



Обзор компаний нефтегазового сектора



Содержание

Рынок нефти и газа	3
Финансовое состояние компаний нефтегазового сектора.....	3
Газпром.....	4
Новатэк.....	5
Лукойл.....	6
ТНК-ВР	7
Газпромнефть.....	7
Татнефть.....	8
АльянсОйл.....	9
Налоговое регулирование и тарифицирование.....	10
Анализ рынка еврооблигаций российских нефтегазовых компаний.....	11
Приложение	14

Рынок нефти и газа

За 2010 год нефть Urals выросла на 16,75% и достигла по итогам года уровня в 92,2\$/баррель. Среди основных причин роста цен в 2010 году мы выделяем:

- ✓ проведение «сверхмягкой» монетарной политики в развитых странах, и как следствие, избыточный объем ликвидности на финансовых рынках;
- ✓ рост спроса, в первую очередь, со стороны развивающихся экономик, прежде всего Китая.

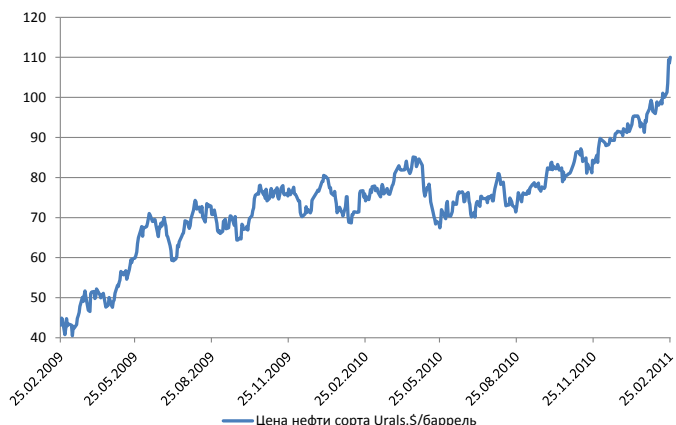
Мы полагаем, что отмеченные факторы останутся решающими для рынка нефти и в 2011 году. По нашему мнению, первую половину 2011 года монетарная политика США и Европы останется «мягкой»: низкие процентные ставки и QE2 будут способствовать сохранению высокого уровня ликвидности на рынках. В этих условиях спекулятивный фактор роста цены на нефть останется ключевым. По мере восстановления экономики и ускорения инфляции, стимулирующие программы в развитых странах будут свернуты. Реакцией на это может стать коррекция цены на нефть в 15-20%. Мы не ожидаем, что это произойдет раньше конца третьего – начала четвертого квартала 2011 года. При этом наш прогноз по среднегодовой цене на 2011 год -100-105\$/баррель.

Резкий взлет цен на нефть в феврале 2011 года мы связываем исключительно с геополитическим фактором – волной революций, накрывших Ближний Восток и Северную Африку. Нестабильность в регионе может сохраниться еще несколько месяцев, что приведет к высокой волатильности на сырьевом рынке, а цена на нефть вряд ли опустятся ниже 100\$/баррель.

Цены спот на газ значительно выросли в конце 2010 года. В результате, давление, которое оказывалось на Газпром в 2009-2010 годах в связи со значительным превышением контрактных цен для европейских стран и ценами спот на газ, постепенно ослабнет. Сейчас средняя цена на газ, поставляемый странам Европы Газпромом, составляет 325\$/тыс. м³, в то время как цена спот на газ на 28 февраля в Европе составила 357\$/тыс. м³.

Мы полагаем, что цена спот на газ в 2011 году останется на довольно высоком уровне, в связи с восстановлением потребления в Европе и высокими ценами на нефть. В этой связи Газпром может оказаться в выигрыше, что приведет к улучшению его финансовых результатов в 2011 году.

Цена на нефть сорта Urals, \$/баррель



Финансовое состояние компаний нефтегазового сектора

На фоне постепенного роста мировой экономики и цен на нефть, в 2010 году компании нефтегазового сектора в целом улучшили операционные и финансовые показатели по сравнению с 2009 годом. За счет роста денежных потоков от операционной деятельности кредитные профили компаний значительно улучшились, а спреды к «бэнчмарку» долгового рынка – суверенным бумагам России - снизились.

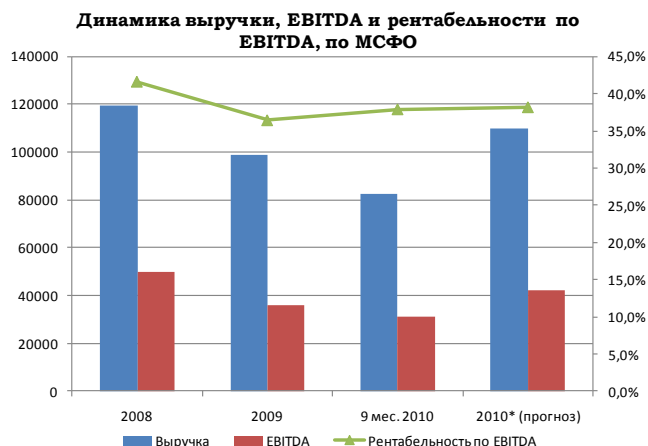
По итогам 3 кварталов 2010 года выручка Газпрома увеличилась на 15,2% относительно 3 кварталов 2009 года и составила \$82,48 млрд. При этом выручка от продаж газа в Европу и другие страны снизилась за год на 8,22% до \$31,36 млрд. главным образом за счет снижения объема поставок. Тем не менее, падение выручки от продаж газа в дальнее зарубежье было нивелировано ростом выручки от продаж газа внутри страны – на 34,19% и странам СНГ – на 27,60%. Мы ожидаем, что по итогам 2010 года выручка компании не превысит \$110 млрд., в то время как по итогам 2008 года Газпром заработал \$119,73 млрд.

EBITDA Газпрома по итогам 9 месяцев 2010 года составила \$31,27 млрд., что выше показатель EBITDA на 26,4% за аналогичный период предыдущего года. Мы ожидаем, что по итогам 2010 года EBITDA Газпрома составит около \$42 млрд., в то время как за 2008 год EBITDA компании составила \$49,8 млрд. Рентабельность по EBITDA Газпрома хоть и находится выше уровня 2009 года, пока не превысила уровень 2008 года, когда показатель составлял 41,6%.

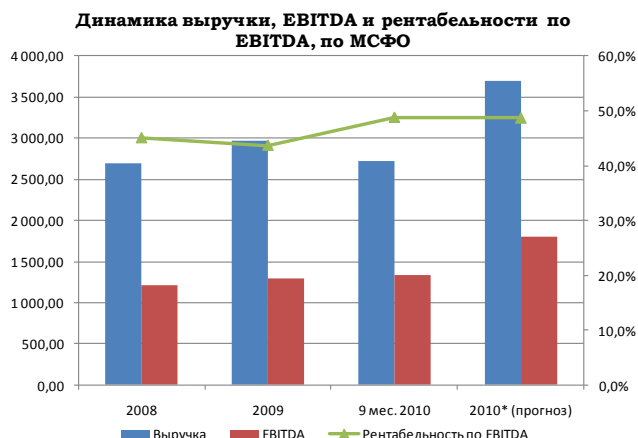
В 3 квартале за счет роста денежных потоков от операционной деятельности, компания смогла снизить свою долговую нагрузку и улучшить показатели покрытия долга. С начала года финансовый долг компании сократился на 20% с \$53,2 млрд. до \$42,3 млрд. Если смотреть на структуру финансового долга, то доля краткосрочных обязательств в общем объеме составила 20%, при этом на начало года доля была равна 26%. Данное снижение было обусловлено поэтапным погашением «коротких» долгов.

За счет роста ликвидных активов компании, чистый долг сократился на 30% по сравнению с началом года и составил \$32 млрд. Если рассматривать показатели долговой нагрузки, применительно к результатам деятельности, то получается, что отношение Финансовый долг/EBITDA снизилось с начала года с 1,48 до 0,76, а Чистый долг/EBITDA на конец 3 квартала составил 0,57 против 1,25 на начало года. В целом мы считаем данную долговую нагрузку оптимальной для компании, и видим в течение 2011 года отношение Финансовый долг/EBITDA в пределах от 1,0-1,1.

В ноябре 2010 года совет директоров «Газпрома» утвердил инвестиционную программу на 2011 год в объеме \$26,8 млрд., что на \$2,9 млрд. меньше показателей за 2010 год. Таким образом, инвестиции сократятся на 9,8%. Капитальные вложения компании в 2011 году уменьшатся на 2,9% до \$24 млрд. против \$24,7 млрд. в 2010 году. В прошлом году 65,4% инвестиций пришлось на строительство транспортной инфраструктуры. Еще порядка 30,3% - на разведку и обустройство месторождений по добычи газа. Крупнейшей статьей расходов по данному направлению является проект освоения Бованенковского ГKM – \$6,82 млрд. (обустройство месторождения, газопровод и железная дорога); за ними следует строительство газопровода Сахалин-Хабаровск-Владивосток (\$3,57 млрд.) и газопровод Грязовец-Выборг, по которому газ пойдет в Nord Stream (\$2,97 млрд.). Свои инвестиционные расходы Газпром планирует профинансировать, как за счет собственных средств, так и за счет заемных, которые в 2011 году запланированы в объеме \$3 млрд.



Выручка Новатэка по итогам 3 кварталов 2010 года составила \$2,73 млрд. При этом относительно предыдущего года выручка выросла на 36,9%. В 2009-2010 годах Новатэк оказался в более выгодном положении, чем Газпром. Около 70% продаж компании пришлось на внутренний рынок, выручка от которых увеличилась на 27%. Заметим, что Новатэк в кризис выглядел значительно лучше Газпрома. Так по итогам 2009 года Новатэк увеличил выручку на 10,3%, в то время как выручка Газпрома за этот же период снизилась на 17,4%. Мы ожидаем, что выручка Новатэка по итогам 2010 года составит около \$3,70 млрд.



Показатель EBITDA у Новатэка за 9 месяцев прошлого года составил \$1,33 млрд., что больше значения EBITDA за весь 2009 год - \$1,30 млрд. По итогам 9 месяцев 2010 года рентабельность по EBITDA у Новатэка составила 48,8%, что превысило аналогичный показатель за 2008 и 2009 год (45% и 43,7% соответственно). В целом финансовые показатели Новатэка продемонстрировали более лучшую динамику, чем аналогичные показатели Газпрома.

В 2010 году долговая нагрузка компании оставалась относительно низкой. За 9 месяцев 2010 года финансовый долг компании снизился на 10,0% до \$1,1 млрд. Снижение финансового долга было связано с погашением краткосрочной задолженности, которая снизилась на 25% до \$347 млн. Таким образом, доля краткосрочной задолженности в общей сумме долга снизилась до 30%. Рост денежного потока от операционной деятельности привел к увеличению остатков денежных средств на счетах, в результате чистый долг компании сократился на 21% и составил \$718 млн.

Показатель покрытия долга компании находится на комфортном уровне. Коэффициенты Финансовый долг/EBITDA и Чистый долг/EBITDA по итогам трех кварталов 2010 года снизились до уровней 0,47 и 0,3 соответственно. В январе 2011 года компания разместила крупный облигационный заем в размере \$1,5 млрд. для финансирования сделки с Газпромом по приобретению газового месторождения ОАО «СеверЭнергия». Однако даже после размещения данного займа мы прогнозируем в 2011 году долговую нагрузку не выше Газпрома.

По итогам 9 месяцев 2010 года капитальные расходы Новатэка составили около \$650 млн., в то время как за весь 2009 год компания потратила около \$600 млн. По предварительным данным, инвестиционная программа Новатэка в 2010 году оказалась в районе \$800 млн. Основным приобретением стала покупка 50%-й доли газового месторождения ОАО «СеверЭнергия» за \$900 млн.

Компания планирует увеличить в 2011 году свою внешнюю инвестиционную программу примерно на 12% до \$900 млн., без учета приобретений, которые компания планирует совершить в России. Общий объем программы еще не утвержден, но ее темп роста, вероятно, будет соответствовать темпам роста добычи газа. Предполагаемые капитальные расходы компания сможет полностью профинансировать за счет операционного денежного потока, остатка денежных средств или за счет уже привлеченных средств, не прибегая к новым заимствованиям в 2011 году.

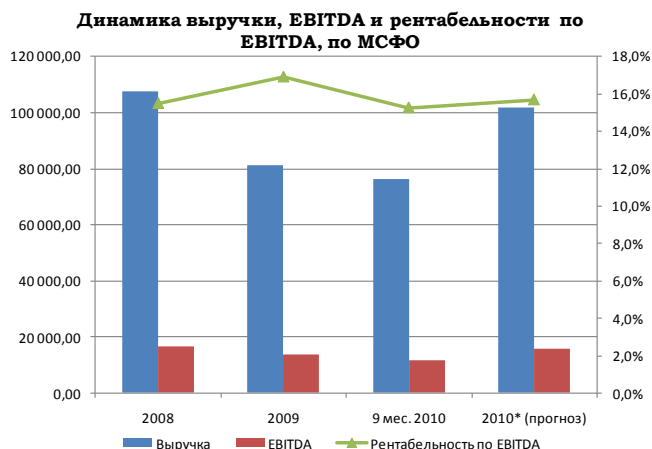
Выручка Лукойла по итогам 9 месяцев 2010 года составила \$76,27 млрд., что выше на 34,3% по сравнению с аналогичным периодом прошлого года. Увеличение доходов компании было обеспечено, главным образом, за счет роста экспортных поставок нефтепродуктов. Показатель EBITDA у Лукойла вырос примерно на 12% и достиг \$11,64 млрд. Мы прогнозируем, что по итогам 2010 года выручка компании окажется близкой к уровню 2008 года (\$107 680 млн.), но вряд ли сможет превысить его.

Заметим, что по итогам 3 кварталов 2010 года Лукойл стал лидером среди всех нефтяных компаний по сгенерированному свободному денежному потоку. За 9 месяцев свободный денежный поток (FCF) Лукойла составил около \$7 млрд. Это показывает, что новая стратегия Лукойла по максимизации денежного потока работает успешно.

Общий финансовый долг компании по состоянию на 30 сентября составил \$10,6 млрд. и с начала этого года снизился на 7%. При этом основной тенденцией в изменении долга стало то, что доля «коротких» долгов выросла с 18% до 31%. Это напрямую связано с привлечением в августе кредита на \$1,5 млрд. сроком на год для финансирования выкупа собственных акций. Чистый долг из-за заимствований для покупки акций у Сопосо составил \$7,5 млрд. Однако, в ноябре за счет привлечения средств от размещения еврооблигаций, часть долга в размере \$1 млрд. была погашена.

Согласно отчетности, отношение Долг/EBITDA, несмотря на рост финансового долга, находится на низком уровне по сравнению с другими компаниями сектора и равен 0,59. Показатель чистый долг/EBITDA, равный 0,44, также находится на комфортном уровне для компании и по сравнению с концом 2009 г. снизился на 0,1. Ситуация с обслуживанием долга не внушает опасений – коэффициент EBITDA/Процентные платежи находится на уровне 21,0.

Согласно представленной отчетности за 3-й квартал инвестиционные затраты компании составили \$4,6 млрд. При этом на капитальные расходы приходится более 90% всех затрат. В конце ноября прошлого года Совет директоров ОАО "ЛУКОЙЛ" одобрил инвестиционную программу на 2011-2013 год. Общий объем программы составляет \$10 млрд. Инвестиции в геологоразведку и добычу, согласно трехлетнему плану, составят до 80% от общего объема инвестпрограммы, в переработку и сбыт - до 20%. Так же продолжится работа по созданию единого научно-проектного комплекса. Кроме того, инвестиции будут направлены на создание единых инжиниринговых центров в бизнес-сегментах "Геологоразведка и добыча" "Переработка и сбыт" и "Электроэнергетика".



В 2009 году падение выручки компании оказалось одним из наибольших в отрасли (после компании Альянс Ойл) и составило 33,0%.

За 2010 год выручка компании составила \$44,65 млрд., что на 28,5% выше уровня 2009 года, однако все еще ниже 2008 года, когда компания заработала \$51,89 млрд. В то же время, показатель EBITDA составил \$10,16 млрд., что выше аналогичного показателя за 2008 год и 2009 годы, когда EBITDA составила \$9,94 млрд. и \$7,91 млрд. соответственно.

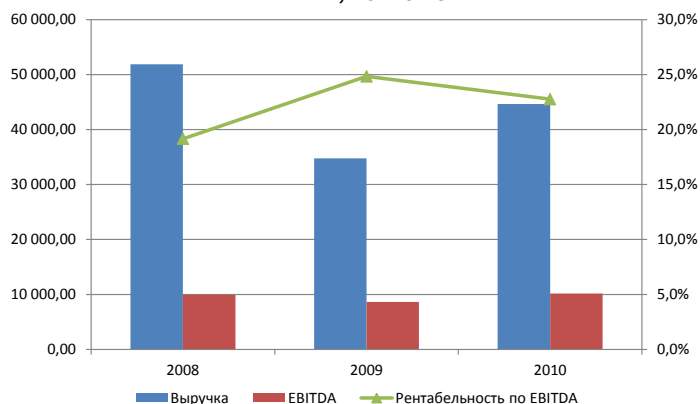
За 2010 год совокупный долг компании вырос всего на \$111 млн. или на 1,6% по сравнению с началом года и составил \$7,129 млрд. Структура долга незначительно улучшилась. Доля краткосрочной задолженности в совокупном объеме долга снизилась до 14,7%, по сравнению с 20,3% на конец 2009 года. За счет более чем двукратного роста денежных средств, чистый долг сократился до \$5,3 млрд., благодаря чему Чистый долг/EBITDA удалось снизить с 0,71 на конец 2009 г. до 0,52 по итогам 2010 г. Финансовый долг/EBITDA на конец года снизился на 0,7 по сравнению с 0,81 на начало года, за счет роста последней.

Инвестиционные затраты компании в 2010 году, составили около \$4,4 млрд. (из них \$3,3 млрд. – в разведку и добычу), а уже к 2013 году они запланированы на уровне \$5 млрд. ТНК-ВР намерена в первую очередь увеличивать инвестиции в месторождения на Ямале. В 2011 году в этот регион планируется направить порядка \$800 млн., в 2013 году – уже \$1,5-1,8 млрд. Данный проект обеспечит поддержание и рост добычи углеводородов ТНК-ВР уже через несколько лет. Кроме того, ТНК-ВР в 2010 году реализовала свои давние планы – вышла на международную арену, договорившись о покупке у ВР активов во Вьетнаме и Венесуэле. Сейчас с большой долей уверенности можно говорить, что ТНК-ВР удастся закрыть сделки по покупке в первом полугодии.

Так же компания ставит перед собой еще одну амбициозную задачу – стать одним из крупнейших независимых производителей газа. Газовая составляющая увеличится за счет развития имеющихся активов – "Роспана", газового бизнеса в Оренбургском регионе, партнерства с "СИБУРОм" в Западной Сибири, строительства новых объектов Нижневартовской ГРЭС.

Еще один важный фактор – рост инвестиций в инновации. В 2010 году компания освоила примерно \$110 млн. в этом направлении. В 2011 году инвестиции в инновации будут примерно на том же уровне.

Динамика выручки, EBITDA и рентабельности по EBITDA, по МСФО

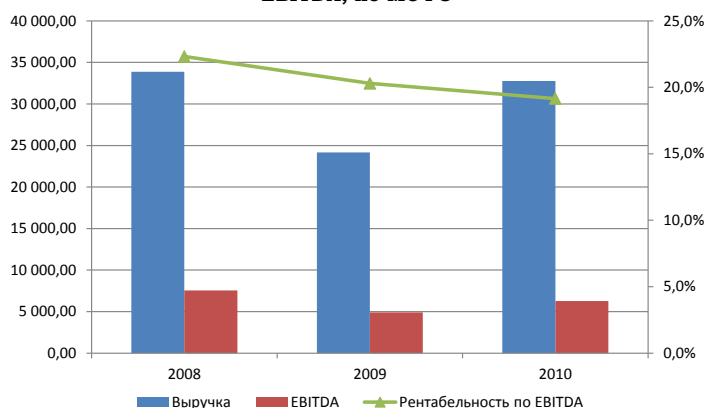


Газпромнефть

Опубликованная финансовая отчетность Газпромнефти за 2010 год показывает, что ни выручка, ни EBITDA не достигли уровней 2008 года, когда выручка компании составляла \$33 870 млн., в EBITDA – \$7 558 млн., в то время как по итогам прошедшего года показатели равнялись \$32 772 млн. и \$6 277 млн. соответственно.

Компания в 2010 году в основном занималась покупкой Sibir Energy, с чем и связан рост долговой нагрузки.

Динамика выручки, EBITDA и рентабельности по EBITDA, по МСФО



Согласно отчетности за 2010 год, совокупный долг компании вырос на 57% до \$6,6 млрд. Однако рост объемов продаж позволило снизить отношение Долг/EBITDA до 1,0 по итогам 2010 года, с 1,3 в 2009 г. Структура долга остается вполне комфортной – доля краткосрочных обязательств относительно невысока и составляет около 20%, а в 2009 – 34%. Также лучше, чем годом ранее, выглядит ситуация и с обслуживанием долга – коэффициент покрытия процентных платежей вырос до 20. А судя по динамике роста выручки и снижения затрат, даже с учетом роста долговой нагрузки в 2011 году, отношение долга к EBITDA будет колебаться в пределах 1,0-1,3.

По результатам инвестиционной деятельности можно отметить основной купленный актив Sibir Energy, который контролирует Московский НПЗ. В первой половине февраля 2011 компания заявила, что контролирует 77% капитала завода. В общей сложности затраты компании по этой сделке составили \$3,2 млрд., которая растянулась на 10 лет.

За 2010 год затраты по инвестиционной деятельности составили \$4,9 млрд., что практически равно результатам 2009 года. В 2011 году на инвестиции компания планирует увеличить свои инвестиционные затраты. Основные направления капвложений – модернизация своих НПЗ в свете изменения налоговой нагрузки на нефтеперерабатывающий сегмент бизнеса нефтяных компаний (в частности производство продуктов с более высокой добавленной стоимостью), а также новые приобретения и развитие уже ранее приобретенных активов. Согласно принятой стратегии НОКР на 2011-2013 годы компания планирует выделить на это направление инвестиции в объеме около \$23 млн.

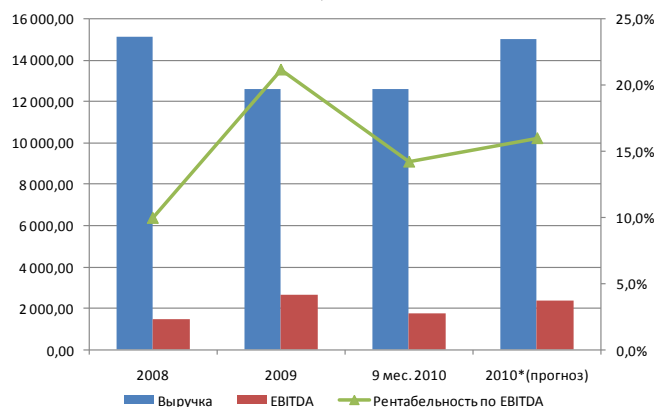
Татнефть

Доходы Татнефти показали наибольшую устойчивость в кризис. Так, по итогам 2009 года выручка компании снизилась всего на 17,0%, в то время как у остальных нефтяных компаний снижение в среднем составило 31%. Однако, в 2010 году темпы восстановления Татнефти – наименьшие в отрасли. Выручка компании по итогам 3 кварталов 2010 года составила \$11,12 млрд., что почти на 23% выше, чем за аналогичный период предыдущего года. В то же время Татнефть – единственная среди нефтяных компаний, чей показатель EBITDA продемонстрировал снижение за 9 месяцев 2010 года относительно аналогичного периода 2009 года. Снижение составило около 18,6%, EBITDA опустилась до \$1,79 млрд. Снижение операционной прибыли было вызвано значительным ростом себестоимости, в частности ростом налоговых платежей (экспортных пошлин и НДС) на 49,3%.

Отметим и тот факт, что Татнефть имеет отрицательный свободный денежный поток, который за 9 месяцев 2010 года составил около минус \$530 млн. Это связано с масштабными инвестициями, в первую очередь, в строительство нового НПЗ в Нижнекамске.

Структура долга компании по результатам 9 месяцев 2010 года по сравнению с началом года претерпела значительные изменения. Доля краткосрочного долга в совокупном объеме снизилась с 81% до 27% и составила \$1,1млрд. Этому способствовал процесс рефинансирования долговых обязательств, проведенный компанией в течение 2010 года. В частности 20 сентября компания выпустила биржевой облигационный займ на 5 млрд. рублей, за счет которого смогла погасить наиболее дорогие и короткие обязательства. Всего компания в этом году планирует разместить облигаций на 50 млрд. руб. Кроме того, в июле прошлого года компания привлекла выгодный

Динамика выручки, EBITDA и рентабельности по EBITDA, по МСФО



синдицированный кредит на \$2 млрд., что также позволило улучшить качество долговых обязательств.

Согласно отчетности на 1.10.2010 уровень отношения долга компании к EBITDA равно 2,1 (данное отношение ограничено наложенными ковенантами, согласно взятыми на себя обязательствами), а отношение чистого долга к EBITDA равно 1,7. С начала 2010 года долговая нагрузка компании выросла в среднем на 90%. Это связано с реализацией масштабной инвестиционной программы по строительству НПЗ в Нижнекамске. При этом по сравнению с другими нефтяными компаниями уровень обязательств находится на относительно высоком уровне. Например, по сравнению с Лукойлом, отношение Долг/ EBITDA превышает в 2 раза. Правда, по нашему мнению, столь высокое отношение вызвано, в том числе с низкой рентабельностью деятельности, по сравнению с аналогичными компаниями. Это связано с более высокими затратами, вызванными отсутствием необходимых мощностей для подготовки продукции с более высокой добавленной стоимостью. После окончания строительства НПЗ, скорее всего, уровень долга снизится, а рентабельность деятельности значительно вырастет.

В целом мы отмечаем консервативную и стабильную политику управления долгом компании со стороны ее руководства.

Всего по предварительной информации в 2010 году инвестиции, с учетом строительства НПЗ, составили \$2,9 млрд., при этом в нефтедобычу было вложено \$0,7 млрд.

По результатам консолидированной отчетности за 9 месяцев Татнефть продолжает демонстрировать отрицательные денежные потоки. При этом очевидно, что уже в следующем году ситуация может существенно поменяться в благоприятную сторону на фоне завершения масштабных инвестиций, и в первую очередь строительства нового НПЗ в Нижнекамске. Завод предполагается построить с мощностью в 14 млн. тонн в год, из них первая очередь была сдана в октябре прошлого года, совокупной мощностью в 7 млн. тонн в год. Полностью завод будет построен к концу 2012 года. Совокупный объем затрат по данному проекту составляет более \$11 млрд. В настоящий момент профинансировано только \$6,1 млрд. Компания намерена продать месторождения в Самарской области и Ненецком АО для дальнейшего финансирования строительства. Однако необходимо отметить, что вводимые мощности к концу следующего года смогут покрыть только половину объема добываемой нефти.

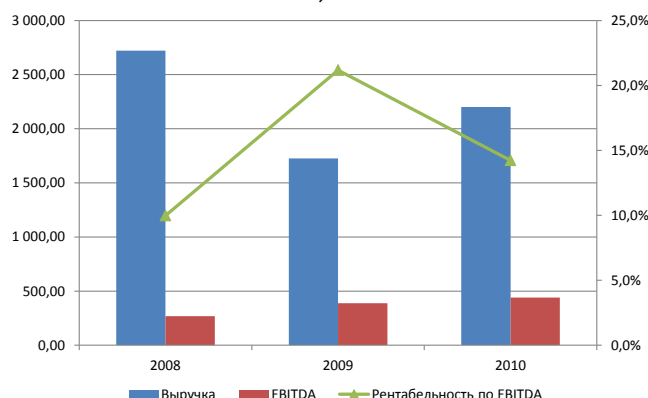
АльянсОйл

В 2009 году падение доходов компании оказалось наибольшим среди всех эмитентов нефтегазовой отрасли, выручка компании упала на 37,0% до \$1,73 млрд. по сравнению с 2008 годом.

За 2010 год рост выручки компании составила 27,2% или \$2,20 млрд. Показатель EBITDA компании за год снизился на 22% до \$440 млн. против \$561 млн. по итогам 2009 года. Одним из самых негативных моментов в деятельности АльянсОйл являлось сокращение денежного потока от операционной деятельности и рост отрицательного FCF на фоне увеличения капитальных затрат на модернизацию Хабаровского НПЗ. Мы ожидаем, что компания продолжит наращивать объем производства как в секторе нефтедобычи (за счет планируемого запуска Колвинского месторождения), так и в секторе нефтепереработки.

Согласно отчетности за 2010 год, долговая нагрузка компании составила \$1,04 млн. и выросла по сравнению с началом года на 4,7%. Доля краткосрочной задолженности в

Динамика выручки, EBITDA и рентабельности по EBITDA, по МСФО



общем объеме долга существенно снизилась до 12%, по сравнению с 49% на начало года. Реструктуризацию задолженности в 2010 году компания провела за счет 2 выпусков облигаций: евробонда на \$350 млн. и рублевого займа в пересчете на доллары - \$165 млн. За 12 месяцев 2010 года отношение Финансовый долг/EBITDA повысилось с 1,25 до 2,4. Этому способствовала масштабная заемная политика, а также падение EBITDA на 22%, по сравнению с началом года. В связи с запланированными масштабными капитальными затратами в 2011 году, отношение долга к EBITDA, скорее всего, вырастет, однако вряд ли превысит 3,5, которое является предельным согласно условиям выпуска еврооблигаций. Инвестиционная деятельность 2010 года, вызвавшая отрицательный денежный поток, привела к тому что ситуация с ликвидностью у компании была не столь позитивной. Отношение Чистый долг/EBITDA на конец прошлого года выросло до 2,0, что превышает данное отношение в 3,5 раза годом ранее.

В текущем году инвестиционная программа запланирована в объеме \$970 млн. Основные затраты капитального характера связаны с завершающей стадией модернизации Хабаровского НПЗ. Завершение данного проекта позволит повысить реализацию продукции с более высокой добавленной стоимостью, что в конечном счете вызовет рост показателя EBITDA. Второй по значимости и затратам проект – это освоение Колвинского месторождения. По планам компании, начало эксплуатации запланировано на 3 квартал этого года, что будет способствовать росту добычи нефти на четверть в этом году и вдвое в следующем.

Налоговое регулирование и тарифицирование

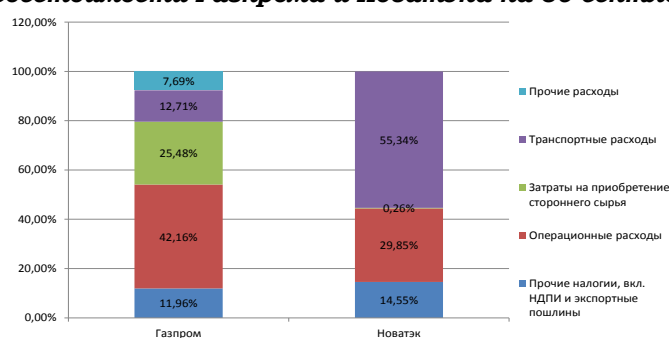
Важным фактором, оказывающим влияние на финансовые результаты нефтегазовых компаний, являются налоги, в особенности НДС и таможенные пошлины.

Ставка НДС для газовых компаний в 2011 году вырастет на 61% со 147 руб. за куб. метр до 237 руб. за кубометр. По оценкам Минфина это принесет дополнительно 51,2 млрд. руб. бюджетных доходов. Учитывая, что доля Газпрома в общероссийской добычи газа составляет 84%, около 43 млрд. руб. будет уплачено Газпромом. В результате его налоговые расходы вырастут примерно на 15,5%.

Еще около 2,5 млрд. руб. в год ляжет на плечи Новатэка. Его налоговые расходы вырастут на 25%.

Экспортная пошлина на газ, установленная в размере 30% таможенной стоимости природного газа, которую уплачивает единственный экспортер российского газа – Газпром, пока увеличена не будет.

Структура себестоимости Газпрома и Новатэка на 30 сентября 2010 года



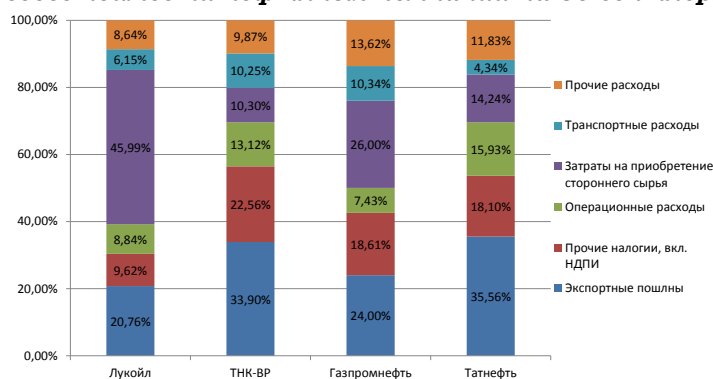
Рост тарифов на газ для организаций промышленности в 2011 году утвержден на уровне 15%. Мы полагаем, что наибольшую выгоду из этого сможет извлечь Новатэк, 100% газа которого реализуется на внутреннем рынке. Тарифы на транспортировку газа для частных производителей выросли в 2011 году на 9,3%. Учитывая, что рост тарифов на газ оказался выше, чем рост тарифов на транспортировку, а также планы Новатэка увеличить производство газа на 12% в 2011 году, рост финансовых результатов компании в текущем году сможет превысить рост прошлого года.

Базовая ставка НДС на сырую нефть не была проиндексирована в 2011 году и осталась на уровне 419 рублей за тонну. Ставку планируется повысить в 2012 году – на 6,4% до 446 рублей за тонну, и в 2013 году – на 5,4% до 470 рублей за тонну.

Экспортная пошлина на сырую нефть с 2011 года была повышена на 4,5% и составила 317,5\$/тонну. С марта 2011 года экспортная пошлина была повышена еще на 15% до 365\$/тонну. В результате таможенная пошлина была повышена на 19,5%. Поскольку мы полагаем, что средняя цена на нефть сорта Urals в среднем вырастет в 2011 году на 10-15% и будет находиться на уровне 95\$/баррель (см. Стратегия UFS на 2011 год), мы ожидаем, что более быстрый рост экспортных пошлин окажет негативное воздействие на финансовые результаты нефтяных компаний. Однако не приведет к существенному ухудшению кредитных профилей нефтяных компаний.

Экспортная пошлина на светлые нефтепродукты выросла на 4,2% до 226,2\$/тонну. Экспортная пошлина на темные нефтепродукты увеличилась на 4,3% до 121,9\$/тонну. Отметим, что Правительство продолжает курс на выравнивание таможенных пошлин на темные и светлые нефтепродукты. На начало 2011 года ставки пошлин на светлые и темные нефтепродукты были равны 71% и 38% от соответствующей ставки на экспорт сырой нефти. Подобная структура создавала предпосылки для производства темных нефтепродуктов с низкой глубиной обработки, и, соответственно, с низкой добавленной стоимостью. К 2013 году предполагается, что ставки на светлые и темные нефтепродукты будут составлять по 60% каждая относительно пошлины на сырую нефть.

Структура себестоимости нефтяных компаний на 30 сентября 2010 года.



Эффект от подобных мер будет скорее негативным для финансовых результатов нефтяных компаний. В то же время, мы не ожидаем, что приведет к заметному ухудшению кредитного качества эмитентов.

Анализ рынка еврооблигаций российских нефтегазовых компаний

В настоящий момент большинство выпусков еврооблигаций нефтегазовых компаний оценены справедливо. За прошедший год доходность выпусков Газпрома в среднем снизилась на 80 б.п. Примерно такое же снижение наблюдалось и в выпусках Лукойла. При этом доходность Россия-30 за год снизилась на 50 б.п. Таким образом, спреды между суверенной кривой и кривыми доходностей Газпрома и Лукойла сузились примерно на 30 б.п.

В настоящий момент спред между выпусками **Газпрома** и России находится на уровне 70 б.п. на длинном участке кривой и 100 б.п. на коротком участке кривой доходности. Мы считаем спред в 70 б.п. является справедливым, учитывая текущее кредитное качество Газпрома и его перспективы в 2011 году. Отметим, что на рынке периодически возникают торговые идеи, связанные с тем, что некоторые выпуски Газпрома отстают от общего движения рынка. На момент написания обзора, такими выпусками являлись **Газпром-18** и **Газпром-19**, торгующиеся со спредом в 20 б.п. к кривой Газпрома.

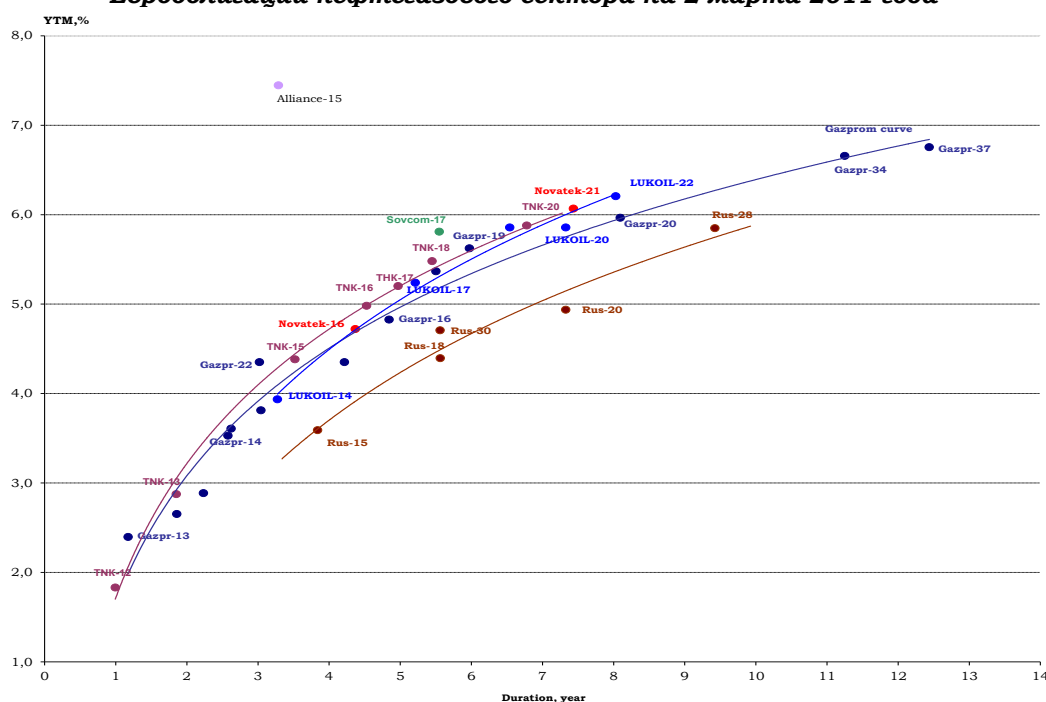
Спрэд между кривой **Лукойла** и кривой России находится на уровне 90 б.п. по доходности на длинном участке кривой и 80 б.п. на коротком участке кривой. Мы считаем, что спрэд между выпусками Лукойла и кривой России не должен превышать 70-80 б.п. При этом мы полагаем, что выпуски Лукойла должны торговаться на одном уровне с выпусками Газпрома. Заметим, что исторически евробонды Лукойла торговались даже с дисконтом в районе 10 б.п. к бумагам Газпрома, как выпуск Лукойл-14 сейчас. В то же время, на длинном участке кривой, выпуски **Лукойл-19** и **Лукойл-22** торгуются с премией в районе 20 б.п. к кривой Газпрома. Таким образом, выпуски могут быть потенциально интересны для покупки.

Мы полагаем, что выпуски **ТНК-ВР** должны торговаться с премией в районе 15-20 б.п. по доходности относительно выпусков Газпрома. Для большинства выпусков ТНК-ВР это условие выполняется; мы полагаем, что они оценены справедливо.

В 2011 году с дебютными выпусками евробондов на рынок вышел **Новатэк**. В настоящее время оба выпуска с погашением в 2016 и в 2021 году торгуются существенно ниже по доходности, чем в момент размещения. Сейчас цена выпуска Новатэк-16 составляет в районе 102,0% от номинала, УТМ – 4,83%. Новатэк-21 торгуется по цене 103,38% от номинала, УТМ – 6,18%. Таким образом, Новатэк-16 сейчас лежит на кривой Газпрома, Новатэк-21 торгуется со спрэдом к кривой Газпрома в районе 30 б.п. Значительный рост цен на евробонды Новатэка произошел после заявления В. Путина о необходимости скорейшей проработки вопроса доступа независимых производителей газа к газотранспортной системе ОАО «Газпром». Несмотря на более лучшие кредитные метрики, Новатэк – частная компания, имеющая рейтинг на одну ступень ниже, чем у Газпрома. Мы полагаем, спрэд между выпусками Новатэка и Газпрома должен составлять около 20 б.п.

Компания **АльянсОйл** имеет ликвидный евробонд с погашением в 2015 году. Доходность к погашению выпуска находится на уровне 7,5% годовых. Текущий спрэд между выпуском АльянсОйл-15 и кривой доходности Газпрома составляет в районе 330 б.п. Сейчас компании разделяет 5 ступени рейтинга по S&P, и 6 ступеней рейтинга по Fitch. В случае положительной динамики на рынке, мы полагаем, что спрэд может сузиться до 290-300 б.п. Однако у нас вызывают опасение планы по реализации инвестиционной программы и вероятного увеличения долговой нагрузки при сохранении отрицательного значения FCF. Хотя в случае сохранения высоких цен на нефть, рейтинг компании вряд ли понизиться, но и повышения ждать не стоит.

Еврооблигации нефтегазового сектора на 2 марта 2011 года



Анализ рынка российских рублевых облигаций нефтегазовых компаний.

Недооцененных бумаг в настоящий момент на рублевом долговом рынке в нефтегазовом секторе практически нет. Интересными бумагами на вторичном рынке нам видятся только выпуски 3-й и 1-й компании **АльянсОйл**. С учетом завершения проекта по модернизации Хабаровского НПЗ, прогнозируем повышение рентабельности деятельности компании, а также в последствие и снижение долговой нагрузки. Исходя из этого в среднесрочной перспективе мы видим апсайд по кривой долга в районе 50-70 б.п.

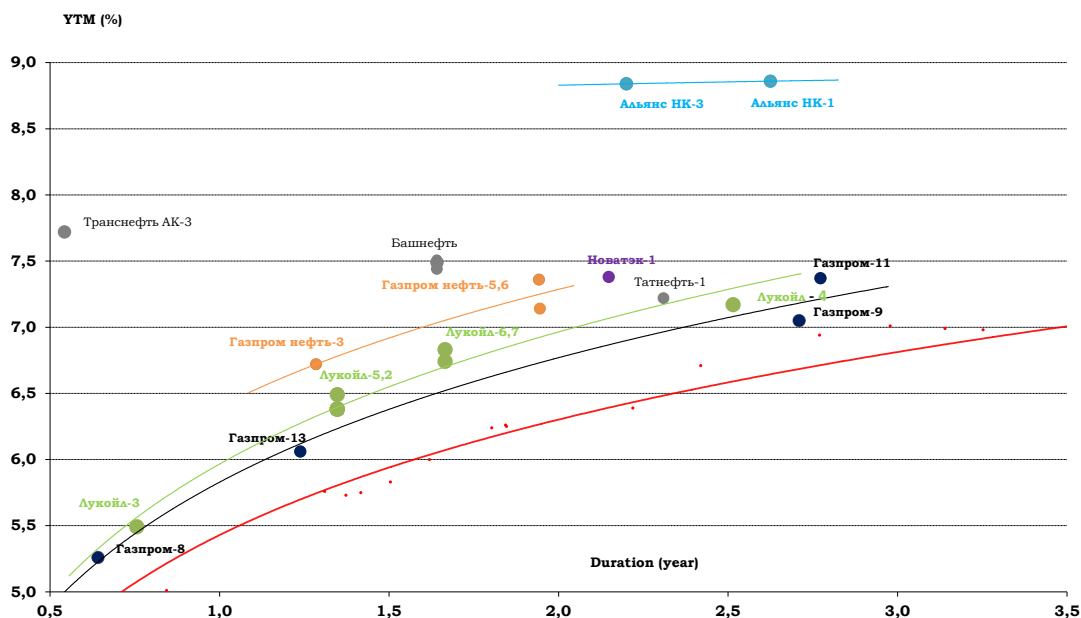
Текущий спрэд между бумагами **Газпрома** и ОФЗ составляет 35-40 б.п., что в текущей ситуации является справедливым. При этом на текущий момент 11 выпуск **Газпрома** имеет необоснованно широкий спрэд к кривой ОФЗ и имеет потенциал роста цены в 20 б.п.

Спрэды между кривыми долга компаний **Лукойл** и Газпром в 20-25 б.п. пунктов соответствуют разнице в рейтинге на одну ступень. Так что мы полагаем, что займы **Лукойла** оценены справедливо.

Рублевый биржевой займ **Татнефти** стоит необоснованно дорого и лежит на кривой долга Лукойла, хотя имеет с ней разницу в масштабах деятельности и в 2 ступени кредитного рейтинга. Поэтому в ближайшей перспективе мы видим рост доходности по бумаге на 30-40 б.п.

Займ **Новатэка**, крупнейшей негосударственной газовой компании России, и кривая долга **Газпром нефти** торгуются с премией к кривым Газпрома и Лукойла в 55-60 и в 25-30 б.п. соответственно. Это обусловлено так же разницей в масштабах деятельности компаний и потенциалах роста в ближайшей перспективе. Следовательно, мы не ждем движений в этих бумагах в на горизонте до 3 месяцев.

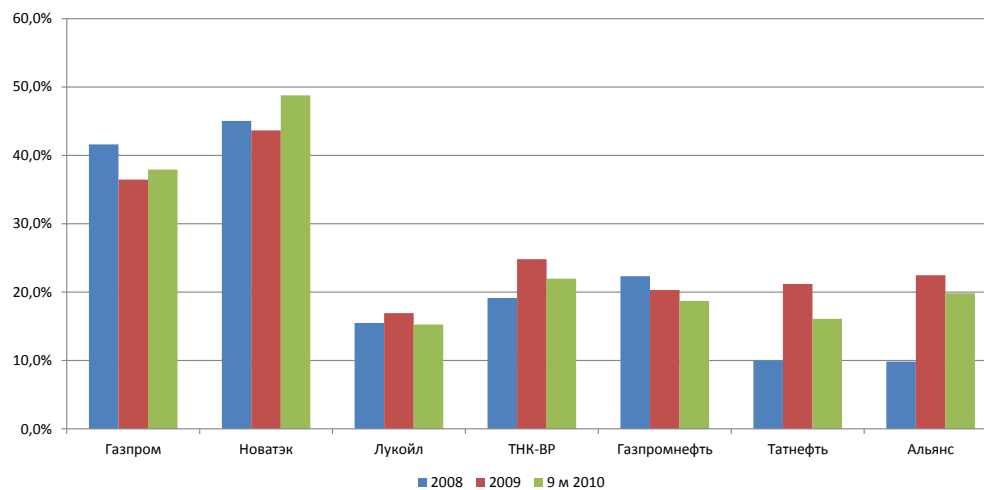
Рублевые облигации нефтегазового сектора на 2 марта 2011 года



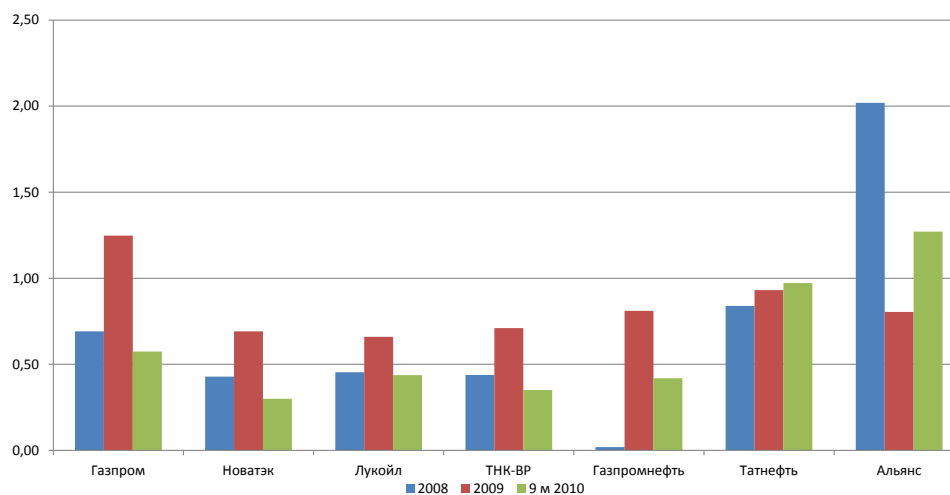
Исходя из наших прогнозов по рынку нефти на 2011 год, мы не исключаем вероятности повышения рейтинга России в этом году на одну ступень. В этом случае, цены на евробонды компаний нефтегазового сектора могут продемонстрировать позитивную динамику. Мы также не исключаем вероятность сужения спрэда между кривой доходности выпусков Газпрома и суверенной кривой России на 20-30 б.п. Вслед за Газпромом спрэды могут снизиться и по выпускам других эмитентов.

Приложение

Рентабельность по EBITDA нефтегазовых компаний, %



Значение коэффициента Чистый долг/EBITDA нефтегазовых компаний





Департамент торговли и продаж

Лаухин Игорь Владимирович	Тел. +7 (495) 781 73 00
Кулаева Тамара Борисовна	Тел. +7 (495) 781 73 02
Лосев Алексей Сергеевич	Тел. +7 (495) 781 73 03
Козлов Алексей Александрович	Тел. +7 (495) 781 73 06
Хомяков Илья Маркович	Тел. +7 (495) 781 02 02
Куц Алексей Михайлович	Тел. +7 (495) 781 73 01

Аналитический департамент

Письменный Станислав Владимирович	Тел. +7 (495) 781 02 02
Василиади Павел Анатольевич	Тел. +7 (495) 781 72 97
Назаров Дмитрий Сергеевич	Тел. +7 (495) 781 02 02

www.ufs-federation.com

Настоящий обзор предоставлен исключительно в информационном порядке и не является предложением о проведении операций на рынке ценных бумаг, и в частности предложением об их покупке или продаже. Настоящий обзор содержит информацию, полученную из источников, которые «Ю.Ф.С. – Федерация» рассматривает в качестве достоверных. Тем не менее «Ю.Ф.С. – Федерация», его руководство и сотрудники не могут гарантировать абсолютные точность, полноту и достоверность такой информации и не несут ответственности за возможные потери клиента в связи с ее использованием. Оценки и мнения, представленные в настоящем обзоре, основаны единственно на заключениях аналитиков компании в отношении анализируемых ценных бумаг и эмитентов. Вознаграждение аналитиков не связано и не зависит от содержания аналитических обзоров, которые они готовят, или от существа даваемых ими рекомендаций. «Ю.Ф.С. – Федерация», его руководство и сотрудники могут изменить свое мнение в одностороннем порядке без обязательства специально уведомлять кого-либо о таких изменениях. «Ю.Ф.С. – Федерация», его руководство и сотрудники не несут ответственности за инвестиционные решения клиента, основанные на информации, содержащейся в настоящем документе. «Ю.Ф.С. – Федерация», его руководство и сотрудники также не несут ответственности за прямые или косвенные потери и/или ущерб, возникший в результате использования клиентом информации или какой-либо ее части при совершении операций с ценными бумагами. «Ю.Ф.С. – Федерация» не берет на себя обязательств регулярно обновлять информацию, которая содержится в настоящем документе, или исправлять возможные неточности. Сделки, совершенные в прошлом и упомянутые в настоящем документе, не всегда являются индикативными для определения результатов будущих сделок. На стоимость, цену или величину дохода по ценным бумагам или производным инструментам, упомянутым в настоящем документе, могут оказывать неблагоприятное воздействие колебания обменных курсов валют. Инвестирование в ценные бумаги несет значительный риск, в связи с чем клиенту необходимо проводить собственный анализ рынка и исследование надежности эмитентов до совершения сделок. Настоящий документ не может быть воспроизведен полностью или частично, с него нельзя делать копии, выдержки из него не могут использоваться для каких-либо публикаций без предварительного письменного разрешения «Ю.Ф.С. – Федерация». «Ю.Ф.С. – Федерация» не несет ответственности за несанкционированные действия третьих лиц, связанные с распространением настоящего обзора или любой его части.