

Нефтегазовый сектор

Уходящий год выдался непростым для мировых сырьевых площадок, и в первую очередь, для нефтяного рынка. Резкий спад мировой экономики во второй половине 2008 г. не мог не повлечь за собой снижение потребления энергоносителей, которое, однако, стало постепенно приходить в норму со II квартала 2009 г. Тогда же началось и повышение цен на сырье, что усилило интерес инвесторов к российской нефтегазовой отрасли. При этом Россия уже в августе 2009 г. вышла в мировые лидеры по объему добычи нефти, что свидетельствует о некотором восстановлении мирового спроса на ресурсы. В дальнейшем подобная тенденция, вероятно, будет лишь усиливаться, что может обеспечить отечественным эмитентам дополнительную фундаментальную привлекательность.

	ноя.09	Изменение за месяц	11 мес 09	Изменение к 11 мес 2008 г.
Добыча нефти, млн тонн	41,215	-3,2%	451,634	+1,0%
Экспорт нефти, млн тонн	19,471	-7,3%	223,859	+3,2%
Производство основных нефтепродуктов, млн тонн	14,751	+4,4%	159,816	-1,5%
Добыча газа, млрд кубометров	57,801	+3,3%	519,410	-14,5%
Экспорт газа, млрд кубометров	20,199	+20,6%	143,938	-16,1%

по данным Министерства энергетики РФ

	Значение на 24.12.2009 г.	Изменение за месяц	Изменение с начала 2009 г.
Цена на нефть марки Urals (данные Platts), \$/барр	73,01	-5,40%	+74,33%
Цена на нефть марки Brent (данные NYMEX), \$/барр	76,31	-0,20%	+62,36%
Цена на природный газ (данные NYMEX), \$/БТЕ	5,698	+19,40%	+2,78%
Отраслевой индекс ММВБ нефть и газ	2 496,15	-0,13%	+118,89%
Ставка экспортной пошлины, \$/тонна * :			
на сырую нефть	271,0	+17,21%	+127,54%
на светлые нефтепродукты	194,9	+15,94%	+110,48%
на темные нефтепродукты	105,0	+16,02%	+110,42%

* ставки, действующие с 1 декабря 2009 г.

Стоит отметить, что стоимость сырья в последнее время изменяется достаточно волатильно, что может приводить к краткосрочным колебаниям бумаг нефтегазовых компаний. Следовательно, для формирования взвешенного мнения относительно эмитентов необходимо проводить более глубокий их анализ, основанный далеко не только на динамике цен на сырье. Такой анализ обусловлен еще и тем, что 2009 г. многие бумаги различных секторов завершают неплохим приростом. То есть текущие рыночные котировки уже не настолько привлекательны для вхождения в рынок, как это было, скажем, в начале этого года, когда заметно подешевевшие акции практически гарантировали инвесторам доходность.

Таким образом, прежде чем говорить о привлекательности тех или иных бумаг, стоит обратить внимание на ряд факторов, которые могут повлиять на внутреннюю стоимость и котировки эмитентов.

Одним из основных факторов, определяющих положение нефтегазовых компаний, является госрегулирование отрасли. Действия российских властей, как правило, преследуют цели стимулирования добычи и переработки энергоносителей внутри страны путем снижения налоговой нагрузки на предприятия.

Из новых инициатив правительства, которые могут заметно сказаться на развитии отрасли, можно выделить обнуление с 1 декабря 2009 г. экспортных пошлин для 13-ти месторождений Восточной Сибири, к которым в 2010 г. могут присоединиться участки Красноярского края и Якутии. Оценку эффективности данных льгот затрудняет то, что срок их действия окончательно не определен.

Продолжаются разговоры о введении нулевой ставки НДС для малых нефтяных месторождений, разработка которых в дальнейшем будет становиться все более актуальной, поскольку крупнейшие участки, востребованные нефтяниками, постепенно истощаются.

Отдельно предлагается ввести льготы для богатых газовых месторождений Ямала, причем не ограничиваться специализированными налогами, а создать на полуострове особую экономическую зону. Это позволит газовым компаниям экономить также на налогах на прибыль и на имущество. В целом же создание благоприятных условий для ведения бизнеса поможет привлечь к партнерству иностранные компании с их капиталом и технологиями.

Кроме того, регуляторы с целью повышения глубины переработки нефти и модернизации НПЗ намерены унифицировать экспортные пошлины на светлые и темные нефтепродукты. Обсуждения идут уже достаточно давно, однако конкретных решений пока не принимается, несмотря на сильное лобби в лице крупнейших компаний сектора, имеющих развитые собственные нефтеперерабатывающие мощности.

Влияние налоговых изменений на деятельность компаний нефтегазового сектора:

	Газпром	Новатек	Роснефть	Лукойл	Сургут-нефтегаз	Газпром нефть	Татнефть	Башнефть
Нулевые экспортные пошлины для месторождений Восточной Сибири			+		+			
Инициативы введения нулевой ставки НДС для участков с запасами менее 10 млн тонн				+	+			+
Вероятное создание на Ямале особой экономической зоны	+	+						
Унификация экспортных пошлин на светлые и темные нефтепродукты			+	+		+	-	

* в таблице отмечены компании, для которых введение тех или иных мер является наиболее значимым

Большинство рассматриваемых норм пока являются лишь проектами, однако подвижки к их внедрению могут спровоцировать краткосрочный рост в бумагах заинтересованных эмитентов.

Помимо ситуации в секторе в целом, для формирования мнения о конкретных компаниях необходимо провести анализ различных аспектов их деятельности. Традиционные рыночные коэффициенты "цена / прибыль" (P/E) и "цена / объем продаж" (P/S) в текущей ситуации могут не вполне адекватно отражать состояние компаний, учитывая как заметное сокращение капитализации по сравнению с максимумами 2008 г., так и ухудшение финансовых результатов за последний год. На этом фоне особое значение приобретает уровень ликвидности компаний, а также способность эмитентов выдерживать существующую долговую нагрузку. Эффективность деятельности в нефтегазовом секторе хорошо характеризуется удельным показателем денежного потока от операционной деятельности (EBITDA), в рамках данного обзора рассчитываемым на 1000 добытых баррелей нефтяного эквивалента. Кроме того, привлекательность эмитентов увеличивается с возможностью инвесторов заработать на дивидендных выплатах. Эти и другие основные показатели компаний отрасли представлены в таблице в Приложении 1.

В настоящий момент одними из наиболее привлекательных бумаг российского нефтегазового сектора остаются акции **"Газпрома"**, которые по коэффициенту P/E приближены к среднерыночному значению. При этом котировки концерна по своей динамике с начала года заметно отстают как от других компаний отрасли, так и от рынка в целом. Это позволяет рассчитывать на рост капитализации компании в будущем, например, когда иностранные инвесторы начнут более уверенно вкладываться в российский рынок. В этом случае нерезиденты, разумеется, не обойдут своим вниманием монополиста, имеющего серьезную государственную поддержку.

С фундаментальной точки зрения следующий год для **"Газпрома"** может оказаться достаточно удачным, учитывая прогнозы повышения спроса на газ в Европе и активное развитие азиатского направления сбыта топлива. Кроме того, газовые компании в целом будут выигрывать от дальнейшего роста цен на газ на внутреннем рынке в процессе его либерализации.

В этой связи с точки зрения долгосрочных инвестиций привлекательным можно назвать независимого газового производителя **"Новатэк"**. Компания имеет все шансы выйти из кризиса с устойчивой рыночной позицией, поскольку сейчас активно наращивает ресурсную базу. Уже введенные месторождения и перспективные проекты на Ямале, в которых эмитент будет принимать участие совместно с иностранными партнерами, позволят **"Новатэку"** быстро нарастить выпуск газа при восстановлении спроса на топливо, не прибегая к значительным дополнительным затратам. Таким образом, несмотря на риски, связанные с попытками конкурировать с **"Газпром"**, потенциал роста капитализации компании достаточно высок. Однако в ближайшее время ожидать взлета акций **"Новатэка"** не приходится, принимая во внимание их существенный прирост с начала 2009 г.

Среди нефтяных компаний выделяется **"Лукойл"**, устойчиво удерживающий хорошие уровни по анализируемым показателям. Эмитент имеет наименьшее в секторе соотношение "цена / прибыль", что может говорить о его рыночной недооцененности относительно конкурентов. При этом, как и **"Газпром"**, компания традиционно интересна иностранным инвесторам, однако по динамике пока отстает от рынка. Не исключено, что спрос на эти акции возрастет в начале 2010 г., когда нерезиденты начнут формировать портфели на будущий год.

На фоне перспектив наращивания добычи нефти и газа, а также дальнейшего развития нефтепереработки, бумаги **"Лукойла"** представляются интересной идеей для различных периодов инвестирования. Стоит также отметить, что, согласно планам компании, к 2019 г. минимальная доля чистой прибыли, распределяемая в пользу акционеров, удвоится и достигнет 30%, то есть и без того достаточно высокая дивидендная доходность **"Лукойла"** будет расти.

На стороне еще одного крупнейшего представителя сектора, **"Роснефти"**, выступает достаточно высокая надежность эмитента, обеспеченная как масштабами деятельности, так и государственным участием, а также ликвидность бумаг, хорошо известных западным инвесторам и фондам. Тот факт, что **"Роснефть"** имеет самую высокую среди рассматриваемых эмитентов долговую нагрузку (по показателю "чистый долг / EBITDA"), оправдан наличием поддержки со стороны властей. Не стоит забывать, что компания обеспечивает стране устойчивый прирост добычи нефти после запуска крупнейшего проекта – Ванкорского месторождения – в конце лета 2009 г. Однако текущий уровень котировок компании уже достаточно высок, и при желании войти в бумаги **"Роснефти"**, имеет смысл дожидаться их коррекционного снижения.

Интерес рынка к **"Газпром нефти"** в среднесрочном периоде будет, вероятно, обусловлен ее взаимоотношениями с **"Газпром"** в части получения лицензий на месторождения и возможности проведения SPO, которое может состояться в 2010 г. На этом фоне на второй план могут отойти перспективы развития зарубежных проектов компании, в частности, разработки иракского месторождения Бадра, что позволит **"Газпром нефти"** существенно нарастить добычу. Впрочем, удельный показатель EBITDA эмитента уже сейчас один из лучших среди крупнейших российских компаний. Если **"Газпром нефти"** удастся снизить себестоимость добычи, это не останется незамеченным инвесторами, как только неопределенность вокруг дальнейшего положения компании в холдинге несколько рассеется.

С точки зрения дивидендных выплат традиционными фаворитами являются привилегированные акции **"Транснефти"**. Однако компания имеет достаточно обширную инвестпрограмму, затраты на которую уже фактически свели на нет преимущество высокого уровня ликвидных средств на балансе эмитента: соотношение чистого долга и денежного потока от операционной деятельности (EBITDA) уже достаточно долгое время держится выше единицы, что в целом не характерно для отечественного нефтегазового сектора. Кроме того, инвестпроекты компании начнут отдачу лишь через несколько лет, что не позволяет рассчитывать на повышенные выплаты акционерам в ближайшие годы. Таким образом, **"Транснефти"**, по сути, пока нечем компенсировать повышенные риски, связанные с обращением на рынке лишь ее привилегированных акций, что делает сравнение эмитента с другими компаниями сектора мало показательным.

Высокую дивидендную доходность обещают также привилегированные акции **"Сургутнефтегаза"**. Компания интересна еще и тем, что у нее отсутствует долговая нагрузка как ввиду низкого уровня самой задолженности, так и благодаря высокой доле ликвидных средств в активах. Тем не менее, для сторонних инвесторов более существенным фактором остается все же сильная закрытость компании, что несет в себе дополнительные риски ущемления их прав в случае возникновения спорных ситуаций. Таким образом, несмотря на привлекательность **"Сургутнефтегаза"** с точки зрения финансовых показателей, его бумаги не являются, на наш взгляд, яркой инвестиционной идеей в нефтегазовом секторе.

Из рассматриваемых компаний по показателю EBITDA в расчете на 1000 баррелей добычи заметно выделяется **"Татнефть"**, совокупный уровень добычи которой, однако, заметно ниже, чем у конкурентов. При этом опасения вызывают растущие операционные затраты компании, что стало ясно после оглашения предварительных итогов работы в III квартале. Впрочем, не исключено, что эмитенту удастся выровнять финансовые результаты в дальнейшем, и негативной тенденции все же не сформируется. В этой связи для более определенных выводов относительно бумаг эмитента стоит внимательно следить за выходящей отчетностью, которая будет представлена уже в начале 2010 г. Пока же ожидать активного роста от акций **"Татнефти"** не приходится, хотя бы исходя из динамики котировок с начала текущего года, а также заметой переоценки бумаг по показателю P/E.

Перспективы **"Башнефти"** стали более привлекательными, после того как АФК "Система" приобрела активы башкирского ТЭК. Новый собственник намерен создать на базе компании вертикально-интегрированный холдинг, однако о результатах данного начинания говорить еще рано. Скорее всего, в первой половине 2010 г. акции **"Башнефти"** будут интересны, в основном, спекулятивно настроенным инвесторам, и то при условии нисходящей коррекции бумаг, которые продемонстрировали максимальный прирост в секторе с начала 2009 г.

* * *

Способность эмитентов нефтегазового сектора увеличивать свою капитализацию во многом обусловлена перспективами прироста добычи компаний. Однако этот фактор может отразиться на рынке, скорее, в долгосрочной перспективе по мере восстановления спроса на энергоносители. С этой точки зрения, в 2010 г. достаточно привлекательно могут выглядеть газовые компании, поскольку потребность европейских стран в "голубом топливе" увеличивается, а прирост доходов от продаж на внутреннем рынке может быть обеспечен за счет повышения цен реализации. Среди нефтяных компаний, вероятно, будут востребованы эмитенты, чей бизнес достаточно диверсифицирован и включает не только добывающие, но и перерабатывающие мощности.

В среднесрочной перспективе можно ожидать, что при принятии инвестиционных решений возрастет роль фактора дивидендных выплат. Однако стоит помнить о том, что высокая дивидендная доходность у российских эмитентов зачастую сопряжена с дополнительными рисками, касающимися, например, корпоративного управления.

За последний год котировки акций нефтегазовых компаний продемонстрировали неплохой прирост, в большинстве своем опережающий как динамику российского рынка в целом, так и повышение бумаг основных зарубежных аналогов. Таким образом, покупка акций отечественных эмитентов станет более привлекательной, если цены несколько снизятся. Исключение составляют бумаги **"Газпрома"** и **"Лукойла"**, заметно отстающие от рынка, что может усилить интерес к ним зарубежных инвесторов и привести к росту котировок в начале следующего года при сохранении благоприятной конъюнктуры на внешних рынках.

Приложение 1. Обзор основных показателей эмитентов нефтегазового сектора на 24.12.2009 г.

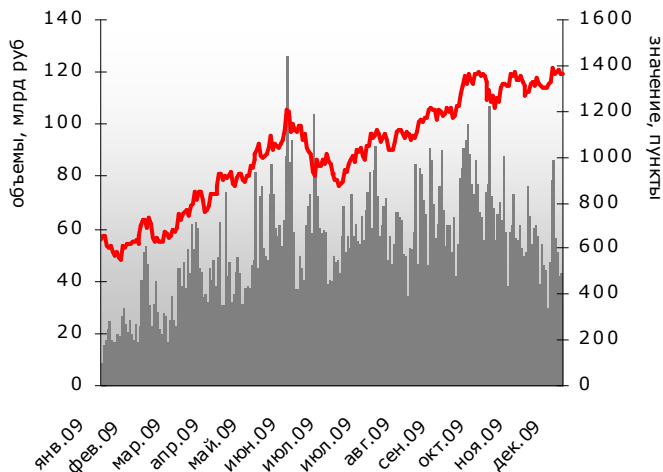
Эмитент	Изменение котировок с начала 2009 г.	Чистый долг, млн руб	Чистый долг / EBITDA	Доля ликвидных средств в активах	P / E	P / S	P / E на 19.05.08 *	P / S на 19.05.08 *	EBITDA на 1000 барр добычи, руб	Дивидендная доходность **	Период отчетности
Газпром	62,21%	1 298 642	1,10	0,05	9,16	1,26	11,39	3,19	0,42	0,55%	6мес09 МСФО
Новатэк	234,73%	30 919	0,98	0,02	26,43	6,47	29,55	9,51	0,17	1,09%	9мес09 МСФО
Лукойл	63,87%	259 967	0,60	0,02	7,67	0,49	8,11	1,02	0,57	7,01%	9мес09 US GAAP
Роснефть	118,00%	587 821	1,47	0,02	11,25	1,57	7,73	2,05	0,53	1,13%	9мес09 US GAAP
Газпром нефть	155,04%	157 773	0,95	0,04	8,70	0,95	6,77	1,29	0,72	3,94%	9мес09 US GAAP
Транснефть (ап)***	238,99%	201 861	1,09	0,20	-	-	-	-	-	22,77%	6мес09 US GAAP
Сургутнефтегаз	64,38%	-329 468	-2,11	0,27	9,11	2,37	12,20	1,84	0,43	2,60%	9мес09 РСБУ
Сургутнефтегаз (ап)	136,42%	-329 468	-2,11	0,27	9,11	2,37	12,20	1,84	0,43	7,48%	9мес09 РСБУ
Татнефть	147,80%	39 448	0,75	0,08	18,42	0,86	16,65	0,97	2,87	1,57%	6мес09 US GAAP
Татнефть (ап)	236,43%	39 448	0,75	0,08	18,42	0,86	16,65	0,97	2,87	3,17%	6мес09 US GAAP
Башнефть	291,91%	-9 557	-0,53	0,09	24,42	1,64	3,97	0,51	0,09	1,25%	9мес09 РСБУ
Башнефть (ап)	411,64%	-9 557	-0,53	0,09	24,42	1,64	3,97	0,51	0,09	2,33%	9мес09 РСБУ

* показатели P/E и P/S с учетом капитализации компаний на дату исторического максимума индекса ММВБ 19 мая 2008 г.;

** дивидендная доходность рассчитана, исходя из средней за последние несколько лет доли чистой прибыли, направляемой на дивиденды, и текущих рыночных котировок акций;

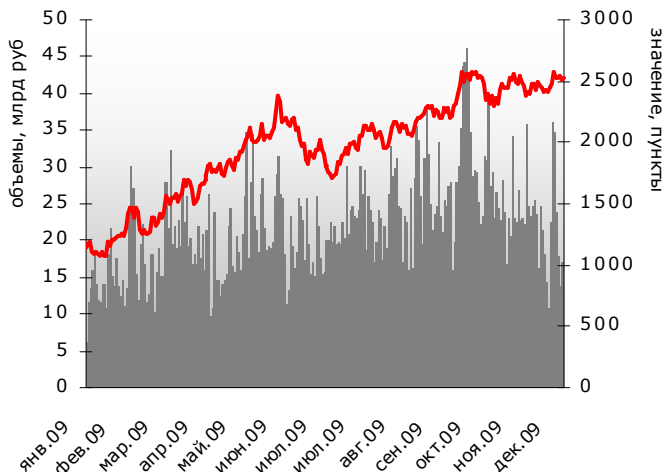
*** для "Транснефти" не рассчитываются рыночные коэффициенты, поскольку обыкновенные акции компании не торгуются, что затрудняет определение капитализации эмитента. Специфика деятельности компании также делает неактуальным показатель EBITDA в расчете на 1000 баррелей добытой нефти.

Индекс ММВБ



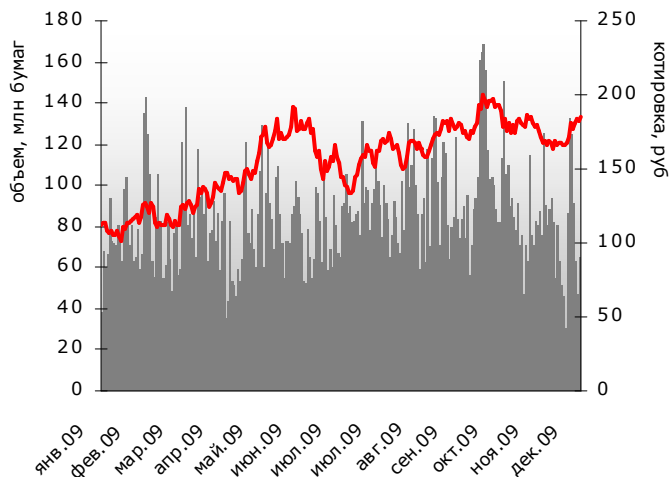
Значение на 24.12.09 г.	Изменение за неделю	Изменение за месяц	Изменение за квартал	Изменение за полгода	Изменение с начала 2009г
1 351,19	-1,26%	1,51%	14,77%	37,20%	118,10%

Индекс ММВБ нефть и газ



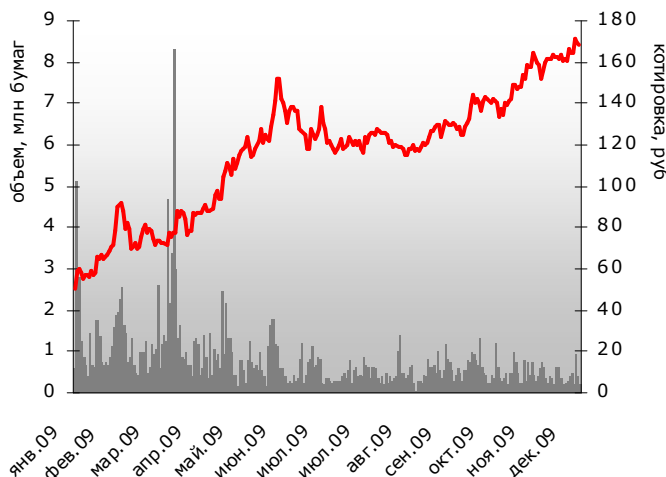
Значение на 24.12.09 г.	Изменение за неделю	Изменение за месяц	Изменение за квартал	Изменение за полгода	Изменение с начала 2009г
2496,15	-1,31%	-0,13%	13,12%	29,22%	118,89%

Газпром (GASP)



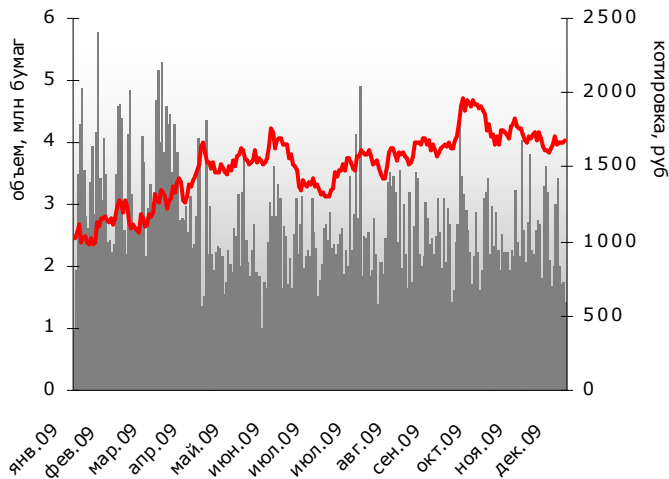
Цена на 24.12.09 г.	Изменение за неделю	Изменение за месяц	Изменение за квартал	Изменение за полгода	Изменение с начала 2009г
180,99 р	2,25%	2,89%	2,20%	22,08%	62,21%

Новатэк (NOTK)



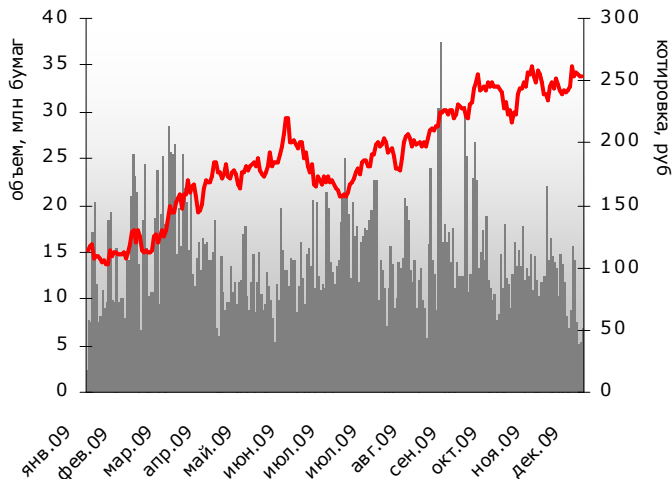
Цена на 24.12.09 г.	Изменение за неделю	Изменение за месяц	Изменение за квартал	Изменение за полгода	Изменение с начала 2009г
167,7 р	1,78%	4,77%	29,10%	34,36%	234,73%

Лукойл (LKON)



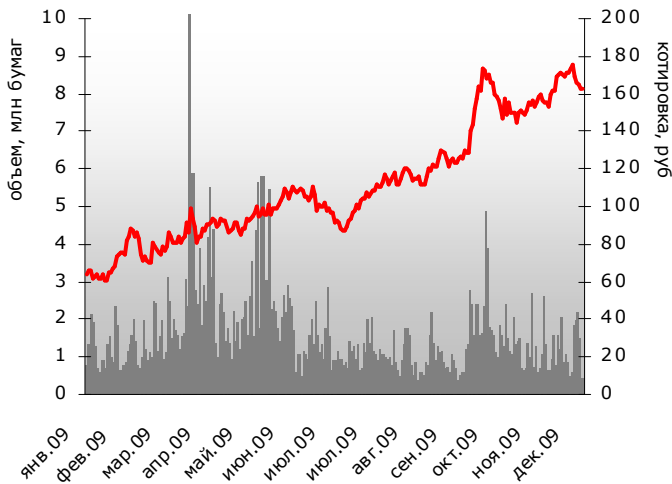
Цена на 24.12.09 г.	Изменение за неделю	Изменение за месяц	Изменение за квартал	Изменение за полгода	Изменение с начала 2009г
1 665,06 р	0,57%	-3,26%	5,65%	19,79%	63,87%

Роснефть (ROSN)



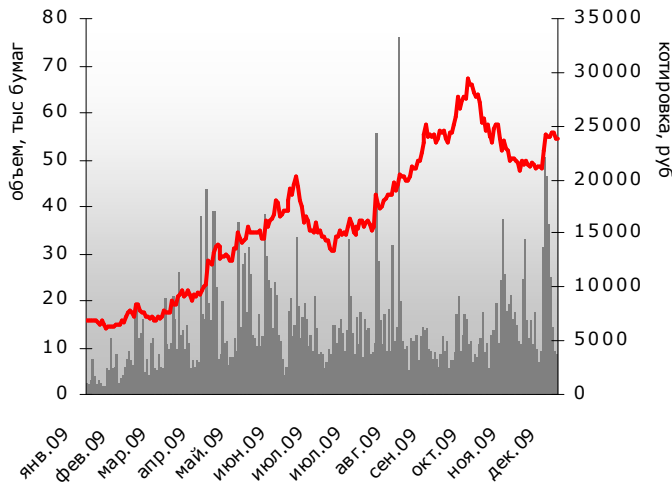
Цена на 24.12.09 г.	Изменение за неделю	Изменение за месяц	Изменение за квартал	Изменение за полгода	Изменение с начала 2009г
249,0 р	-1,77%	-2,10%	12,90%	46,68%	118,00%

Газпром нефть (SIBN)



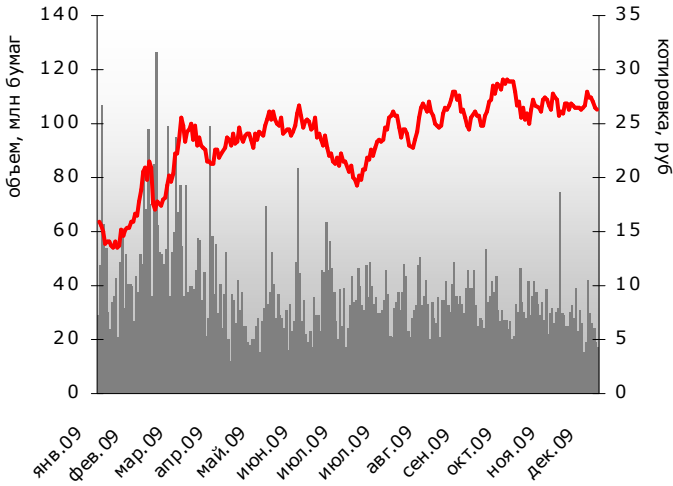
Цена на 24.12.09 г.	Изменение за неделю	Изменение за месяц	Изменение за квартал	Изменение за полгода	Изменение с начала 2009г
163,99 р	-3,13%	2,49%	33,30%	63,99%	155,04%

Транснефть, ап (TRNFP)



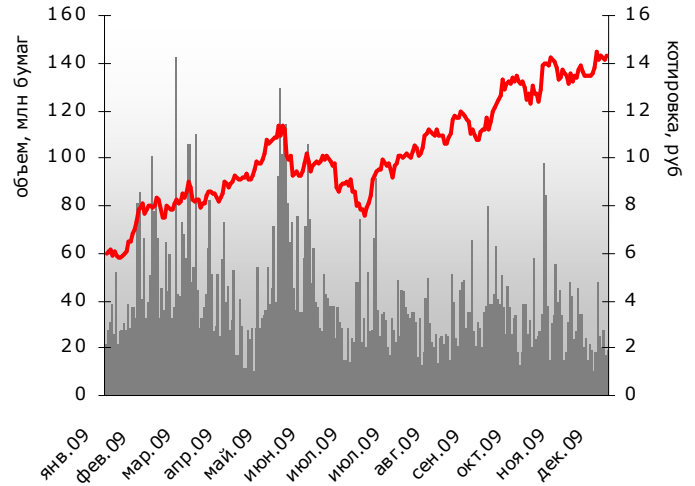
Цена на 24.12.09 г.	Изменение за неделю	Изменение за месяц	Изменение за квартал	Изменение за полгода	Изменение с начала 2009г
23 389,9 р	-2,74%	7,06%	-3,15%	44,75%	238,99%

Сургутнефтегаз (SNGS)



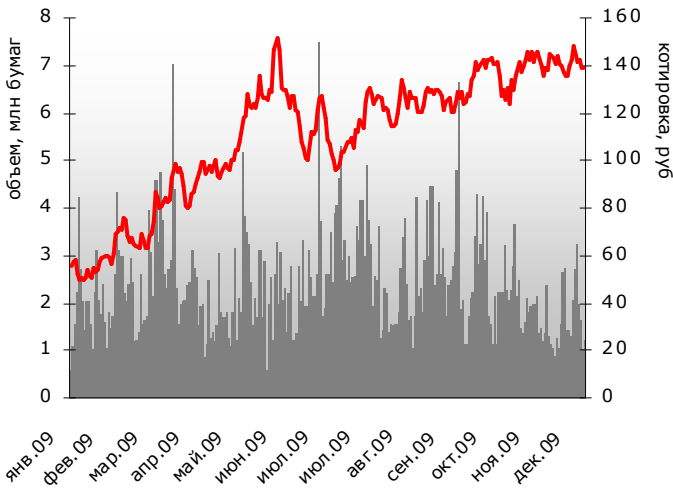
Цена на 24.12.09 г. 26,11 р
Изменение за неделю -4,71%
Изменение за месяц -4,74%
Изменение за квартал 5,22%
Изменение за полгода 21,23%
Изменение с начала 2009г 64,38%

Сургутнефтегаз, ап (SNGSP)



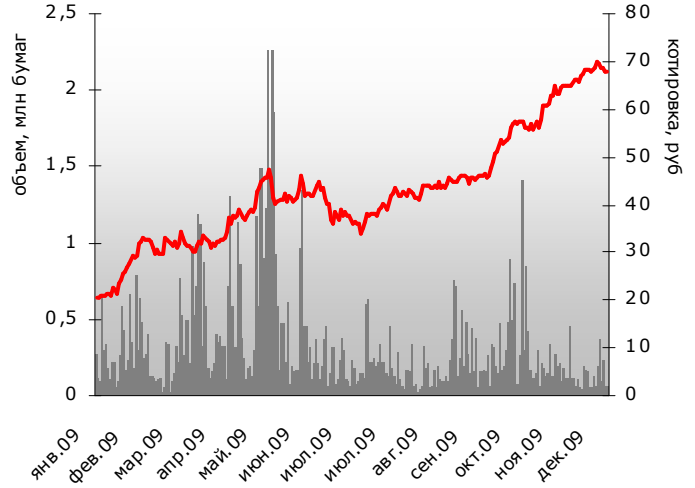
Цена на 24.12.09 г. 14,08 р
Изменение за неделю -0,51%
Изменение за месяц 3,92%
Изменение за квартал 30,31%
Изменение за полгода 58,19%
Изменение с начала 2009г 136,42%

Татнефть (TATN)



Цена на 24.12.09 г. 138,25 р
Изменение за неделю -4,72%
Изменение за месяц -2,98%
Изменение за квартал 14,68%
Изменение за полгода 24,21%
Изменение с начала 2009г 147,80%

Татнефть, ап (TATNP)



Цена на 24.12.09 г. 68,53 р
Изменение за неделю -1,38%
Изменение за месяц 5,45%
Изменение за квартал 51,08%
Изменение за полгода 81,83%
Изменение с начала 2009г 236,43%

**Брокерская фирма
"Ленстройматериалы"**

191186, Санкт-Петербург
ул. Миллионная, д.8.
тел. 325-96-96 (доб. 6226)
<http://www.brok.ru>

Аналитические исследования

Руководитель аналитического подразделения

Черных Ольга olgac@brok.ru

Аналитики:

Евдокиенко Василий
Белова Екатерина

evdokienko@brok.ru
belova@brok.ru

Сведения, содержащиеся в настоящем обзоре, имеют только информационное значение и не могут рассматриваться как предложение о совершении сделок на финансовом рынке. Представленная аналитическая информация отражает исключительно собственное мнение аналитиков, участвовавших в его составлении, которое может не совпадать с мнением БФ «Ленстройматериалы».

Информация, на которой основан обзор, получена из открытых источников, которые мы считаем надежными, тем не менее, БФ «Ленстройматериалы» и авторы обзора не несут ответственности за её достоверность и полноту, а также за убытки, возникшие в связи с использованием содержащейся в документе информации. При принятии инвестиционного решения, необходимо помнить, что инвестирование в ценные бумаги сопряжено с риском, в связи с чем инвесторам необходимо провести самостоятельный анализ ситуации и объектов инвестирования.
