгоды реализации ее продукции на внутреннем рынке. В большей степени связано это с существующей системой налогообложения нефтегазовой отрасли, и произошедшее в этом году подорожание на розничном рынке бензина и дизеля лишь лишнее подтверждение необходимости изменений в отношениях между нефтяными компаниями и государством.

По мнению Алексея Калачева: «Связь роста цены бензина и стоимости акций нефтегазовых компаний в том, что они в этой конкретной ситуации имеют

**КОТИРОВКИ АКЦИЙ НОВАТЭКА С НАЧАЛА ГОДА**



Источник: Минэнерго РФ

одни и те же основания: это – рост стоимости нефти с одновременным ослаблением валютного курса рубля. Прежде рост нефтяных котировок компенсировался укреплением российской национальной валюты, а падение нефтяных цен – ослаблением рубля. В результате этого внутренняя стоимость нефти для НПЗ, даже при соблюдении паритета к экспортным ценам (с учетом экспортных пошлин, разумеется) оставалась более-менее стабильной. Но в этом году баланс был нарушен, несмотря на рост стоимости нефти, курс рубля долгое время оставался относительно стабильным, а в начале апреля на новом раунде санкций еще и снизился относительно доллара на 10%. Соответственно, стоимость нефти для НПЗ при соблюдении паритета к экспорту должна была вырасти в 1,5 раза. А сырье составляет порядка 80% себестоимости производства топлива и порядка 40% розничной цены бензина. Это стало спусковым крючком к росту цен на АЗС».

«Эти же факторы – рост мировых цен на нефть и ослабление российской национальной валюты – самым благотворным образом сказались на экономике нефтяников, значительную долю нефти продающих на экспорт. Выручка компаний выросла, так как, с одной стороны, выросли валютные цены реализации нефти и нефтепродуктов на экспорт, а с другой стороны, улучшился курс конвертации валютной выручки в рубли. Улучшение финансовых показателей нефтегазовых компаний нашло отражение в росте стоимости их акций на бирже. За редким исключением акции сектора подорожали в среднем на четверть с начала года», – заключил Алексей Калачев.

**ПРОГНОЗЫ НА БУДУЩЕЕ**

Говоря о перспективах ценных бумаг российских нефтегазовых компаний, нужно учитывать несколько факторов. Во-первых, как поведут себя



цены на нефть, что будет сильно зависеть от реализации соглашений ОПЕК+ и статистики по добыче из США. Во-вторых, большое значение будут иметь варианты продолжения санкционного режима в отношении нашей страны, действий Европы, политики США и личной позиции по этому вопросу Дональда Трампа. В-третьих, не меньшее влияние на биржу окажет реализация отечественными компаниями заявленных проектов – договоренности по «Северному потоку-2», строительство «Турецкого потока» и «Силы Сибири», переговоры по «Силе Сибири-2», начало работы над «Арктик СПГ-2» и перспективы других СПГ-проектов. Также не стоит забывать о тяжбе «Газпрома» с Украиной и реализации проектов наших компаний за рубежом.

### **Рост цен на топливном рынке РФ практически не имел отражения на рынке акций**

Как считает Артем Копылов: «Мы ожидаем, что цена Brent на конец года будет находиться в районе \$62 за баррель с расчетом на то, что участники сделки ОПЕК+ постепенно будут выходить из соглашения, а квоты ослабляться.

Мы бы рекомендовали рассмотреть инвестиции в акции ЛУКОЙЛа. Компания – крупнейший частный нефтедобытчик России, который на фоне растущих цен на нефть увеличил более чем в два раза прибыль по МСФО в 2017 году. Кроме основного бизнеса в нефтегазовой сфере, компания получает прибыль от непрофильных активов по добыче алмазов. К тому же ЛУКОЙЛ начнет программу выкупа акций уже со второго полугодия 2018 года, что является хорошим сигналом для инвесторов».

По мнению Анны Кокоревой: «В III квартале акции «Татнефти», ЛУКОЙЛа скорректируются и потом вновь начнут набирать высоту. Бумаги «Роснефти» во втором полугодии могут обновить исторический максимум в 425 руб., особенно если получится уменьшить долговую нагрузку компании при росте чистой прибыли. НОВАТЭК также потенциально остается привлекательным, компания продолжает поэтапно успешную реализацию своих проектов, в частности на Ямале, инвесторы ждут от нее хороших показателей».

Пожою точку зрения высказал Алексей Калачев, отдельно остановившись на показавших в прошедшие полгода значительный рост бумагах «Татнефти» и НОВАТЭКе: «С высокой долей вероятности «Роснефть», ЛУКОЙЛ и «Газпром нефть» останутся в числе лидеров среди акций нефтяного сектора до конца года. Особняком стоят бумаги «Татнефти», которые второй год демонстрируют феноменальный рост. Уже с начала этого года обыкновенные

акции компании подорожали еще на 41%, а привилегированные добавили 27%. Безусловно, этому способствовала позитивная финансовая отчетность «Татнефти», а также ее дивидендная политика – недавно компания повысила величину дивидендов до 50% от чистой прибыли. В то же время этот рост выглядит во многом искусственным. Например, недавно стало известно, что группа «Сафмар» Михаила Гуцериева в течение последнего года скупала акции «Татнефти» на биржевых площадках, что также могло способствовать росту котировок. По основным индикаторам «Татнефть» уже выглядит переоцененной относительно остальных бумаг сектора. Благодаря опережающему росту капитализация «Татнефти» уже превысила рыночную стоимость «Газпром нефти» и «Сургутнефтегаза», притом, что ее добыча в три и два раза меньше по объемам по сравнению с этими компаниями. Соответственно, высоки риски того, что этот бурный рост может вскоре закончиться, а то и развернуться вниз».

«У конкурента «Газпрома» – ПАО «НОВАТЭК» – все хорошо. Акции компании выросли с начала года на 23% и продолжают чувствовать себя уверенно, несмотря на то, что по основным индикаторам уже давно выглядят переоцененными рынком относительно сопоставимых конкурентов. Динамика компании поддерживается беспрецедентными льготами и преференциями, предоставляемыми компании со стороны государства. Особое отношение вызвано в частности тем, что НОВАТЭК – один из флагманов промышленного освоения Арктики. В конце прошлого года компания совместно с зарубежными партнерами запустила завод «Ямал-СПГ» в поселке Сабетта. На очереди – запуск второго проекта «Арктик СПГ-2», строительство перевалочных комплексов на Камчатке и в Мурманской области», – заключил Алексей Калачев.

### **Прежде рост нефтяных котировок компенсировался укреплением российской национальной валюты, а падение нефтяных цен – ослаблением рубля**

Подводя итог, можно сказать, что ожидать такого же бурного роста ценных бумаг российских нефтегазовых компаний, как в первом полугодии, в следующие шесть месяцев не стоит. Собственно, вполне возможно ожидать даже временного снижения котировок акций некоторых компаний. Однако рынок по отношению к этим бумагам настроен скорее оптимистично, и в отсутствии серьезного внешнего негатива вложения в них остаются неплохим вариантом для инвестиций. 📈