

КРИЗИСНОЕ ДЕФИЛЕ ОЦЕНКИ БОЛЬШЕЙ ЧАСТЬЮ ПОЛОЖИТЕЛЬНЫЕ



С появлением результатов работы отрасли в первом полугодии 2009 года «Вертикаль» обратилась к ведущим инвестиционным аналитикам с просьбой оценить ситуацию и перспективы ключевых компаний. «Неотпускных» оказалось мало: получился мини-рейтинг с мини-комментариями, но мы не склонны преуменьшать их значение. Итоги, опросы мы хоть сотню случайно задержавшихся в августовской Москве экспертов, были бы, уверены, теми же.

Как и «Вертикаль», эксперты довольно высоко оценили антикризисные шаги ВИНК, а по числу первых мест в рейтинге лидером оказался «Сургутнефтегаз». Вполне в унисон прозвучала критика стратегии и тактики «Газпрома», хотя сомневающихся в его светлом будущем фактически не было. И каждый собеседник «Вертикали» счел своим долгом выразить сострадание нефтесервису.

Экспертное настроение можно охарактеризовать как вполне оптимистичное. Цены если не растут, то не падают, проекты потихоньку размораживаются, рентабельность пострадала не сильно, сокращениям подвергся почти исключительно «административный балласт».

Есть даже соблазн подвести черту выводом, что кризис был полезен отрасли. Мешают два обстоятельства. Во-первых, будущее за 2012 годом внушает опасения, хотя долгосрочные перспективы первой десятки и получили оценку 8 из 10. Во-вторых, рентабельность компаний сохранилась, в основном, за счет относительного падения доходов бюджета — а это, скорее кредит, чем подарок.

Всегда полезно в переломные моменты — а сейчас мы уж точно переживаем один из них — посмотреть на отрасль и ее основных игроков глазами тех, кто во многом определяет их сегодняшнюю и завтрашнюю стоимость. Поэтому «Вертикаль» обратилась к ряду инвестиционных аналитиков с несколькими вопросами по предварительным итогам первого полугодия (см. «Вопросы «Вертикали»»), а также с просьбой проставить оценки в соответствующих графах таблиц.

Глубина падения

Сохранение финансовой устойчивости 10 ключевых компаний отрасли как результат их собственных усилий, так и помощи со стороны внешних факторов «судейская коллегия» в среднем оценила на твердые 7,5 (см. «Финансовая устойчивость»). Но рейтинг в данном случае не был однородным.

Общую оценку потянули вниз аутсайдеры — «Газпром» и «РуссНефть», недотянувшие даже до 6 баллов, тогда как восьмерка ВИНК показала себя с лучшей стороны. С отрывом в 2,5 десятых пункта вполне предсказуемо лидирует «Сургутнефтегаз».

«Во-первых, компании относительно быстро среагировали на изменившуюся конъюнктуру со спросом и ценой, за исключением разве что «Газпрома». Но в его случае ситуация вполне понятна — монополия все же относительно неповоротлива, не умеющая или не желающая идти на уступки там, где надо, — поясняет свои оценки **Дмитрий Лютягин**, аналитик ИК «Велес Капитал». — Многие компании вслед за снижением спроса и цены, во-вторых, оптимизировали свою бизнес-структуру, сумев снизить текущие производственные издержки».

С коллегой согласился **Денис Борисов**, аналитик ИФК «Солид»: «Основные пострадавшие от кризиса это не нефтяники, а газовики. Почти 20%-ное снижение добычи газа в РФ за первое полугодие (следствие снижение спроса на газ как внутри РФ, так и ЕС вкупе с негибкими ценовыми условиями, прописанными в экспортных контрактах «Газпрома») привело к необходимости корректировки всех планов будущего развития газовой отрасли. Фактически «Газпром» по итогам этого года (даже с учетом некоторого восстановления спроса со стороны ЕС во втором полугодии) добудет столько газа, сколько он производил в начале 2000-х. Что касается нефтяных компаний, то в первом квартале в среднем они получали чистый доход в размере \$5–7 с каждого добытого барреля, во втором — \$12–14 (сопоставимо с уровнем середины 2007 года). Этого вполне достаточно для обеспечения текущих потребностей в капитальных инвестициях. Также безусловным позитивом для нефтяников стала информация о грядущем обнулении экспортных пошлин на восточносибирскую нефть», — отмечает эксперт.

При этом из общеэкономических условий как Д.Лютягин, так и аналитик ИК «ФИНАМ» **Александр Еремин** особо выделили

ВОПРОСЫ «ВЕРТИКАЛИ»



1. Насколько нынешнее финансовое положение компаний можно назвать устойчивым?
 2. Считаете ли вы рациональным уровень сокращения компаниями своих проектов?
 3. Как вы оцениваете состояние сервисного рынка?
- (10 — максимально положительная оценка, 1 — максимально отрицательная)

девальвацию рубля, хотя, по мнению последнего, воспользоваться этим неоднозначным подспорьем смогли не все. «Наиболее устойчивыми к кризису оказались «Сургутнефтегаз», «Башнефть» и «Роснефть». Первые две компании — благодаря нулевой долговой нагрузке, а «Роснефть» благодаря кредиту в \$15 млрд от Китая. Кроме того, — считает эксперт, — «Роснефть» и «Сургутнефтегаз» — практически единственные из нефтяных компаний, которым удалось извлечь значительную выгоду от обесценения рубля, что смягчило негативные результаты конца 2008-го — начала 2009 года. Остальные компании записали значительные убытки от курсовых разниц».

При этом все собеседники «Вертикали» высоко оценили предпринятые ВИНК усилия по сокращению издержек и оптимизации бизнеса. Причем, в значительной степени за счет сокращения персонала.

«Снижению операционных издержек способствовало высвобождение излишнего административного персонала по ряду компаний или подразделений, а также снижение различных фиксированных выплат сотрудникам и топ-менеджерам, — подтверждает Д.Лютягин. — Также компании стремительно урезали инвестиционные затраты на проекты, не приносящие доход в краткосрочной перспективе (у нефтяных компаний — это геологоразведка и модернизация НПЗ, для сервисников — это инвестиции в новые активы, которые они активно развивали на растущем рынке). Таким образом, бизнес сектора гибко подстроился под сложившуюся систему», — подытожил аналитик.

Быстрая разморозка

На «удовлетворительно» (не путайте с тройком) был оценен и уровень замораживания проектов

Финансовая устойчивость



Сокращение проектов



в целом по отрасли (см. «Сокращение проектов»). Но и здесь из положительной зоны выбыл «Газпром».

«Основные последствия кризиса в разрезе замораживания проектов коснулись «Газпрома», что неудивительно: уже сегодня компания может добывать порядка 600 млрд м³, однако ситуация с динамикой будущего спроса остается неясной, поэтому перенос сроков запуска Бованенковского месторождения выглядит вполне логичным. В новых трубопроводных проектах (прежде всего «Южный поток» и «Голубой поток — 2») присутствует и геополитическая

Сокращение персонала



Успешность финансовой стратегии



Успешность стратегии развития



составляющая, как следствие их реализация состоится в заранее намеченные сроки», — комментирует оценку Д.Борисов.

В то же время Д.Лютягин указывает на уже начавшийся про-

цесс разморозки проектов и постепенной расконсервации инвестиционных средств компаниями как раз как следствие успешной адаптации к новым условиям: «Нефтяные компании по рентабельности не сильно проигрывают прошлому году, если не сказать, что держатся на уровне, особенно после некоторого восстановления цены на нефть. В этой ситуации многие компании робко, но начали пересматривать свои сокращенные инвестпрограммы в сторону увеличения, что позволяет надеяться сервисным компаниям на более благоприятный период во втором полугодии. Кроме того, увеличение инвестпрограммы может вновь поставить вопрос о продолжении отсроченных долгосрочных проектов по освоению новых месторождений. Нефтяникам помогли также новые налоговые нововведения, произошедшие с 1 января, в виде снижения НДС».

Практически все опрошенные эксперты положительно оценили влияние освобождения нефти тринадцати восточносибирских месторождений от экспортной пошлины на динамику инвестиций. Причем, по мнению Д.Лютягина, по истечении девяти месяцев «каникул», по всей видимости, для этих же месторождений будет сделан дисконт к общероссийской пошлине.

Сервис восстановится позже

Страдания нефтесервиса не остались без внимания аналитиков. «Один из основных мировых индикаторов, характеризующих состояние активности нефтесервисных компаний (прежде всего, буровых), Baker Hughes international rig count (количество буровых станков в работе), снизился за рассматриваемый период почти на 40% (с 3,3 тыс. штук до 2 тыс. штук). А по США — с 1,8 тыс. до 950 штук, — указывает Д.Борисов. — Оценки по РФ примерно находятся в этом же диапазоне: прогнозы по сокращению объемов сейсмки и ГРП варьируются от 20% до 40%, по капитальному ремонту скважин и бурению — до 30%».

При этом, по мнению аналитика, дальнейшая динамика в нефтесервисном секторе будет определяться ключевым параметром — уровнем цен на нефть. И при условии сохранения котировок «черного золота» в коридоре \$60–80 за баррель полное восстановление нефтесервисного рынка до докризисного уровня возможно уже к 2012 году.

Сильнее, чем собственно добыча, пострадала, по подсчетам А.Еремина, переработка. Причем, как отмечает эксперт, это связано с давлением на цены на внутреннем рынке нефтепродуктов со стороны антимонопольных органов. В результате большинство НПЗ, не входящих в состав ВИНК, были существенно недозагружены.

С другой стороны, по словам Д.Борисова, маржа переработки в РФ также пока находится на вполне приемлемом уровне — порядка \$5–8 на баррель в зависимости от типа НПЗ, «конечно, это не рекордные \$30–35 на баррель как в июле-августе 2008 года, но и не \$0–3 как это было в начале 2000-х».

Привычка жить скромно

Серьезных опасений по поводу судьбы флагманов отрасли нет ни у кого. Причем, цифры в \$45–50 за баррель сегодня воспринимаются еще спокойнее, чем на момент начала большого «ценопада».

«При условии сохранения цен на нефть выше \$50 за баррель практически все ведущие ВИНК (без учета «РуссНефти») обладают достаточной финансовой устойчивостью. Так, до достижения порогового значения «Чистый долг = 2ЕБИТДА» даже «Роснефти», обремененной долгами по сравнению с другими нефтяными компаниями, еще очень далеко. Чистый долг компании на конец первого квартала 2009 года составлял примерно \$19 млрд при ожидаемой годовой ЕБИТDe на уровне \$20 млрд», — подсчитал Д.Борисов.

Такая обретенная и дополнительно укрепленная кризисом устойчивость, по мнению экспер-

тов, открывает перед ключевыми нефтедобывающими компаниями довольно благоприятные перспективы, если ситуация не развернется уж совсем по отрицательному сценарию.

А.Еремин, в частности, в краткосрочной и среднесрочной перспективе видит наибольший потенциал наращивания производства у ЛУКОЙЛа. «Компания, по моему мнению, является самой сбалансированной в российском нефтегазовом секторе», — отмечает аналитик, одновременно проча хорошие ближайшие перспективы и «Роснефти», которая, по его словам, оказалась наиболее устойчивой в условиях кризиса благодаря ряду как производственных, так и финансовых факторов.

«У «Газпрома» есть существенный потенциал, который, однако, реализуется лишь в долгосрочном периоде. Перспективы «Башнефти» связаны с ее реструктуризацией, обещанной АФК «Система»», — добавляет А.Еремин.

Более развернутую оценку дает Д.Борисов. «Я полагаю, что в третьем-четвертом квартале динамика цен на нефть будет определяться не только ситуацией на финансовых рынках (как это наблюдалось в первом полугодии), но и появлением новых обоснованных прогнозов по ожидаемым срокам завершения рецессии в мировой экономике. Следует отметить, что конъюнктура на рынке углеводородного сырья оказывает прямое влияние на степень привлекательности проектов в upstream.

Однако связь между данными факторами является двухсторонней: в средне- и долгосрочной перспективе именно уровень «точки безубыточности» по новым проектам является определяющим для фундаментально оправданной динамики цен на нефть. Это связано с тем, что при не достижении ценами уровня LRMC (предельные маржинальные издержки) происходит снижение предложения, что приводит к разбалансировке мирового баланса по нефти и толкает цены вверх.

При этом следует помнить, что данный процесс является инерционным (временной лаг примерно один-три года), как следствие, неф-

тяные компании при планировании инвестиций в upstream должны оценивать риски недостижения уровня LRMC в краткосрочной перспективе. По моим оценкам, в настоящее время эта отметка в среднем по миру варьируется от \$65 до \$90 за баррель. Тот факт, что сегодня баррель «черного золота» торгуется в этом коридоре, существенно повышает вероятность того, что нефтяные котировки по-прежнему фундаментально будут зависеть от уровня спроса, а не предложения.

Также следует отметить, что возможности по оптимизации затрат у российских нефтяных компаний являются весьма ограниченными (достаточно сказать, что lifting costs, т.е. затраты на добычу для российских компаний, составляют около \$3 на баррель, в то время как суммарно НДС, экспортная пошлина и налог на прибыль — порядка \$40 (при цене Brent \$60 за баррель).

В целом, в кратко- и среднесрочной перспективе (до 2012 года) при ценах на нефть выше \$45 перспективы российской нефтяной промышленности весьма хорошие (рост добычи до 500 млн тонн в год за счет запуска восточносибирских проектов), а вот более отдаленное будущее туманно — процессы естественного истощения месторождений и неудовлетворительная ситуация с геологоразведкой вызывают опасения относительно долгосрочных перспектив развития отрасли».

Шерсть: своя и государственная

Пожалуй, наиболее емко резюмировал общее мнение Д.Лютягин, отметив, что сильнее всех за прошедшие полгода пострадал сегмент сервиса. «Также потери понес и «Газпром», в виде серьезнейшего падения добычи (-25% в первом полугодии) и экспорта (-39%). Другие игроки сектора (нефтяные компании) остались при своих», — подытожил аналитик. При этом государство, как отмечает Д.Лютягин, потеряло на пошлинах от падения цен на нефть куда больше самих недропользователей. Положительный итог? В краткосрочной перспективе — пожалуй, да. А вот даль-

Краткосрочные перспективы



Среднесрочные перспективы



Долгосрочные перспективы



ше пока все выглядит куда мрачнее. Хотя оценка долгосрочных перспектив в сухих шкалах графика слабее среднесрочной менее чем на одну десятую пункта.