



Газовый рынок: Точка разворота

Обзор отрасли

Газовый рынок: Точка разворота

Инвестиционное резюме

Данный обзор посвящен анализу газового рынка, произошедших в нем перемен и их последствий, прежде всего для Газпрома - крупнейшей газодобывающей компании мира и основной голубой фишки российского фондового рынка. Отдельное внимание уделено описанию нетрадиционных источников добычи газа и их влиянию на текущее состояние газового рынка. Рассматриваются инвестиционные перспективы Газпрома и Новатэка, ситуация на внутреннем рынке газа и появление нового влиятельного игрока на этом рынке.

1) Технологический прорыв в добычи газа в США и наращивание мощностей по производству СПГ (сжиженного природного газа) привели к значительным переменам на газовом рынке. Развитие технологий бурения и гидрозрыва пласта привело к настоящему буму добычи из нетрадиционных источников природного газа (таких как сланцы, плотные песчаники и угольные пласты) в США. В настоящее время на долю "нетрадиционного газа" приходится почти 50% от совокупной добычи в США. Снижение спроса, вызванного спадом экономики, вкупе с технологическим прорывом в добыче способствовало образованию значительного навеса предложения на рынке, что привело к обвалу цен на газ на американском рынке и значительному сокращению импорта природного газа в США. Развитие технологий транспортировки газа привело к возможности реализации газового потенциала стран Ближнего Востока. Наращивание мощностей по производству СПГ в этом регионе и снижение затрат на его перевозку способствует росту конкуренции среди поставщиков газа и началу интернационализации газового рынка, который до этого был четко разделен на три региональных рынка: Североамериканский, Европейский и Азиатский. (Более подробно на страницах 4-7)

2) Конъюнктура газового рынка претерпела существенные изменения, однако текущий дисконт цен на газ по отношению к другим энергетическим товарам выглядит завышенным. Такой технологический сдвиг не мог не сказаться на ценообразовании в отрасли. Например, по отношению к нефти газ традиционно торговался в среднем на уровне 60%, сейчас же спотовая цена на газ составляет всего 30% от цены на нефть, что является историческим минимумом. Даже, принимая во внимание серьезное изменение конъюнктуры рынка газа, произошедшее за последние два года, текущий уровень цен на наш взгляд не является устойчивым. Для многих производителей, особенно нетрадиционного газа, он близок к уровню предельных издержек. Это неизбежно приведет к сокращению предложения, изменению равновесной цены и сокращению дисконта к нефти. (Более подробно на страницах 8-11)

Газпром

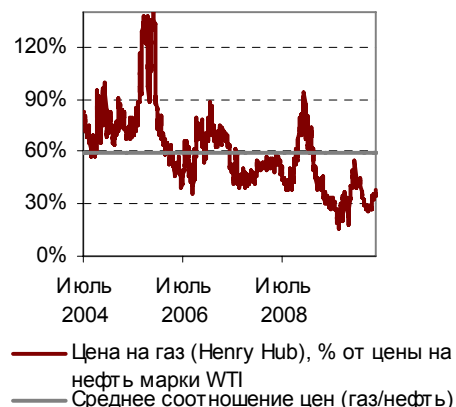
Цена за акцию*, \$	4.97
Капитализация, \$млрд.	118
EV, \$млрд.	163
Справедливая цена, \$	9.20
Потенциал, %	85%
EV/EBITDA (2010)	3.32
P/E (2010)	3.89

Новатэк

Цена за акцию*, \$	6.49
Капитализация, \$млрд.	19.7
EV, \$млрд.	20.5
Справедливая цена, \$	7.30
Потенциал, %	12%
EV/EBITDA (2010)	15.05
P/E (2010)	4.85

* на 11.06.2010

Соотношение цен газ/нефть



Источник: РТС, расчеты Прайм Марк

Хафизов Ленар
 l.hafizov@prime-mark.com

Константин Куш
 k.kusch@prime-mark.com

3) Макроэкономические факторы играют в пользу роста цен на энергоносители. Постепенное восстановление мировой экономики, бурный рост экономик стран АТР (Азиатско-Тихоокеанского региона), низкие процентные ставки, большой объем ликвидности на финансовых рынках, ускорение инфляционных процессов, все это способствует постепенному росту цен на энергоносители. Несмотря на временное охлаждение “аппетита” инвесторов к риску, вызванного экономическими проблемами некоторых стран еврозоны, приведшего к коррекции нефтяных котировок, на наш взгляд среднесрочный тренд на рынке энергоносителей останется повышательным, а растущие суверенные риски приведут к высокой волатильности цен.

4) Мы ожидаем опережающего роста цен на газ до конца этого года по сравнению с нефтью. Согласно нашим прогнозам спотовые цены на природный газ в Европе и Северной Америке к концу 2010г. вырастут на 20% до \$165 и \$200 за тыс.куб.м. соответственно, в то время как цена на нефть марки Brent будут находиться на уровне \$80 за баррель, что лишь на 10% выше текущих значений. Опережающий рост цен на газ на наш взгляд будет вызван сокращением дисконта по отношению к нефти, находящегося сейчас на многолетних максимумах. (Более подробно на страницах 17-18)

5) Европейский рынок газа – ситуация продолжает оставаться непростой для Газпрома из-за роста конкуренции, но угроза сланцевого газа для европейских поставщиков газа явно преувеличена. На рынке Европы все еще наблюдается избыток предложения, вызванный притоком СПГ из арабских стран и наращиванием добычи в Норвегии. Газпром сократил свою долю рынка из-за более высоких отпускных цен привязанных к нефтяным котировкам. Несмотря на сокращения спроса и возросшую конкуренцию со стороны поставщиком СПГ, Газпрому удалось отстоять свою позицию по основным положениям долгосрочных договоров поставки газа европейским потребителям. Как показывают последние исследования ведущих европейских энергетических компаний и консалтинговых агентств, угроза начала скорой промышленной добычи сланцевого газа в Европе явно преувеличена. Внутренняя добыча газа в Европе будет неминусом сокращаться и Газпром является наиболее вероятным кандидатом на замещение внутренних поставок за счет более низкой базы затрат и постепенному росту доступа к конечным потребителям. (Более подробно на страницах 11-13)

6) Газпром – оправдана ли столь низкая цена? На наш взгляд, нет, несмотря на очевидные угрозы от реализации новых проектов и растущей конкуренции в Европе. В настоящее время Газпром торгуется с 40-50% дисконтом к своим аналогам. Газпром существенно отстает от рынка, и в марте спрэд между Газпромом и индексом РТС достигал своих исторических максимумов. Компания оценена рынком значительно ниже стоимости своих активов и запасов. Причина не только в снижении цен и потере доли рынка в Европе, но и в потенциально убыточных мегапроектах Газпрома (Ямал, Южный и Северный поток, Штокман) которые могут привести к “разрушению” стоимости компании. Если в краткосрочной перспективе котировки Газпрома зависят от изменения цен на нефть и спотовых цен на газ, то в долгосрочной перспективе Газпрому для положительной динамики его акций нужно решить вопросы по улучшению эффективности новых проектов. Но даже на сегодняшний день при текущих ценах на газ и налоговой системе новые проекты не приведут к потенциальному разрушению стоимости компании почти на \$100 млрд. (как оценивает рынок). По нашим расчетам отрицательный эффект от реализации новых проектов не превысит \$30 млрд. Согласно нашим прогнозам потенциал роста стоимости акций Газпрома составляет 85%, целевая цена - \$9.2 за акцию. (Более подробно на страницах 19-25 и 32-33)

7) Новатэк – одна из наиболее перспективных российских нефтегазовых компаний. От лоббистской деятельности Газпрома по повышению внутренних тарифов на газ, как это ни парадоксально, больше всего выигрывают независимые производители газа. Газовый концерн также намерен уступить часть доли рынка независимым производителям (его доля сократится с текущих 73% до 52% к 2030г.). Новатэк является одной из самых эффективных и быстрорастущих компаний в нефтегазовой отрасли. В 2009г. запасы компании увеличились на 40% благодаря приобретению лицензии на Южно-тамбейское месторождение. В 1кв. 2010 производство газа выросло на 21% по сравнению с 1кв.2009 и на 11 % по сравнению с 4кв. 2009. За счет роста цен на газ на внутреннем рынке компания показывает постоянно растущую маржу поставок конечным потребителям. Новые проекты компании являются очень перспективными, компания также обладает сильной акционерной базой, среди ее основных акционеров Геннадий Тимченко и Газпром. Однако большинство позитивных ожиданий уже заложены в котировки Новатэка, высокие рыночные мультипликаторы уже отражают хорошие перспективы роста компании, поэтому потенциал роста котировок по нашим прогнозам не превышает 12% до \$7.30 за акцию. (Более подробно на страницах 25-27 и 34)

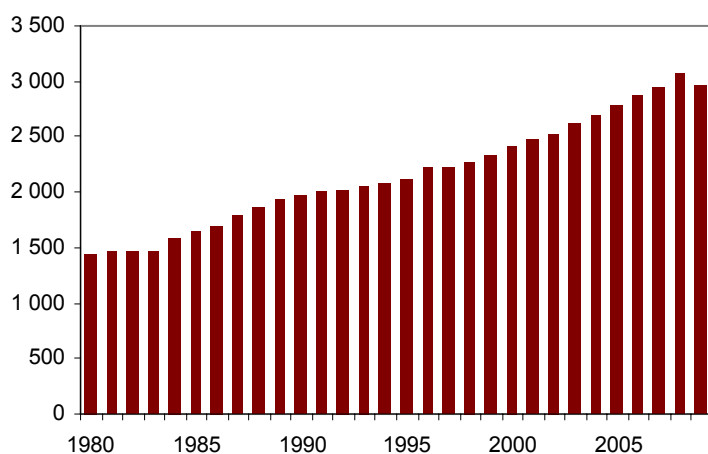
8) Компания Gunvog намерена стать крупным игроком на рынке газа. Дополнительную интригу в развитие российской газовой промышленности вносят недавние приобретения бизнесмена Геннадия Тимченко. Его фонд Volga Resources, в котором консолидированы в основном газовые активы бизнесмена, становится весьма заметным игроком на отечественном газовом рынке. Все газовые активы Геннадия Тимченко хорошо выстраиваются в единую производственную цепочку. Вероятно, бизнесмен намерен создать вертикально интегрированную газовую компанию, которая станет одним из главных поставщиков Gunvog, которая, видимо, намеревается повторить свой успех и крупным трейдером на рынке газа (Более подробно на страницах 28-31).

Обзор газового рынка

В мире

По данным Cedigaz, мировая добыча газа упала на рекордные 3.4% в 2009г. до 2961 млрд. кубометров, что стало худшим результатом когда-либо зафиксированном в мировом газовом бизнесе. Это было первое снижение в мировой добычи газа более чем за 40 лет, что было обусловлено значительным падением добычи, прежде всего, в странах СНГ (на 12.7%). В странах ОЭСР добыча упала на 1.1%, в остальном мире добыча выросла на 1.8%.

График 1. Добыча газа в мире, млрд. куб.м.



Источник: BP, Cedigaz

2009 год стал одним из наиболее тяжелых для газовой отрасли, во многом из-за стремительного спада добычи в странах СНГ.

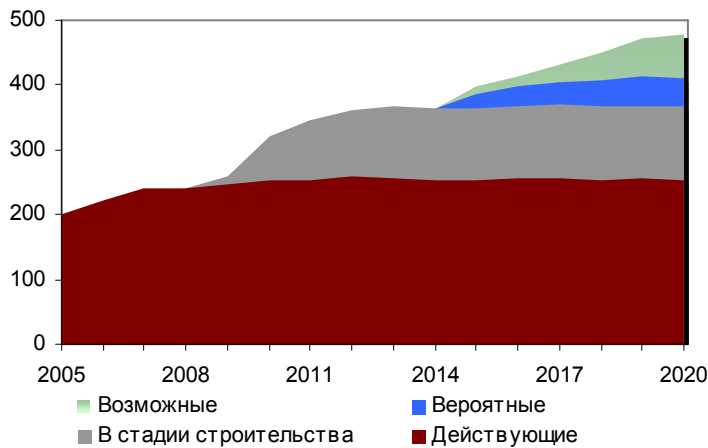
За последние несколько лет ситуация на газовом рынке претерпела значительные изменения. Если не брать в расчет мировую рецессию, то основными фундаментальными факторами, которые оказали сильнейшее влияние на рынок газа стали: развитие добывающих технологий в США, что привело к росту добычи нетрадиционного газа в этой стране, и наращивание мощностей СПГ (сжиженного природного газа) на Ближнем Востоке и Юго-Восточной Азии.

Рынок СПГ

Масштабные инвестиции, сделанные в период высоких цен на газ, позволили вывести на мировой рынок дополнительные объемы СПГ: Рост предложения в 2009г. составил 16%. По прогнозам BP, производство СПГ может практически удвоиться к 2020 г., достигнув 476 млрд куб. м. А из-за переориентации СПГ-поставок с США на Европу, темпы прироста предложения на европейском рынке обгоняют общемировые - 23% в 2009г, и 32% по прогнозам на 2010 г. По оценкам CERA (Cambridge Energy Research Associates), доля СПГ на европейском рынке может вырасти с 11% в 2008г. до 36% к 2035г. СПГ выигрывает за счет своей экологичности, гибкости логистики и более приемлемому сочетанию «цена-теплотворность».

Следует, однако, отметить, что масштабный ввод СПГ уже привел к избытку предложения, по данным Международного энергетического агентства (МЭА), сейчас превышение предложения СПГ над спросом составляет около 30%.

График 2. Ожидаемый рост предложения СПГ, млрд. куб.м. в год



Источник: BP, EIA, EDMC, Tokyo Gaz

В ближайшие несколько лет ожидается стремительный рост ввода новых СПГ мощностей.

Важным следствием роста поставок СПГ становится глобализация мирового рынка, таким образом, три региональных рынка (Североамериканский, Европейский и Азиатский) превращаются в единый мировой. Это способствует росту конкуренции среди поставщиков газа и негативным образом сказывается на позициях Газпрома в Европе. Нерегулируемый инерционный прирост мощностей СПГ-проектов приведёт к ещё большей конкуренции с трубопроводным газом и обострению конкуренции производителей на основных рынках. Единственное, что может обезопасить Газпром в данной ситуации, это сохранение долгосрочных контрактов на поставку газа, включающих минимальные объемы поставок.

Развитие СПГ приведет к интернационализации и рынка газа до этого являвшимся строго региональным.

График 3. Крупнейшие поставщики СПГ, 2009



Источник: Cedigaz

Катар является главным поставщиком СПГ в мире

ФСЭГ или “газовый ОПЭК”

Растущая глобализация и изменение ситуации на рынке газа в пользу потребителя заставили основных поставщиков газа начать более интенсивный взаимный диалог в рамках новой организации ФСЭГ (Форума стран экспортеров газа), которую нередко называют «газовым ОПЭК». Организация объединяет владельцев 73% мировых запасов газа, обеспечивающих 42% его мировой добычи.

Предполагалось, что создание единой площадки для диалога позволит странам-участницам согласовывать ценовую, экспортную политику и совместно осваивать месторождения. Тем не менее, последняя сессия, состоявшаяся в апреле 2010г. в Алжире, обнажила яркие противоречия в интересах участников форума. Основные противоречия выявились между Россией и арабскими странами. Две стороны разошлись по следующим вопросам: 1) долгосрочные контракты (Россия) или разовые сделки (арабские страны, кроме Катара) и 2) наращивание (Россия) или снижение поставок газа на рынок (арабские страны). Противоречия, нарастающие в рамках данной организации, пока существенно снижают степень ее влияния. Пока, так называемая, «газовая ОПЭК» представляет собой площадку для обмена мнениями, нежели мощный инструмент влияния на рынок в руках стран производителей.

На наш взгляд фундаментальным различием между членами газового ОПЭК, которое может и дальше приводить к противоречиям внутри организации, является разница в технологиях поставки газа. Россия, экспортирующая львиную долю газа по трубам не только зависит от стран-транзитеров, но и не способна в отличие от владельцев СПГ-терминалов оперативно менять объемы производства и направления поставок, что ставит ее в существенную зависимость от ключевых потребителей и ограничивает свободу принятия решений.

Пока противоречия внутри организации не позволяют проводить единую политику и существенно влиять на рынок...

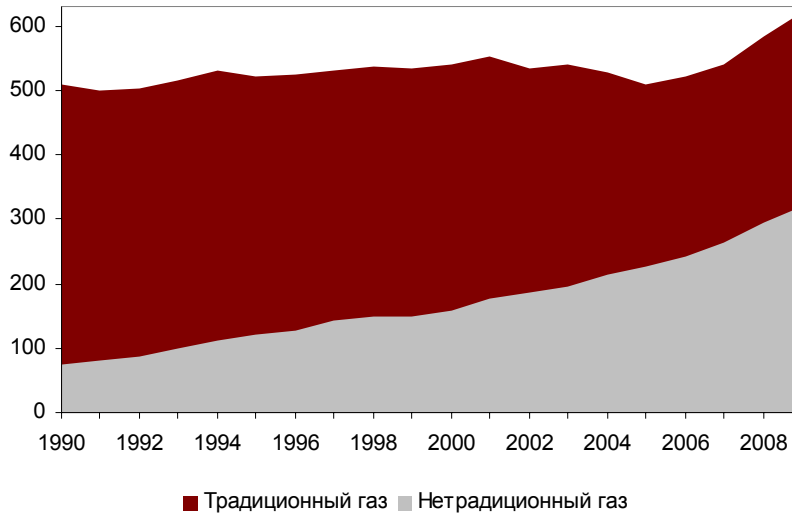
...что во многом вызвано отличием в способах доставки.

Нетрадиционный газ

Развитие нетрадиционных источников добычи газа, таких как сланцы, плотные песчаники и угольные пласты, носит пока локальный характер и сосредоточено в основном в США. Развитие технологий гидроразрыва пласта и горизонтального бурения, а также продвинутое сейсмическое 3D моделирование разрабатываемые в США с конца XX века позволили американским нефтегазовым компаниям существенно снизить себестоимость добычи и начать промышленную добычу нетрадиционного газа. В США за последние 5 лет добыча нетрадиционного газа выросла настолько, что в 2010 году такой газ будет составлять уже более 50% от общего производства газа в стране. Успехи в добыче нетрадиционного газа позволили США впервые с 2001г. обойти Россию и завоевать пальму первенства по добыче газа в мире.

Новые технологии по добыче газа разработанные в США значительно повлияли на ситуацию на газовом рынке.

График 4. Добыча газа в США, млрд. куб.м.



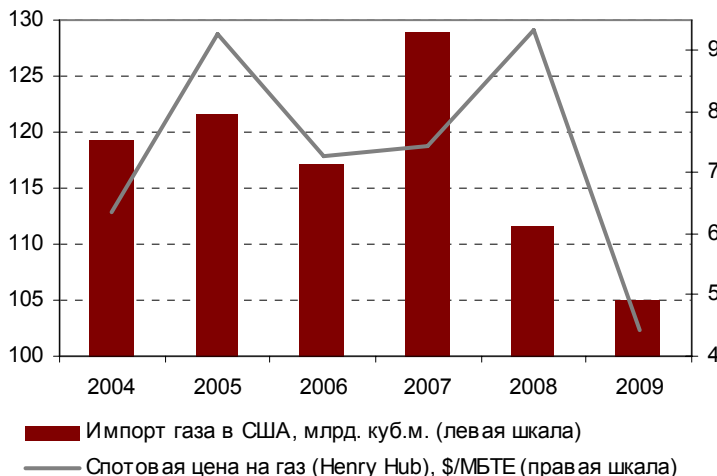
Доля нетрадиционного газа в США составляет уже почти 50% от совокупной добычи.

Источник: BP, Министерство энергетики США

За последние пять лет добыча газа в США выросла более чем на 20% до 620 млрд. кубометров. Это позволило значительно сократить импорт газа (на 14% по сравнению с 2005 и на 6% по сравнению с 2008г.) и привело к существенным изменениям в распределении мирового рынка природного газа между странами, а также к образованию избыточного предложения на рынке к началу 2010 года, что вызвало падение спотовых цен на газ в США осенью 2009г. до рекордно низких значений - \$55 за тыс. куб.м. Затем под влиянием холодной зимы в январе 2010г. цена поднялась до \$210 за тыс. куб.м., после чего наблюдалось устойчивое снижение и консолидация на уровне \$110-120 за тыс. куб.м.

Рост внутреннего производства в США способствовал замещению импорта и привел к образованию избыточного предложения на рынке.

График 5. Импорт газа в США и спотовые цены Henry Hub



Объем импорта газа в США стремительно сокращается.

Источник: Bloomberg, Министерство энергетики США

Что такое сланцевый газ и как он изменит газовый рынок?

В настоящее время газовый рынок находится под сильным влиянием «сланцевой революции», произошедшей в США. Более стремительный, чем ожидалось, рост добычи сланцевого газа в США привел к обвалу спотовых цен на газ не только на американском континенте, но и в Европе, так как недопоставленный газ в США из-за роста внутреннего потребления был перенаправлен в Европу, что негативным образом отразилось на поставках Газпрома, цены в контрактах которого значительно превышали рыночные котировки. Газовая революция в США привела к значительному изменению соотношения между ценой на нефть и газ. С начала 2009г. спотовая цена газ, в %-м отношении к цене на нефть изменилась с 95% до 31%.

График 6. Соотношение цены на нефть и газ



Цена на газ за последнее время значительно отклонилась от своих средних значений по отношению к нефти

Источник: Bloomberg

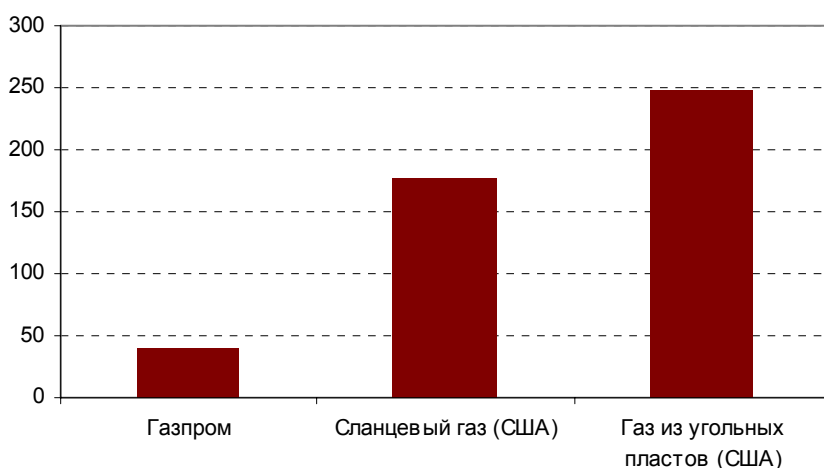
Основные опасения для Газпрома связаны с тем, насколько велика потенциальная угроза развития добычи сланцевого газа в Европе? Как это скажется на ценах и объемах поставок? Эти вопросы имеют ключевое значение для новых проектов Газпрома - освоения месторождений на шельфе, Ямале и прокладки новых магистральных трубопроводов. Бум добычи из нетрадиционных источников газа в США уже привел к отсрочке ввода в строй Штокмановского месторождения как минимум на 3 года (СПГ с месторождения планировалось поставлять на американский рынок).

Несмотря на то, что на первый взгляд ситуация для Газпрома выглядит весьма неблагоприятной, более детальный анализ показывает, что рынок переоценивает возможные риски.

Ресурсы и запасы сланцевого газа

Ресурсы сланцевого газа (shale gas) в мире составляют около 200 трлн куб. м; себестоимость добычи в точке производства от 80 до 320 долл./тыс. куб. м. В среднем \$210/ тыс. куб. м. За пределами США геологоразведочные работы на сланцевый газ в основном находятся в начальной стадии. Технологически извлекаемые и коммерчески эффективные запасы сланцевого газа в мире могут составлять около 12 трлн куб. м.

График 7. Себестоимость добычи газа, \$/ 000 куб.м.



Себестоимость добычи из нетрадиционных источников газа пока очень высока.

Источник: Данные компаний, Расчеты Прайм Марк

Для сравнения: разведанные запасы природного газа в России составляют 48 трлн куб. м. или свыше 33 % мировых запасов традиционного газа (145 трлн куб. м); начальные суммарные ресурсы составляют 260 трлн куб. м — более 40 % от начальных суммарных ресурсов в мире (650 трлн куб. м). При этом средняя себестоимость добычи газа в России, включая транспортные расходы, на старых месторождениях составляет всего \$46/тыс. куб. м.

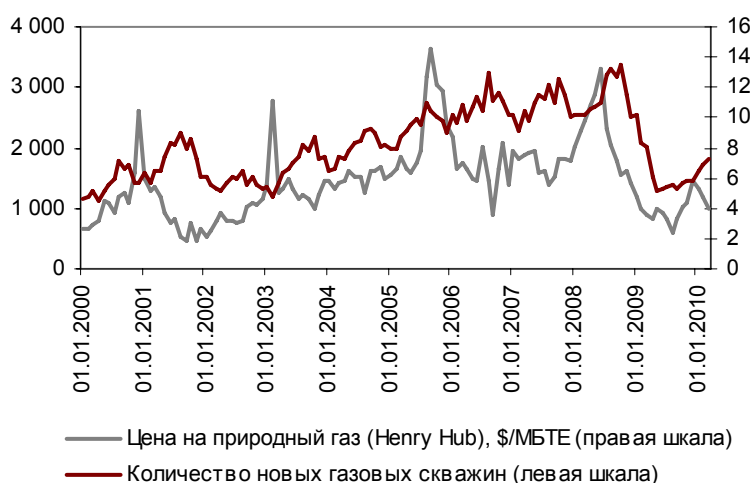
В США 70% запасов связаны с бассейном Barnett в Техасе, а 80% ресурсов приходится на два новых бассейна Haynesville и Marcellus. В Канаде в стадии реализации находятся проекты Horn River и Montney. В Китае сланцевые поля разделены на четыре крупные провинции с суммарными ресурсами 21–45 трлн куб. м. Перспективы имеются в Балтийском бассейне в Польше, в Парижском бассейне во Франции, в Саксонском бассейне в Германии и бассейне Cooper в Австралии. В России месторождения сланцевого газа не разведываются, т.к. это пока не представляется целесообразным при наличии огромных запасов и ресурсов традиционного газа.

Добыча сланцевого газа

Сланцевый газ, состоящий преимущественно из метана, содержится в небольших количествах в самой осадочной породе (в низких концентрациях), и его можно извлечь путем вскрытия больших площадей, используя технологии гидроразрыва пласта (ГРП) и постоянного бурения большого количества длинных горизонтальных скважин с созданием трещин в скважине через определенные интервалы. Проблема добычи сланцевого газа — низкие, быстро падающие давления. Для небольших запасов приходится рано или поздно строить компрессорные станции. Низкая концентрация газа в породе приводит к тому, что пробуренные скважины быстро сокращают свой дебит — на 30—40 % в год.

В 2009 году добыча сланцевого газа обеспечила свыше 8% всей газодобычи США или более 51 млрд куб. м. С учетом специфики добычи сланцевого газа в ближайшие годы продолжится бум, а падение его производства на существующих проектах может начаться уже через 5–7 лет и будет обвальным, что в конечном счете приведет к резкому увеличению стоимости газа в структуре относительных энергетических цен.

График 8. Количество новых газовых скважин и цены на газ (США)



Источник: Bloomberg, Министерство энергетики США

Падение цен на газ привело к значительному сокращению числа новых скважин в США.

Учитывая экономику добычи сланцевого газа, долгосрочная разработка месторождений сланцевого газа рентабельна лишь при растущих ценах на газ, так как разработка месторождения требует высокого уровня капитальных вложений на протяжении всего срока проекта из-за постоянного роста количества скважин и операций по гидроразрыву пласта (ГРП), учитывая их резко падающий дебит. Поэтому многие крупные американские компании, занимающиеся разработкой месторождений сланцевого газа (например, Chesapeake Energy), уже столкнулись с финансовыми трудностями, так как при снижающихся ценах на газ на рынке США IRR проектов стремится к отрицательным значениям. Учитывая высокую себестоимость добычи сланцевого газа, которая превышает текущие рыночные цены можно ожидать, что бум добычи сланцевого газа скоро может смениться не менее драматическим падением.

Основные препятствия для добычи сланцевого газа в Европе

Анализ перспектив освоения сланцевого газа в Европе, проведенный ведущими энергетическими и консалтинговыми компаниями, демонстрирует, что, несмотря на оптимистичные ожидания рынка, масштабное освоение сланцевых месторождений в Европе в отличие от США выглядит маловероятным сразу по нескольким причинам:

Ограничения для добычи сланцевого газа в Европе

Геология	Месторождения сланцевого газа в Европе находятся на ранней стадии освоения и пока еще плохо изучены сточки зрения геологии и себестоимости добычи
Доступ	Правами на разработку полезных ископаемых владеет государство Сложность получения лицензии Доступ к земле затруднен из-за высокой плотности населения
Экология	Интенсивное нарушение целостности недр Загрязнение растворами для ГРП водоносных пластов Европейские компании не обладают американскими технологиями по добыче нетрадиционного газа
Экономика	Затраты на освоения месторождения в Европе могут превышать американский уровень почти в 4 раза Отсутствие правовой и налоговой базы для нетрадиционных источников газа

В Европе пока слишком много ограничений, чтобы начать промышленную добычу сланцевого газа.

Источник: E.ON, Wood Mackenzie

1) Экология.

Преимущества добычи сланцевого газа в отличие от крупнейших традиционных месторождений — приближенность к центрам потребления. Но этот же фактор накладывает дополнительные ограничения по экологии. Добыча сланцевого газа сталкивается и с серьезными экологическими ограничениями ввиду большого охвата площадей и значительного и интенсивного нарушения целостности недр.

Снижение давления в неглубоко залегающих пластах постепенно приводит к перераспределению в них напряжений, подвижкам и даже техногенным землетрясениям силой 2–3 балла. Однако главной экологической проблемой сланцевого газа являются совсем не просадки пород, а загрязнение растворами для ГРП водоносных пластов.

2) Доступ.

В отличие от США в Европе правами на разработку полезных ископаемых владеет государство, что накладывает целый ряд сложностей с получением лицензии и дополнительные социальные и экологические обременения для компаний. К тому же, из-за высокой плотности населения в Европе освоение месторождений сланцевого газа, которые имеют низкую концентрацию и занимают обширные площади, может оказаться очень ограниченным и потому неэффективным.

3) Геология.

Месторождения сланцевого газа в Европе находятся на ранней стадии освоения и пока еще плохо изучены сточки зрения геологии и себестоимости добычи.

4) Экономика

Главной проблемой для добычи сланцевого газа в Европе после экологической является высокие затраты на освоение месторождений, которые, по предварительным подсчетам международных экспертов, могут превышать американский уровень почти в 4 раза. Сейчас у европейских компаний нет налоговых стимулов для освоения месторождений из нетрадиционных источников газа, к тому же соответствующими технологиями добычи в настоящее время обладают только американские компании.

Экономика добычи сланцевого газа в США и Европе

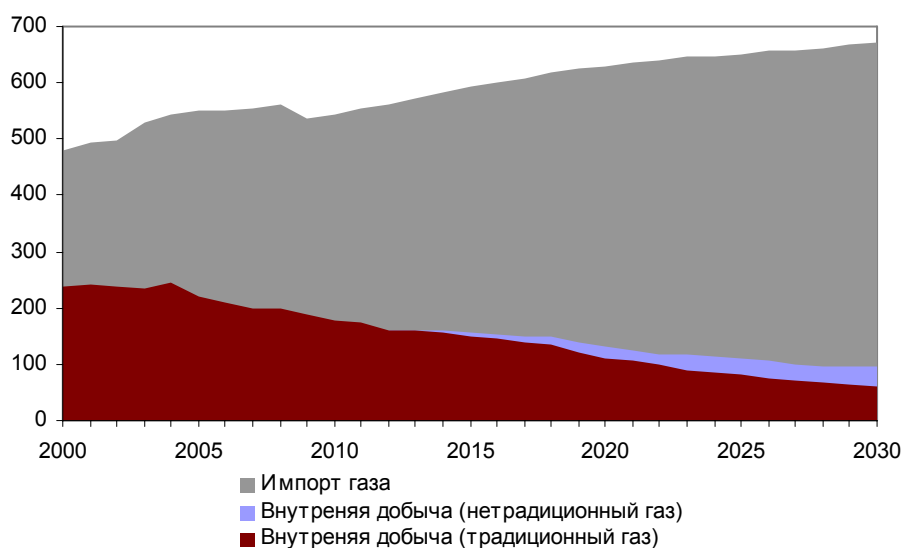
США	Европа
Цена на газ выше \$4/МБТЕ делает добычу сланцевого газа конкурентоспособной	Согласно оценкам, для того, что бы начался сланцевый бум в Европе цена на газ должна быть не менее \$10/ МБТЕ
По некоторым оценкам точка безубыточности добычи сланцевого газа на некоторых месторождениях достигается при цене \$3/МБТЕ	По самым оптимистичным оценкам точка безубыточности добычи сланцевого газа достигается при цене \$6/МБТЕ в Венгрии и \$10/МБТЕ в Польше
Решения об инвестировании и добычи имеют очень маленький временной лаг	Текущие спотовые цены на газ составляют около \$5.5/V<NT

Источник: E.ON, Wood Mackenzie

В виду вышеуказанных ограничений мы не ожидаем начала крупной промышленной добычи сланцевого в Европе в ближайшие 3-5 лет. Даже по самым оптимистичным подсчетам добыча газа из нетрадиционных источников в Европе составит 40 млрд. куб.м. (25% от текущих поставок Газпрома в Европу) лишь к 2030г. Крупнейшие информационно-аналитические структуры по нефтегазовому рынку CERA и IEA (International Energy Agency) прогнозируют, что добыча нетрадиционного газа не превысит даже 15 млрд. куб.м. к 2030г.

Таким образом, мы считаем, что нетрадиционный газ не сможет стать для Европы альтернативой поставкам Газпрома еще очень продолжительное время. Даже в дальнейшем разработка нетрадиционных месторождений газа сможет лишь частично компенсировать падающую внутреннюю добычу на Северном море, а не ограничить импорт газа.

График 9. Предложение газа в Европе (прогноз CERA), млрд.куб.м.



Внутренняя добыча в Европе будет неизбежно сокращаться и нетрадиционный газ не сможет исправить эту ситуацию.

Источник: Cambridge Energy Research Associates

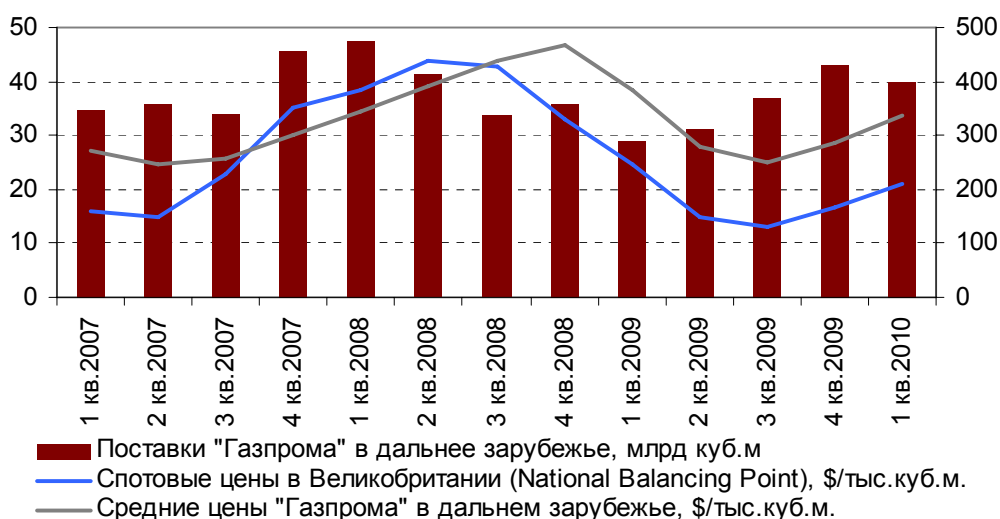
Европейский рынок

Основные тенденции на европейском газовом рынке в 2009г.:

- 1) Снижение потребления
- 1) Избыток предложения
- 2) Сильное понижающее давление на цены

Потребление газа в Европе на фоне рецессии в экономике снизилось на 7.2% в прошлом году, одновременно импорт из России сократился на 14%, при этом поставки СПГ, прежде всего из Катара, выросли на 22%. Потеря доли рынка Газпромом объясняется тем, что, начиная с IV квартала 2008г. премия поставляемого Газпромом газа, контрактные цены которого привязаны к нефтяным котировкам, к спотовым ценам в Европе, составляли более \$100 за кубометр (сейчас уже почти \$200). В результате чего европейцы предпочитали закупать СПГ из стран Ближнего Востока и Африки, цена на который привязана к спотовым котировкам. Потеря доли рынка недавно вынудила Газпром пойти на уступки и согласится продавать газ по спотовым ценам крупнейшим западноевропейским компаниям в пределах 10-15% от общих объемов.

График 10. Цена и поставки газа Газпрома в Европу против спотовой цены



Значительный разрыв между спотовыми и контрактными ценами Газпрома сохраняется, но поставки постепенно начинают восстанавливаться.

Источник: Газпром, Bloomberg, Расчеты Прайм Марк

Несмотря на холодную зиму 2010г., когда потребление газа в Европе поднялось на 7% в январе и 6% в феврале на рынке все еще наблюдается избыток предложения на фоне глобальных сдвигов произошедших в последние годы на мировом газовом рынке. Прорыв американских производителей в области добычи нетрадиционных видов газа, прежде всего сланцевого, в сочетании с экономической рецессией и небывалой волной новых поставок СПГ привёл к перенасыщению рынка США и тем самым «закрыл» крупнейший рынок для экспортеров. От этого в первую очередь пострадали поставщики СПГ, которые переориентировали свои поставки на европейский рынок. По оценкам Wood Mackenzie, в период 2010—2012 г. ёмкость свободного рынка газа (не включающего долгосрочные поставки или контракты «бери или плати») в Европе составит около 70 млрд. куб. м., а предложение в этом сегменте составит около 140 млрд. куб. м трубопроводного газа и СПГ. Спотовые цены в Европе могут находиться под сильным давлением еще на протяжении нескольких лет пока спрос и предложение не придут в равновесие.

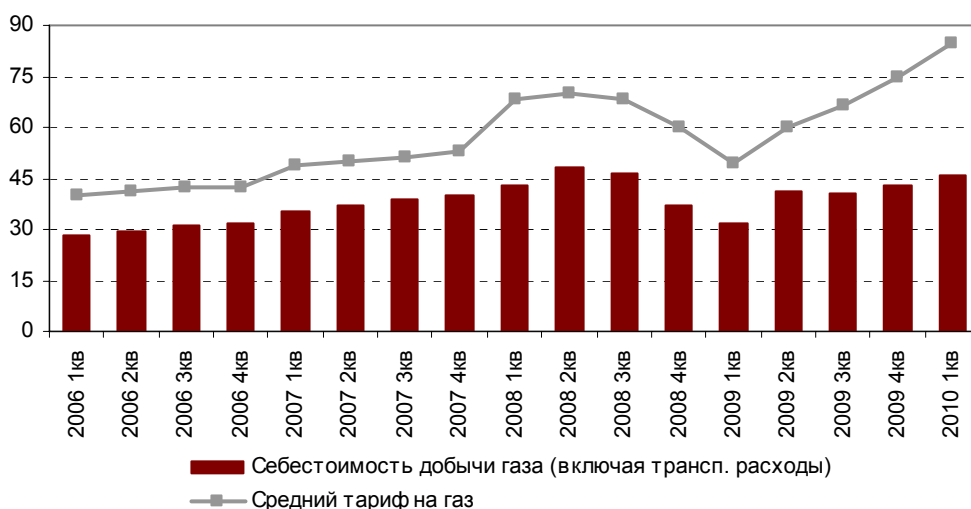
Тем не менее, по прогнозу Exxon Mobil и CERA добыча газа в Европе будет падать, несмотря на развитие нетрадиционного газа, и к 2030 году доля импорта может вырасти с 45% до 70%, при этом ожидается рост поставок газа по газопроводам из России.

Российский рынок газа

На российском газовом рынке можно выделить две ключевые тенденции: 1) рост цен на газ и 2) постепенное снижение доли Газпрома.

Как это не парадоксально, но единственным рынком, на котором за последнее время ситуация для производителей улучшилась, стал внутренний рынок. Во-первых, повышение внутренних тарифов на газ способствовало тому, что Газпром смог впервые за долгое время получить прибыль от поставок газа на внутренний рынок (70 млрд руб. в 2009г.), и во-вторых, в марте 2010г. внутренние цены на газ впервые превысили очищенную экспортную цену экспортного газа на спотовом рынке. Рост тарифов и укрепление рубля способствовали значительному росту рентабельности продаж газа в России. Текущие оптовые цены для промышленных потребителей составляют порядка \$83 за тыс.куб.м., что при текущем среднем уровне издержек в отрасли на уровне \$45 за тыс.куб.м. (включая транспортные расходы) обеспечивает компании работающие на этом рынке неплохой рентабельностью.

График 11. Рентабельность продаж газа в России, \$/тыс.куб.м.

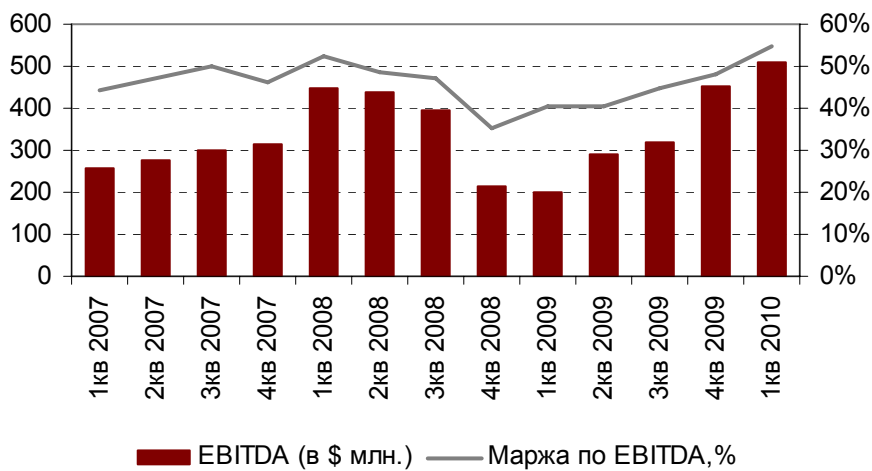


Разрыв между себестоимостью поставок и тарифами на газ все больше увеличивается.

Источник: Данные компаний, расчеты Прайм Марк

Независимые производители газа, крупнейшим из которых является Новатэк, показали очень сильные финансовые результаты за последние полгода. В 1кв. 2010 Новатэк показал самую высокую квартальную EBITDA за свою историю в размере \$508 млн., рентабельность по EBITDA и чистой прибыли составили рекордные 55% и 40% соответственно.

График 12. Динамика показателя EBITDA Новатэка

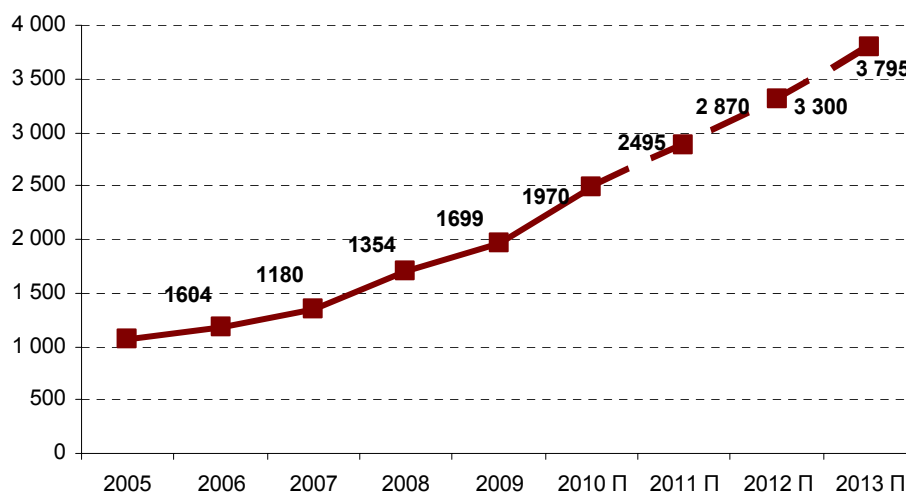


Новатэк благодаря росту тарифов показывает рекордный уровень рентабельности.

Источник: Данные компаний, расчеты Прайм Марк

Несмотря на сильное лобби Газпрома, вопрос о либерализации внутренних цен на газ пока отложен до 2013г. Согласно решению МЭР в 2010-2012гг. ежегодная индексация тарифа будет составлять 15% с начала года. Либерализация цен на газ неизбежно приведет к резкому росту цен на внутреннем рынке (текущая очищенная экспортная цена составляет около \$170 за тыс.куб.м. против \$83 по текущему тарифу), отрицательно скажется на потребителях и конкурентоспособности отечественной экономики. Мы полагаем, что вопрос о либерализации цен на газ в России имеет следующие перспективы: 1) маловероятен при высоких ценах на нефть (выше \$80 за баррель) в среднесрочной перспективе, 2) возможен при ценах на нефть около \$50-55 уже с 2013г., 3) возможен при ценах около \$70 с 2016-2017гг.

График 13. Средние цены для промышленных потребителей, \$/тыс. куб.м.

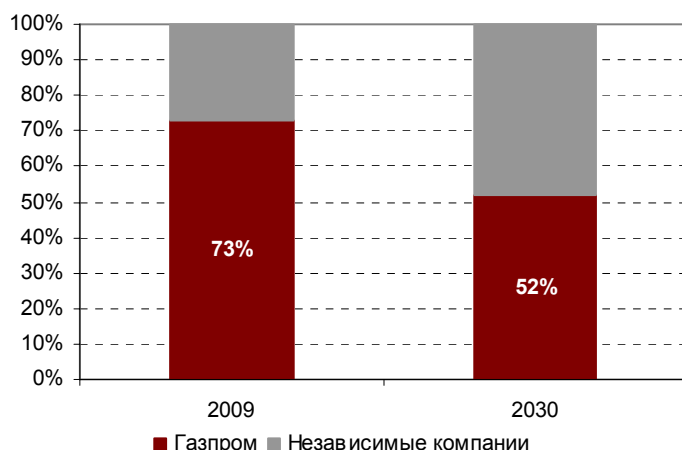


В отличие от Европы, в России цены на газ будут точно только расти.

Источник: ФСТ, Газпром

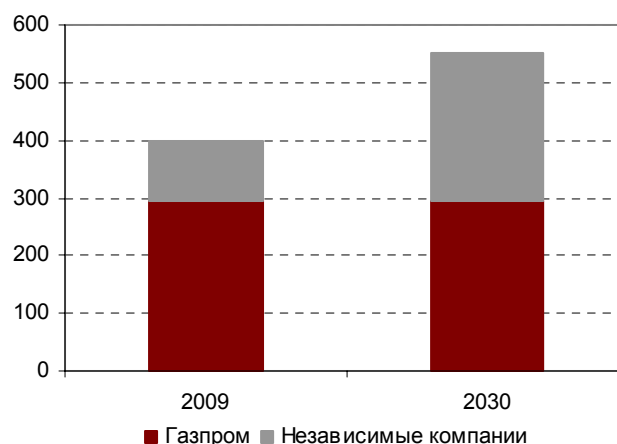
Еще одной заметной тенденцией на внутреннем рынке помимо роста тарифов является довольно показательное снижение доли Газпрома, что, впрочем, вписывается в долгосрочную стратегию компании. В 2009г. доля Газпрома на внутреннем рынке составила 73%, а к 2030г. Газпром прогнозирует снижение своей доли до 52%. По оценке компании, весь прирост внутреннего спроса на газ будут удовлетворять независимые компании, а сам Газпром будет в 2030 году поставлять на внутренний рынок столько же газа, сколько в 2009 году. На наш взгляд это вызвано тем, что новые проекты Газпрома (прежде всего Ямал) являются высокочрезвычайными и направлены главным образом на экспорт.

График 14. Доля Газпрома на внутреннем рынке (2009-2030),%



Источник: Газпром, расчеты Прайм Марк

График 15. Поставки газа на внутренний рынок, млрд.м3.



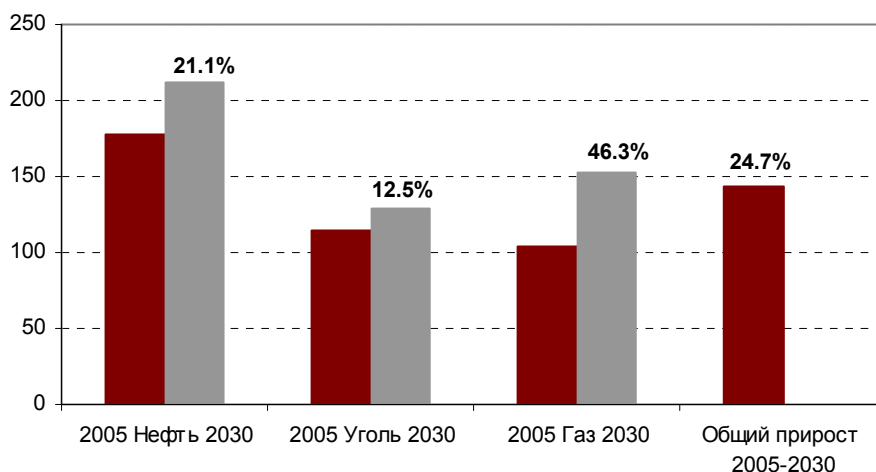
Источник: Газпром, расчеты Прайм Марк

Вне зависимости от решения вопроса по либерализации внутренних цен на газ, рыночная конъюнктура для независимых производителей газа складывается очень благоприятная. Во-первых, растут цены, а во-вторых, увеличивается доля рынка. Поэтому, на наш взгляд, перспективы Новатэка сейчас лучше чем у Газпрома. Для Газпрома сейчас куда большее значение, чем внутренний рынок, имеют вопросы экспорта газа и новых проектов.

Перспективы отрасли

Согласно прогнозам Службы Энергетической Информации США (EIA) потребление природного газа в мире увеличится с 3 трлн.куб.м. в 2008г. до 4.3 трлн.куб.м. к 2030г. или почти на 50%, то есть будет расти на 1.8% в год. Потребление природного газа будет расти быстрее нефти и угля, но будет уступать альтернативным источникам энергии, таким как атомная, гидро, солнечная и ветряная энергия. К 2030 природный газ станет вторым по объему потребления топливом в мире после нефти, в то время как сейчас он уступает углю. Росту значимости природного угля будет служить развитие электроэнергетики, где он зарекомендовал себя как надежный и сравнительно чистый источник энергии.

График 16. Рост потребления различных видов топлива в мире 2005/2030, квадриллион БТЕ



В следующие 20 лет потребление газа вырастет больше, чем других углеводородов.

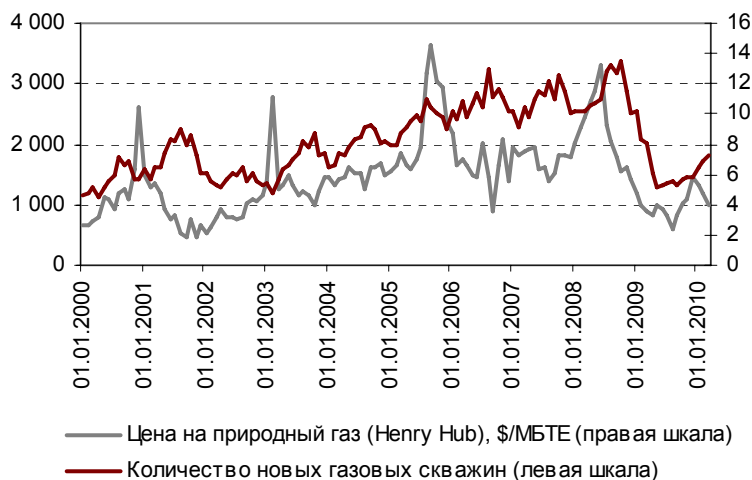
Источник: International Energy Agency, Exxon Mobil

Росту предложения будут способствовать развитие альтернативных источников природного газа, особенно в США, где к 2030г. более 55% производимого природного газа придется на альтернативный газ, а также увеличение мощностей СПГ (сжиженного природного газа) для удовлетворения, прежде всего спроса в Восточно-Азиатских странах.

Несмотря на прорыв в добыче нетрадиционных источников газа, он будет являться лишь дополнением, но не альтернативой традиционному газу из-за целого ряда технологических ограничений и возможных экологических проблем, препятствующих его активному освоению.

За последний год довольно резко изменилось соотношение между ценой нефти и газом. За последние пять лет средняя спотовая цена на природный газ составляла около 60% от цены на нефть. В настоящее время это значение составляет 31%. Нам кажется, что рынок настроен слишком скептически по отношению к газовому рынку. Несмотря на рост запасов и добычи, которые обеспечивают ранее недоступные источники природного газа, высокая себестоимость их добычи делает их низкомаржинальными, таким образом, влияние их на рыночный баланс и цены является ограниченным, так как при падении цен в первую очередь будут приостанавливать добычу и разработку высоко-затратных месторождений.

График 17. Цена на газ и количество новых газовых скважин в США.



Источник: EIA, Bloomberg

Внутреннее производство газа в США неминуемо сократится вслед за ценами.

Таким образом, мы считаем текущие цены неустойчивыми. Восстановление западных рынков и продолжающийся рост азиатских приведет к увеличению потребления газа, что в свою очередь будет способствовать росту цен на газ.

Прогноз цен на газ

Согласно нашим прогнозам спотовые цены на природный газ в Европе и Северной Америке к концу 2010г. вырастут на 20% до \$165 и \$200 за тыс.куб.м. соответственно, в то время как цена на нефть марки Brent будут находиться на уровне \$80 за баррель, что лишь на 10% выше текущих значений. Опережающий рост цен на газ на наш взгляд будет вызван сокращением дисконта по отношению к нефти, находящегося сейчас на многолетних максимумах.

Прогноз спотовых цен на газ

	Текущая цена	3 кв.2010	4 кв.2010	2011	2012	2013
Henry Hub (США), \$/ 000 куб.м.	137	149	165	183	201	212
<i>темпы роста, %</i>		8%	11%	9%	10%	6%
Zeebrugge (Европа), \$/ 000 куб.м.	170	182	204	225	245	260
<i>темпы роста, %</i>		7%	12%	10%	9%	6%

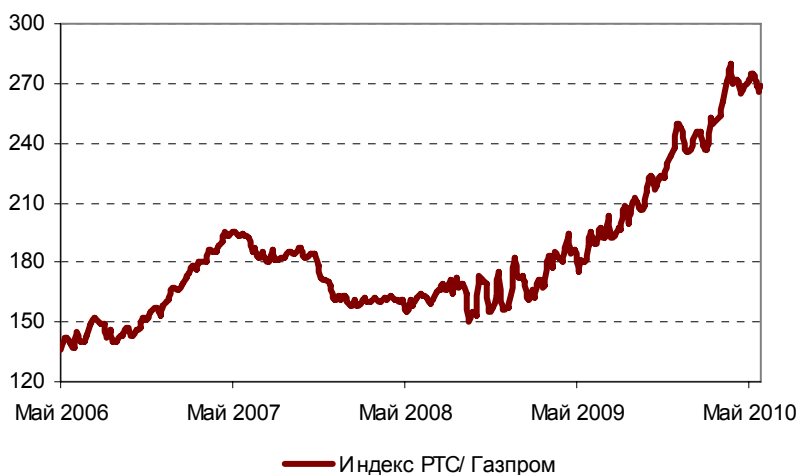
Источник: Bloomberg, расчеты Прайм Марк

Наш позитивный прогноз по росту цен на газ также основан на текущих макроэкономических трендах: постепенное восстановление мировой экономики, бурный рост экономик стран АТР, низкие процентные ставки, большой объем ликвидности на финансовых рынках, ускорение инфляционных процессов, все это способствует постепенному росту цен на энергоносители.

Газпром - оправдана ли низкая цена?

Сейчас Газпром торгуется не только значительно ниже своих зарубежных аналогов, но и российской нефтянки в целом. Мультипликатор P/E на 2010г. составляет всего 3.5х, что на 40% и 50% ниже аналогичного показателя у российских и зарубежных аналогов. Капитализация Газпрома сейчас на 70% ниже своих исторических максимумов, в то время как индекс РТС отделяет от максимумов около 50%. Спрэд между индексом и Газпромом в конце марта 2010г. достиг своих исторических максимумов.

График 18. Спрэд Газпрома и индекса РТС

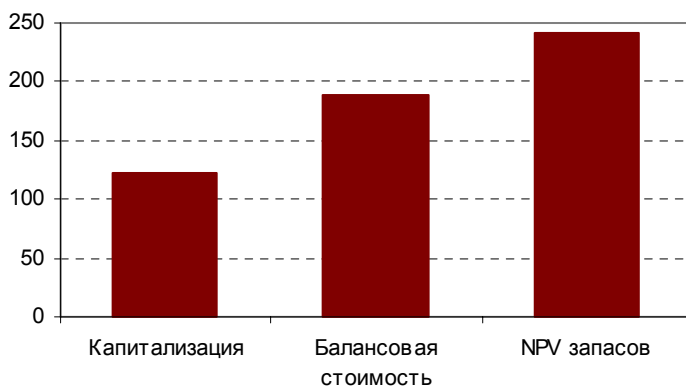


Газпром существенно отстает от рынка. Спрэд по отношению к индексу РТС достиг своих максимальных значений.

Источник: РТС, Расчеты Прайм Марк

Капитализация компании сейчас в два раза ниже текущей стоимости ее запасов и в полтора раза стоимости чистых активов. Таким образом, рынок закладывает стремительное снижение акционерной стоимости Газпрома в будущем. Зададимся ключевым вопросом: каковы основные опасения инвесторов и почему они ожидают такого уничтожения стоимости компании в будущем? Рассмотрим возможные варианты и попытаемся определить адекватность реакции рынка.

График 19. Капитализация, NPV запасов и балансовая стоимость Газпрома, \$млрд.



Газпром оценивается рынком существенно ниже стоимости своих запасов и балансовой стоимости.

Источник: РТС, Газпром, Расчеты Прайм Марк

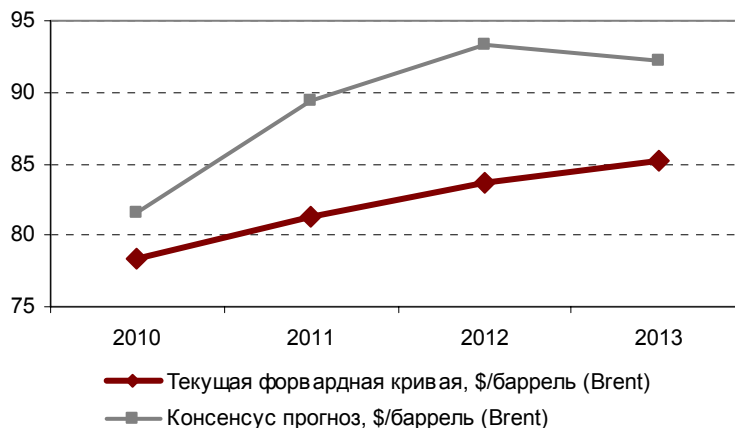
На наш взгляд инвесторов в настоящее время больше всего беспокоят два вопроса, которые могут потенциально привести к потере стоимости компании:

- 1) Экспорт газа
- 2) Новые проекты

Экспорт газа. Европейским рынок является ключевым для Газпрома. На него приходится около 60% выручки концерна. Европейский рынок был и остается для Газпрома главным источником денежных потоков компании. Значит, инвесторы опасаются, что в будущем условия поставок на европейский рынок могут значительно ухудшиться. Здесь есть два фактора, которые надо рассмотреть, это цены и объем поставок.

Цены. Газпром поставляет газ в Европу по долгосрочным контрактам с формулой цены, привязанной к ценам на нефтепродукты. Ценообразование здесь зависит от котировок цен на нефть, которые до недавнего времени показывали уверенно растущую динамику. Прогнозы и кривая фьючерсных контрактов также не указывают на возможность снижения цен в обозримой перспективе.

График 20. Фьючерсная кривая и консенсус прогноз цены на нефть, \$/баррель



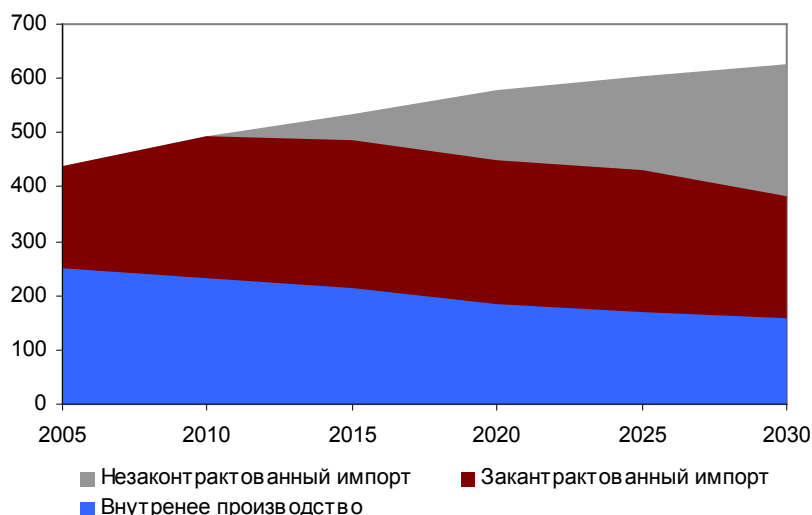
Источник: Bloomberg, Расчеты Прайм Марк

Сейчас продажа газа по долгосрочным контрактам приносит Газпрому операционный доход в размере около \$125 с тыс. куб.м., в то время как продажа по спотовым ценам обеспечивает не более \$40 с тыс.куб.м. Изменение условий контрактов в части ценообразования и перехода на спотовые котировки может привести к значительному сокращению денежных потоков компании. Пока что ситуация такова, что компания, возможно, будет продавать по спотовым ценам до 10-12% и недополучать около \$2 млрд. ежегодно, при условии, что цена на спотовом рынке останется на текущем уровне. Для того, чтобы существенно снизить стоимость Газпрому нужно будет продавать весь экспортный газ по спотовым ценам не менее пяти лет, что в настоящее время является почти невероятным сценарием. Недавние переговоры с основными потребителями газа в Европе продемонстрировали устойчивость позиции Газпрома, основные условия экспортных контрактов остались неизменными.

Объем поставок. Спекуляции на тему сланцевого газа и наращивание поставок СПГ в Европу сильно ударили по инвестиционной привлекательности Газпрома. Тема сланцевого газа рассматривалась нами ранее в данном обзоре, где в ходе анализа мы пришли к выводу, что промышленная добыча сланцевого газа имеет сумеречные перспективы в Европе по целому ряду причин. Ситуация такова, что собственная добыча газа в Европе, будет скорее всего устойчиво снижаться (по данным CERA). С другой стороны перспективы роста спроса довольно неплохие за счет ряда качественных потребительских преимуществ газа (экологичность, меньшая капиталоемкость) перед остальными источниками энергии. Куда бы не пошли цены на газ Газпром сможет сохранить свою долю рынка за счет замещения доли внутренней добычи и сохранения договоренностей о гарантии определенного минимального уровня поставок. Возможный же рост доли рынка будет зависеть от котировок спотовых цен на газ. При сужении спреда между спотом и контрактными ценами Газпром сможет наращивать свою долю рынка, а при сохранении текущей разницы в ценах производители СПГ будут в более выгодном положении.

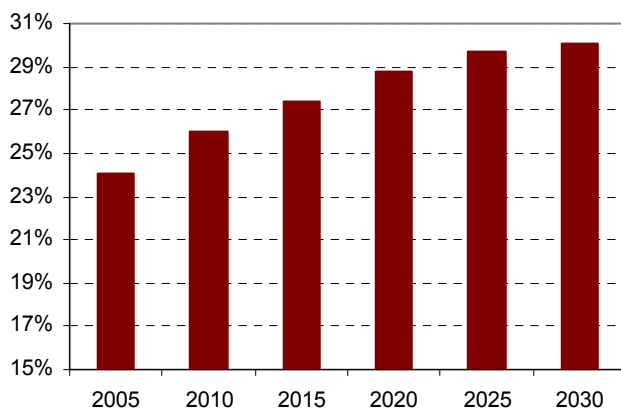
Несмотря на потерю доли рынка в 2009г. Газпром сможет улучшить свои рыночные позиции на европейском рынке за счет замещения падающей внутренней добычи.

График 21. Потребление газа в Европе, млрд. куб.м.



Источник: Cedigaz, Расчеты Прайм Марк

График 22. Удельная доля газа в энергетическом балансе Европы



Источник: Cedigaz, CERA

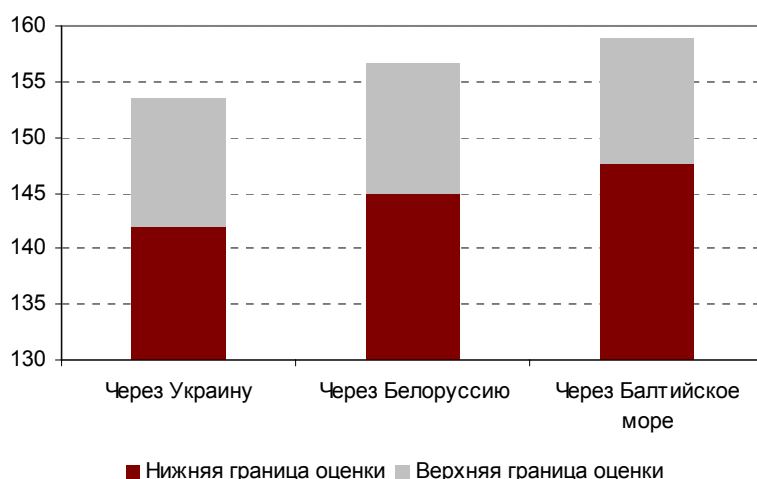
Удельная доля газа в энергетическом балансе Европы будет увеличиваться.

Новые проекты

Главная интрига низкой цены акций Газпрома на наш взгляд кроется именно в новых наиболее грандиозных проектах компании, которые при текущем уровне цен на газ и налоговом режиме являются в большинстве своем убыточными. Среди таких проектов, трубопроводы Южный поток, Бованенковское и Штокмановское месторождение и новые восточносибирские проекты.

Ямал. Рассмотрим экономику Ямальского проекта, наиболее амбициозного из проектов Газпрома. Ямальский проект – самый крупный в нефтегазовой отрасли России со времени распада СССР. Его реализация изменит ситуацию в сфере добычи газа и базу затрат отрасли. Себестоимость поставок газа по оценке МЭА (Международное Энергетическое агентство) составит \$145-156 на 1 тыс. куб.м., что почти в три раза больше чем с текущих месторождений. Прогнозная себестоимость газа Бованенковского месторождения при поставке в Европу столь высока из-за чрезвычайно высоких транспортных расходов – от конечных потребителей в Европе его отделяет более 3.5 тыс. км. На транспортные расходы придется до 60% от совокупной себестоимости продаж ямальского газа в Европу.

График 23. Себестоимость поставок газа из Ямала в Европу (оценка МЭА), \$/ тыс. куб.м.

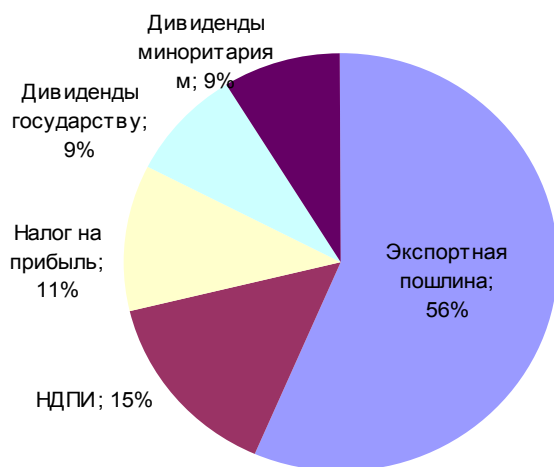


Основные недостатки ямальского газа связаны с высокой стоимостью его транспортировки.

Источник: Международное энергетическое агентство

Основная проблема ямальского газа даже не в удаленности региона и в сложности его освоения, а в текущей системе налогообложения отрасли. При текущих ценах на газ около 80% денежных потоков от Бованенковского месторождения получит государство в виде экспортной пошлины, НДС и налога на прибыль. 20% получают акционеры Газпрома, из которых половина приходится на государство. Таким образом, государство получит почти 90% денежных потоков от проекта, а для того, чтобы IRR проекта был хотя бы около 10%, экспортная цена на российский газ должна быть \$400 за тыс.куб.м. (самая высокая в истории).

График 24. Распределение денежных потоков от Бованенковского проекта.

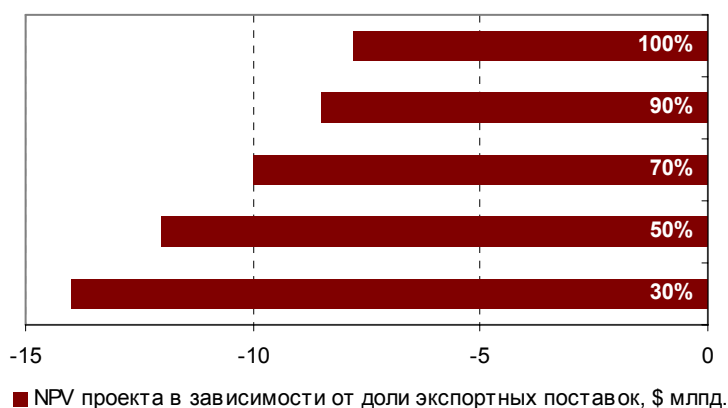


Львиную долю денежных потоков получит государство.

Источник: Расчеты Прайм Марк

Для того, чтобы сделать проект более доходным Газпрому необходимо изменение и без того довольно благоприятной системы налогообложения газовой отрасли. Помимо отмены НДС, компании необходимо лоббировать снижение экспортной пошлины на газ (с текущих 30% до 20%). Это приведет к снижению бюджетных поступлений, по меньшей мере, на \$45 млрд. или в среднем на \$1.5 млрд. в год, что будет негативно воспринято Минфином. Принимая во внимание тот факт, что нефтянка несет гораздо большую налоговую нагрузку по сравнению с Газпромом, государство скорее пойдет на предоставление льгот нефтяникам нежели Газпрому.

График 25. NPV Бованенковского проекта при нынешнем налоговом режиме



Источник: Расчеты Прайм Марк

Трубопроводные проекты. Не секрет, что новые трубопроводные проекты Газпрома, особенно наиболее громкие (Северный и Южный поток) имеют довольно слабую экономическую составляющую, так как их главная задача не в создании дополнительной стоимости для акционеров, а в прокладке альтернативных путей поставки газа в обход стран транзитеров. Текущая мощность экспортных газопроводов Газпрома составляет около 200 млрд. куб.м. в год. За последние пять лет поставки Европейским странам составляли около 161 млрд. куб.м.

Согласно генеральной схеме развития газовой отрасли поставки газа в Европу к 2020г. составят 220-225 млрд. куб.м., а учитывая планы Европы по диверсификации базы поставщиков и рост рынка СПГ, прогноз по увеличению поставок почти на 40% может оказаться несбыточным. Таким образом, большая часть из совокупной мощности Северного и Южного потоков (85 млрд.куб.м. в год) может остаться незадействованной либо по ним будет прокачиваться газ, который мог бы быть поставлен по уже действующим газопроводам.

Стоимость транспортировки по новым газопроводам будет выше, чем транзитный тариф Украины и Белоруссии. Одни только амортизационные затраты в составляющей тарифа у первой второй очереди Nord Stream и Южного потока составят по нашим оценкам около \$15, 18 и 35 на тыс. куб.м. соответственно, по сравнению с текущими затратами на транзит до границ ЕС для Газпрома в размере \$16.3 и \$32 на тыс.куб.м., через Белоруссию и Украину соответственно.

В итоге Газпром не только понесет значительные капитальные затраты (\$42 млрд. совокупные кап. затраты), но и увеличит операционные расходы за счет более дорогих тарифов на прокачку газа. Но, у этих проектов есть один значительный плюс - политический. В результате наличия альтернативных маршрутов поставки газа Россия будет менее зависима от стран-транзитеров и сможет обеспечить большую надежность своих поставок.

Выводы

Газпром находится абсолютно в том же положении, в каком пребывала российская нефтяная отрасль несколько лет назад: обильный поток денежных средств от давно разрабатываемых проектов иссякает, государство заинтересовано в росте добычи любой ценой для поддержания налоговых поступлений в бюджет, в результате чего компания перенаправляет средства в проекты с отрицательным NPV (чистой приведенной стоимостью).

Текущая стоимость активов компании составляет около \$230 млрд. (за вычетом чистого долга), при этом рыночная капитализация составляет \$120 млрд., что говорит о том, что инвесторы ожидают, что Газпром может потерять почти половину своей стоимости в будущем. Основные источники потенциального снижения стоимости это цены на газ, объемы экспортных поставок и потенциально убыточные проекты концерна.

Несмотря на текущую невысокую цену на спотовом рынке высокая база затрат как сланцевого газа, так и СПГ при восстановлении спроса приведет к неминуемому росту цен. Объем экспортных продаж Газпрома также является скорее краткосрочной проблемой. Газпром сможет сохранить свою долю на европейском рынке, если спотовые цены начнут расти, что согласно нашим ожиданиям должно случиться не позднее конца года. Мы не сомневаемся в том, что Газпром сможет сохранить свою долю рынка в Европе, но ему, скорее всего, будет проблематично ее нарастить по двум причинам: 1) из-за роста поставок СПГ и 2) желания европейцев снизить свою энергетическую зависимость от ключевых поставщиков сырья.

В более долгосрочной перспективе Газпрому для положительной динамики его акций нужно решить вопросы по улучшению эффективности новых проектов. Но даже на сегодняшний день при текущих ценах на газ и налоговой системе новые проекты не приведут к потенциальному разрушению стоимости компании почти в два раза или \$100 млрд. (как оценивает рынок). По нашим расчетам отрицательный эффект от реализации новых проектов не превысит \$30 млрд.

Новатэк – отличные перспективы

Новатэк, второй крупнейший по величине производитель природного газа в России, имеет отличный потенциал роста своих производственных и финансовых показателей.

В 2009г. запасы газа компании выросли на 40% до 967 млрд. куб.м. (при добыче в 2009г. 32 млрд. куб.м.) за счет органического роста (начало эксплуатационного бурения на Юрхаровском месторождении), так и приобретения 51% акций Ямал СПГ, владеющей лицензией на Южно-Тамбейское месторождение. Таким образом, соотношение запасов газа к объемам добычи увеличилось до 30 лет.

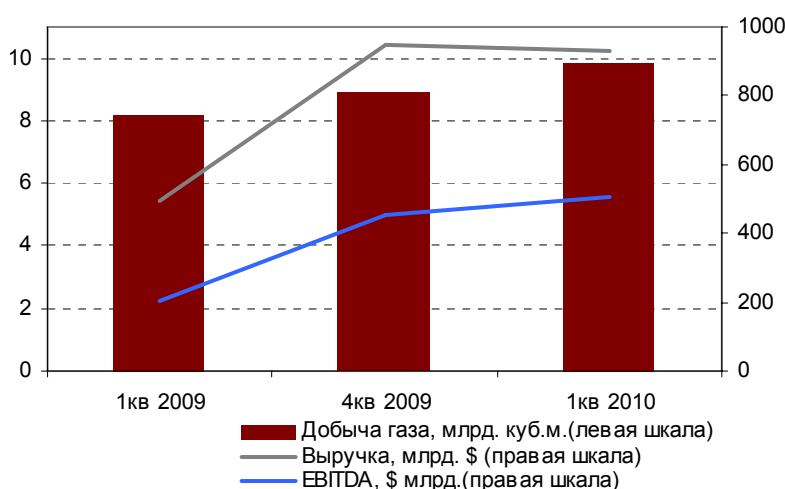
Запасы Новатэка

	2005	2006	2007	2008	2009	Добыча в 2009	Запасы/Добыча
Газ, млрд. куб. м.							
Доказанные запасы (SEC-LOF)	641	651	653	690	967	32	30
Доказанные и вероятные запасы	1 006	1 015	1 029	1 017	1 462		
Жидкие углеводороды, млн. т.							
Доказанные запасы (SEC-LOF)	46	50	49	55	63	3	21
Доказанные и вероятные запасы	95	100	102	104	124		
Всего, млн. н.э.							
Доказанные запасы (SEC-LOF)	4 573	4 664	4 678	4 963	6 853	237	29
Доказанные и вероятные запасы	7 358	7 445	7 562	7 498	10 589		

Источник: Данные компании, расчеты Прайм Марк

Компания показывает впечатляющую динамику операционных и финансовых показателей. В 2009г. добыча газа у Новатэка выросла на 6.3% до 32.5 млрд. куб.м. в то время как добыча Газпрома снизилась на 16.1%. В 1кв. 2010 производство газа выросло на 20.5% по сравнению с 1кв.2009 и на 11.1% по сравнению с 4кв. 2009. EBITDA за аналогичный период выросла на 120% и 13.4%.

График 26. Добыча газа и финансовые показатели Новатэка.

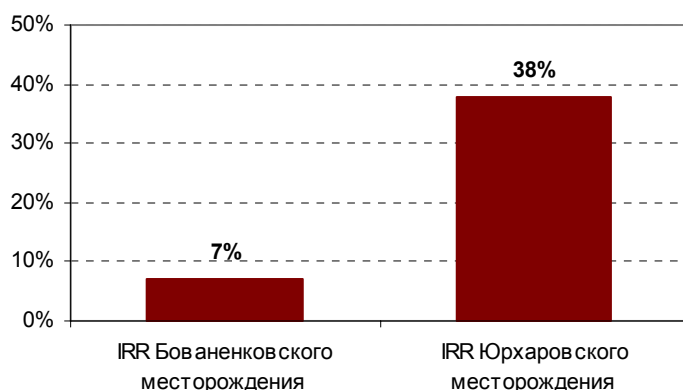


Компания показывает хорошую динамику производственных и финансовых показателей.

Источник: Данные компании, Расчеты Прайм Марк

Доходность (IRR) главных проектов Новатэка намного выше, чем у новых проектов Газпрома. IRR Юрхаровского месторождения составляет около 40% против 6% у Бованенковского проекта.

График 27. IRR Бованенковского (Газпром) и Юрхаровского проекта (Новатэк)

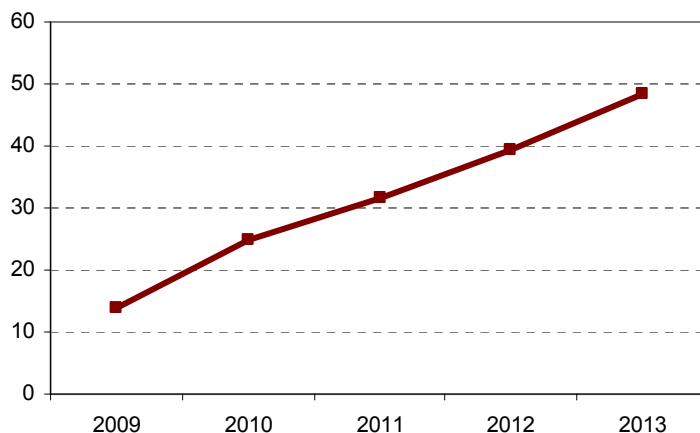


Источник: Данные компаний, Расчеты Прайм Марк

Новые проекты компании гораздо более прибыльные, чем у Газпрома.

При текущем плане роста тарифа на газ на внутреннем рынке маржа поставок потребителям у компании увеличится с \$13/тыс. куб.м. в 2009г. до почти \$50/тыс. куб.м. к 2013г.

График 28. Маржа поставок конечным потребителям Новатэк, \$ на тыс. куб.м.

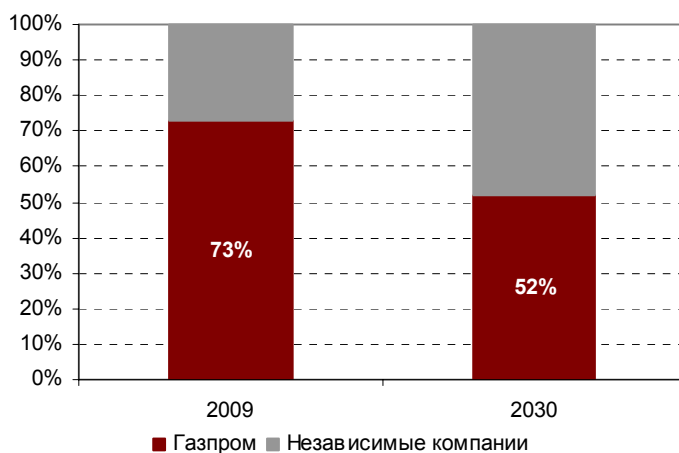


Источник: Оценки Прайм Марк

Маржа поставок потребителям может увеличиться с \$13 на тыс.куб.м. в 2009 до \$50 на тыс.куб.м. к 2013г.

При этом за счет того, что Газпром вынужден сокращать долю на внутреннем рынке, для того чтобы обеспечить большую прибыльность газа с новых высокочатратных месторождений, независимые производители газа смогут существенно нарастить свою долю рынка, не вступая в конкуренцию с Газпромом.

График 29. Доля Газпрома на внутреннем рынке.



Газпром будет уступать долю рынка независимым производителям.

Источник: Газпром, расчеты Прайм Марк

Лоббистская деятельность Газпрома по повышению внутренних тарифов на газ играет на руку, прежде всего, независимым производителем газа, в частности наиболее крупному и успешному из них Новатэку. До тех пор пока Газпром не урегулирует с государством режим налогообложения новых проектов, акции Новатэка будут смотреться привлекательнее бумаг Газпрома.

Газовые активы Геннадия Тимченко

Третьим наиболее заметным, но совсем не публичным, игроком на рынке российского газа на наш взгляд является Геннадий Тимченко и его инвестфонд Volga Resources. Фонд является крупнейшим акционером Новатэка (20.77%), Стройтрансгаза (79.6%), Петромира (50%, лицензия на Ангаро-Ленское месторождение газа), владеет крупными пакетами в Ямал СПГ (23.9%, лицензия на Южно-Тамбейское месторождение, 51% было продано в 2009г. Новатэку) и Геотек Холдинг (25%, компания контролирует треть российского рынка геологоразведки).

Группу активов Геннадия Тимченко можно условно разделить на три составляющие: 1) компании группы Gunvor – нефтяные активы, 2) компании фонда Volga Resources – в основном газовые активы и 3) компании, контролируемые через другие структуры, в основном страховые и авиационные.

Основные активы Геннадия Тимченко

	Доля, %
Компании фонда Volga Resources:	
Новатэк	20,8%
Стройтрансгаз	79,6%
Геотек	25,0%
Ямал СПГ	23,9%
Петромир	50%
Sovag (страхование)	50%
Активы группы Gunvor:	
Судоходная компания Clearlake Shipping	100%
Нефтяной терминал в Усть-Луге	100%
Роснефтьбункер	100%
Трансойл	около 70%-
Мазутный терминал в Новороссийске	50%
Лаганский блок месторождения на шельфе Каспия	30%
Нефтетрейдер IPP	100%
Нефтяные терминалы в Панаме	17,7%
Компании, контролируемые через другие структуры:	
Нефтетрейдер Сургутэкс	51%
Банк Россия	9,6%
Страховая компания Регионгарант	94%
Страховая компания Альма	10,8%
Завод минеральной воды в г.Кулебаки	100%

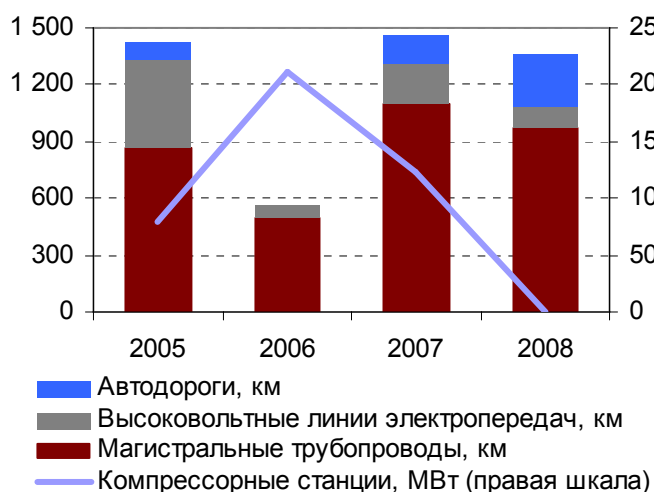
Источник: Коммерсант, Ведомости, РБК Daily

Стройтрансгаз

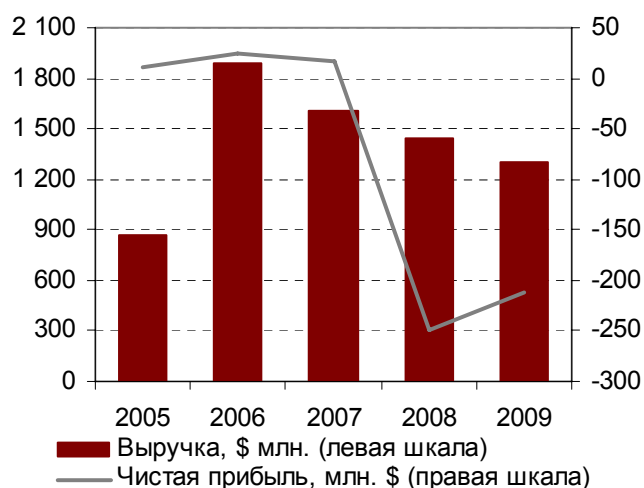
Стройтрансгаз является вторым по величине выручки подрядчиком в нефтегазовом секторе России. Компания специализируется на возведении магистральных нефте- и газопроводов, объектов обустройства нефтяных и газовых месторождений, а также энергетических объектов и ЛЭП. Основные рынки компании расположены в России, странах Ближнего Востока, Северной Африки, Европы, Юго-Восточной и Средней Азии. В середине 2009г. основным акционером компании стал фонд Volga Resources с долей 79.6%.

Выручка компании составила около \$1.3 млрд. в 2009г. С 2006г. выручка Стройтрансгаза устойчиво снижалась средним темпом 12% в год (в долларах), что было вызвано сокращением заказов со стороны Газпрома, до этого бывшим основным владельцем компании. Чистый убыток в 2008 и 2009 гг. составил \$250 и \$212 млн. соответственно. На фоне сокращения заказов Газпрома доля продаж на внутреннем рынке сократилась с 93% в 2005г. до 44% в 2009г. Очевидно, что последние годы были довольно тяжелыми для компании. Тем не менее, мы ожидаем, роста выручки и внутренних заказов на фоне смены собственника, который способен придать новый импульс развитию компании. Стройтрансгаз смог выиграть ряд тендеров на строительство энергетических объектов (Калининская, Ростовская, Новочеркасская АЭС и объекты ФСК), а в будущем может стать одним из подрядчиков Новатэка при освоении новых месторождений.

График 30. Операционные показатели Стройтрансгаза **График 31. Финансовые показатели Стройтрансгаза**



Источник: Данные компании



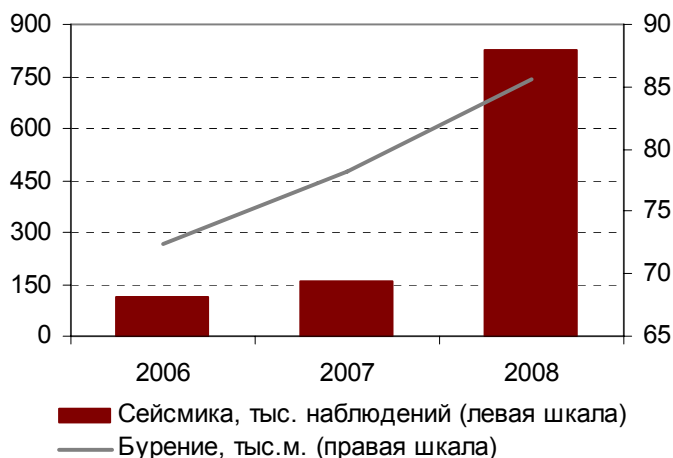
Источник: Данные компании

Геотек

Геотек — одна из крупнейших российских нефтесервисных компаний, оказывающая геологоразведочные услуги (доля рынка около 35%). Помимо сейсморазведки компания занимается разведочным бурением и капитальным ремонтом скважин. Компания образовалась в 2006г. и в настоящее время объединяет 82 геологоразведочные партии. В начале 2010г. блокпакет компании приобрел фонд Геннадия Тимченко Volga Resources. Доля менеджмента сейчас составляет 63%, оставшиеся 12% принадлежат инвест.фондам (в марте 2008г. компания провела private placement).

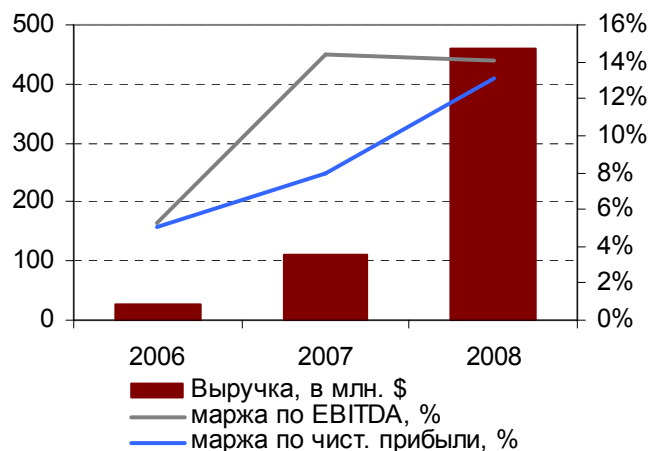
Компания с 2006 по 2008г. показала стремительный рост производственных и финансовых показателей. Выручка выросла с \$27 до \$459 млн., а чистая прибыль с \$1.3 до \$60 млн. Рентабельность по EBITDA и чистой прибыли в 2008г. составила 14% и 13% соответственно, что является хорошим показателем для растущей компании. Количество сейсмических наблюдений увеличилось с 113 тыс. в 2006 до 825 тыс. в 2008г.

График 32. Производственные показатели Геотека



Источник: Данные компании

График 33. Финансовые показатели Геотека



Источник: Данные компании

Компания имеет хорошие перспективы роста бизнеса за счет освоения нефтегазовыми компаниями Восточной Сибири, который является приоритетным в стратегии развития компании и потенциальных заказов Новатэка, после вхождения в капитал фонда Геннадия Тимченко.

Месторождения

Volga Resources владеет значительными долями в компаниях имеющих лицензии на освоение двух крупных газовых месторождений – Ангаро-Ленского и Южно-Тамбейского. Месторождения сопоставимы по уровню запасов, которые составляют 1221 трлн. куб.м. и 1256 трлн. куб.м. (категория C1+C2) соответственно. Наиболее хорошие перспективы имеет Южно-Тамбейское месторождение, которое разрабатывает Ямал СПГ (51% у Новатэка). Перспективы освоение Ангаро-Ленского месторождения пока туманны в силу неразвитости инфраструктуры и недоразведанной резервной базы. Недавно в СМИ появилась информация, что фонд Геннадия Тимченко также заинтересован в покупке доли в одном из крупнейших месторождений газа в России - Ковыкты.

Выводы

Все газовые активы Геннадия Тимченко хорошо выстраиваются в единую производственную цепочку. Новатэк недавно приобрел лицензию на Южно-Тамбейское месторождение, в ходе освоения которого основными подрядчиками потенциально могут стать Стройтрансгаз и Геотек. Газ, добытый из этого месторождения, может экспортироваться в Европу в виде СПГ.

Недавно появилась информация о том, что Gunvog, экспортирующая до 40% российской нефти, хочет заняться торговлей газом. В настоящее время Газпром обладает монополией на экспорт российского газа, поэтому Gunvog будет скорее заниматься перепродажей газа европейским потребителям. Помимо газа Газпрома компания, вероятно, будет перепродавать СПГ, который планируется поставлять с Южно-Тамбейского месторождения Новатэка. Gunvog уже заключил договоры с регазификационными терминалами в бельгийском Зеебрюгге, чтобы поставлять СПГ на северо-запад Европы. По словам представителей компании, Gunvog будет работать на рынках Европы, Индии, Кувейта и странах Азиатско-Тихоокеанского региона.

Принимая во внимание мощный административный и экономический потенциал компании Gupvog, как и в случае с нефтью, в перспективе нескольких лет компания действительно может стать одним из крупнейших продавцов российского газа.

Оценка стоимости Газпрома

Прогноз цен реализации

	2008	2009	2010П	2011П	2012П	2013П	2014П	2015П	2016П
Европа, \$ / 000 куб. м.	407	288	307	313	319	325	326	327	329
<i>темпы роста, %</i>	51%	-29%	7%	2%	2%	2%	0%	0%	0%
Страны СНГ, \$ / куб. м.	159	202	178	198	216	236	253	274	295
<i>темпы роста, %</i>	44%	27%	-12%	11%	9%	9%	7%	8%	8%
Россия, \$ / 000 куб. м.	66	58	83	96	112	130	144	158	173
<i>темпы роста, %</i>	30%	-12%	44%	16%	16%	16%	11%	10%	9%
Россия, руб / 000 куб. м.	1641	1840	2495	2870	3300	3795	4185	4570	4974
<i>темпы роста, %</i>	26%	12%	36%	15%	15%	15%	10%	9%	9%

Источник: Данные компании, оценки Прайм Марк

Добыча и продажа газа

	2008	2009	2010П	2011П	2012П	2013П	2014П	2015П	2016П
Производство и закупки									
Собственная добыча газа	550	461	529	553	569	581	592	604	616
Закупки в Центральной Азии	66,1	33,6	33,5	33,9	34,1	39,3	40,1	40,9	41,8
Дополнительные закупки	35,4	67,8	56,2	60,5	64,2	63,2	70,6	72,1	73,7
Собственное потребление	67,5	54,5	61,9	64,5	66,4	68,2	69,6	71,0	72,4
Итого	584	508	557	583	601	615	634	646	659
Продажа									
Экспорт в Европу	167,6	152,8	155,9	162,9	167,8	171,1	177,7	181,3	184,9
Экспорт в СНГ	96,5	67,7	69,2	72,7	75,2	77,0	79,7	81,9	84,1
Внутренний рынок	292,2	273,5	313,6	327,7	337,5	344,3	351,1	358,2	365,3
Прочее	50,9	40,5	46,2	48,6	51,3	53,6	56,1	56,6	57,0
Итого	607	534	585	612	632	646	665	678	691

Источник: Данные компании, оценки Прайм Марк

Структура выручки и прибыли, \$млн.

	2009	2010П	2011П	2012П	2013П	2014П	2015П	2016П
Чистая выручка от продаж в Европу	33 123	36 116	38 457	40 313	41 868	43 684	44 756	45 853
Чистая выручка от продаж в СНГ	10 543	10 579	12 228	13 879	15 577	17 267	19 029	20 887
Продажи в России	15 836	26 079	31 485	37 692	44 666	50 590	56 733	63 101
Общая выручка от продажи газа	59 502	72 773	82 170	91 885	102 111	111 541	120 518	129 841
Переработка	16 790	18 521	19 983	21 990	23 591	24 973	26 446	27 774
Продажи нефти и концентрата	5 222	5 757	6 054	6 106	6 798	7 676	7 788	8 744
Транзит	1 958	3 185	3 789	4 478	5 308	5 963	6 643	7 349
Продажа электричества и тепла	7 318	6 761	6 886	7 564	8 394	8 861	9 474	9 955
Прочее	4 829	4 999	5 176	5 358	5 547	5 743	5 945	6 155
Суммарная выручка	95 620	111 996	124 057	137 380	151 750	164 757	176 814	189 818
Покупка нефти и газа	25 374	24 491	26 941	30 447	34 373	36 918	37 770	38 644
Налоги, кроме налога на прибыль	5 941	7 143	9 601	11 261	13 179	15 029	17 051	18 944
Расходы на транзит	6 057	7 359	8 374	9 343	10 042	10 822	11 520	12 267
Прочие затраты	33 140	38 593	42 592	46 975	51 778	56 934	62 598	67 251
Общие операционные расходы	70 512	77 586	87 508	98 026	109 372	119 703	128 938	137 106
Операционная прибыль	25 108	34 410	36 549	39 354	42 378	45 054	47 876	52 712
<i>Операционная рентабельность, %</i>	26,3%	30,7%	29,5%	28,6%	27,9%	27,3%	27,1%	27,8%
ЕБИТДА	32 070	42 850	46 764	51 597	56 907	62 142	67 815	74 474
<i>Рентабельность по ЕБИТДА, %</i>	33,5%	38,3%	37,7%	37,6%	37,5%	37,7%	38,4%	39,2%
Чистая прибыль	24 538	29 088	30 122	32 380	34 816	36 975	39 252	43 169
<i>Чистая маржа, %</i>	25,7%	26,0%	24,3%	23,6%	22,9%	22,4%	22,2%	22,7%

Источник: Данные компании, оценки Прайм Марк

Прогноз дисконтированных денежных потоков

	2009	2010П	2011П	2012П	2013П	2014П	2015П	2016П
Операционная прибыль, \$ млн.	25 108	34 410	36 549	39 354	42 378	45 054	47 876	52 712
- налог на прибыль, \$ млн.	5 843	6 913	7 156	7 685	8 256	8 762	9 295	10 211
+ амортизация, \$ млн.	6 962	8 440	10 216	12 243	14 529	17 088	19 939	21 762
- капитальные расходы, \$ млн.	25 523	30 140	32 442	34 417	36 334	38 358	40 495	42 750
- инвестиции в оборот. капитал	3 986	-10 915	2 032	2 331	2 513	2 263	2 164	2 680
Свободный денежный поток, \$млн.	-3 282	16 711	5 135	7 165	9 804	12 759	15 862	18 833
ставка дисконтирования		1,00	1,12	1,25	1,40	1,56	1,75	1,95
Дисконт. денежный поток, \$ млн.		16 711	4 592	5 731	7 014	8 164	9 078	9 640

Источник: расчеты Прайм Марк
Расчеты WACC

Бэта (взвешенная)	1.20
Безрисковая ставка, %	8.0%
Премия за риск инвестирования в акции, %	5.0%
Прочие премии за риск, %	0%
Стоимость собственного капитала, %	14.5%
Стоимость заемного капитала (после налога), %	5.2%
Доля собств. капитала, %	75%
Доля заемного капитала, %	25%
WACC, %	11.8%

Источник: расчеты Прайм Марк
Результаты оценки DCF

Терминальный темп роста, %	2%
Терминальная стоимость, \$ млн.	414 140
Сумма дисконт. денежных потоков 2010-2016, \$млн	211 991
Приведенная терминальная стоимость, \$млн	60 932
EV, \$млн	272 922
Чистый долг, \$млн	45 338
Доля меньшинства, \$млн	10 563
Справедливая капитализация, \$млн	217 021
Кол-во акций, млн	23 674
Справедливая цена акции (конец 2010), \$	9.2

Источник: расчеты Прайм Марк

Оценка стоимости Новатэка

Прогноз цен реализации

	2009	2010П	2011П	2012П	2013П	2014П	2015П	2016П
Нефть Brent, \$/баррель	62,8	70,0	72,1	74,3	76,5	77,0	77,5	78,0
Нефть Urals, \$/баррель	61,0	68,5	70,7	72,9	75,2	75,8	76,4	77,0
Жидкие углеводороды, \$ за т.	334,9	344,0	345,9	350,6	338,0	308,3	310,2	383,4
Природный газ, \$ за тыс. куб. м.	51,2	67,4	78,9	91,3	103,5	112,3	113,4	166,4

Источник: Данные компании, оценки Прайм Марк

Объем добычи нефти и газа и их переработка

	2009	2010П	2011П	2012П	2013П	2014П	2015П	2016П
Добыча жидких углеводородов, млн. т.	3,0	3,5	4,1	4,7	5,4	6,2	6,3	7,0
Добыча газа, млрд. куб. м.	32,4	36,5	41,1	45,2	49,7	54,7	57,9	61,4
Переработка СУГ, млн. т.	2,1	4,0	4,1	4,1	4,2	4,2	4,2	4,2
Покупка газа, млрд. куб. м.	0,7	1,0	1,0	1,0	1,1	1,1	1,1	1,1
Покупка жидких углеводородов, млн. т.	0,01	0,02	0,02	0,02	0,02	0,02	0,02	0,02

Источник: Данные компании, оценки Прайм Марк

Выручка от реализации продукции \$ млн.

	2009	2010П	2011П	2012П	2013П	2014П	2015П	2016П
Выручка от реализации	2 735	3 763	4 808	5 957	7 190	8 307	8 788	13 839
-Выручка от реализации нефти и газа	2 652	3 649	4 662	5 776	6 971	8 055	8 522	13 419
-Прочая выручка	83,0	114	146	181	218	252	267	420

Источник: Данные компании, оценки Прайм Марк

Прогноз дисконтированных денежных потоков

	2009	2010П	2011П	2012П	2013П	2014П	2015П	2016П
Операционная прибыль, \$ млн.	1 055	1 739	2 072	2 637	3 328	3 925	4 100	4 305
- налог на прибыль, \$ млн.	213	348	414	527	666	785	820	861
+ амортизация, \$ млн.	176	229	287	349	416	491	576	662
- капитальные расходы, \$ млн.	1 105	1 018	1 000	972	1 016	1 094	979	945
- инвестиции в оборот. капитал	4	169	88	116	133	117	43	289
Свободный денежный поток, \$млн.	-91	433	856	1 371	1 931	2 420	2 835	2 872
ставка дисконтирования		1,00	1,13	1,28	1,44	1,63	1,84	2,08
Дисконт. денежный поток, \$ млн.		433	758	1 074	1 339	1 486	1 541	1 382

Источник: расчеты Прайм Марк

Расчеты WACC

Бэта (взвешенная)	1.35
Безрисковая ставка, %	8.0%
Премия за риск инвестирования в акции, %	5.0%
Прочие премии за риск, %	0.5%
Стоимость собственного капитала, %	15.3%
Стоимость заемного капитала (после налога), %	7.2%
Доля собств. капитала, %	72%
Доля заемного капитала, %	28%
WACC, %	13.0%

Источник: расчеты Прайм Марк

Результаты оценки DCF

Терминальный темп роста, %	2.50%
Терминальная стоимость, \$ млн.	30 890
Сумма дисконт. денежных потоков 2010-2016, \$млн	14 861
Приведенная терминальная стоимость, \$млн	8 012
EV, \$млн	22 873
Чистый долг, \$млн	751
Справедливая капитализация, \$млн	22 122
Кол-во акций, млн	3 036
Справедливая цена акции (конец 2010), \$	7.30

Источник: расчеты Прайм Марк

Сравнительный анализ нефтегазовых компаний на 2010г.

	Страна	МСар, \$млн	EV, \$млн	EV / S	EV / EBITDA	P / E	P/BV	ЕВITDA маржа, %	Чистая маржа, %
Развивающиеся рынки									
Petrochina	Китай	268 444	290 022	1.48	5.87	12.04	2.02	25%	11%
Petrobras	Бразилия	151 413	192 053	1.79	5.49	9.57	1.64	33%	15%
CNOOC	Китай	68 928	64 039	2.77	5.04	9.54	2.71	55%	31%
ONGC	Индия	53 558	51 769	1.94	4.55	10.17	2.90	43%	20%
Indian oil	Индия	17 674	23 457	0.36	6.58	9.43	1.90	6%	3%
China Petroleum	Китай	96 704	130 612	0.50	5.43	9.51	1.66	9%	4%
PTT	Таиланд	21 385	28 842	0.48	5.14	8.01	1.43	9%	4%
Казмунайгаз	Казахстан	9 269	9 472	2.17	5.42	5.82	1.37	40%	37%
Медиана				1.64	5.43	9.52	1.78	29%	13%
Развитые рынки									
Exxon Mobil	США	278 595	277 338	0.69	4.12	9.64	2.41	17%	7%
Chevron	США	143 324	145 110	0.71	3.09	8	1.55	23%	9%
Conoco Phillips	США	73 806	101 917	0.51	3.61	8	1.17	14%	5%
Total	Франция	106 569	127 465	0.74	3.81	8.58	1.39	19%	7%
ENI	Италия	71 617	104 354	0.93	3.30	9.12	1.00	28%	7%
BP	Великобритания	117 100	143 139	0.48	3.23	5.90	1.15	15%	7%
Royal Dutch Shell	Нидерланды	159 161	184 475	0.56	3.98	8.57	1.15	14%	6%
Statoil	Норвегия	63 270	75 768	0.90	2.38	8.80	1.83	38%	9%
Медиана				0.70	3.46	8.58	1.28	18%	7%
Российские компании									
Газпром	Россия	121 706	165 780	1.32	3.32	3.89	0.65	40%	25%
Новатэк	Россия	21 527	22 432	4.42	10.83	15.05	4.85	41%	28%
Лукойл	Россия	41 507	50 481	0.51	3.13	4.63	0.74	16%	9%
Роснефть	Россия	76 848	95 870	1.46	4.67	6.32	1.69	31%	19%
Газпромнефть	Россия	18 689	23 978	0.81	3.78	4.79	1.00	21%	13%
Сургутнефтегаз	Россия	32 734	19 147	0.91	2.68	7.00	0.88	34%	22%
Татнефть	Россия	9 546	11 187	0.71	3.39	4.86	0.91	21%	13%
ТНК-ВР	Россия	29 244	30 991	0.73	3.00	4.45	1.45	24%	16%
Медиана				0.86	3.36	4.83	0.96	28%	17%
Премия/дисконт российских компаний к аналогам:									
<i>Развивающиеся рынки</i>				-47%	-38%	-49%	-46%		
<i>Развитые рынки</i>				22%	-3%	-44%	-25%		

Источник: Bloomberg, расчеты Прайм Марк

Прайм Марк

Россия, Москва, Пресненская наб., 10,
"Башня на Набережной", блок С, 5 этаж
Тел: +7 (495) 967-79-99
Факс: +7 (495) 967-76-67

E-mail: clients@prime-mark.com
Web: www.prime-mark.com

Сахаров Андрей
a.sakharov@prime-mark.com

Мозговой Илья
i.mozgovoy@prime-mark.com

Кулаков Андрей
a.kulakov@prime-mark.com

Хафизов Ленар
l.hafizov@prime-mark.com

Куц Константин
k.kusch@prime-mark.com

Синякин Игорь
i.sinyakin@prime-mark.com

Настоящий обзор преследует исключительно информационные цели. Информация и мнения, содержащиеся в настоящем аналитическом документе опубликованы исключительно в информационных целях и не могут рассматриваться как предложение купить или продать упомянутые в нем ценные бумаги и другие финансовые инструменты, а также не имеют целью побудить к совершению таких сделок.

Содержащаяся в настоящем документе информация и мнения основаны на данных, полученных из предположительно достоверных и добросовестных источников, однако Прайм Марк не дает никаких гарантий или поручительств, выраженных или косвенных, в отношении точности, полноты, актуальности или достоверности такой информации. Любые мнения или оценки, содержащиеся в Аналитических материалах, являются частным суждением специалистов компании.

Настоящий обзор не является рекламой или предложением ценных бумаг или услуг по доверительному управлению на рынке ценных бумаг в Российской Федерации или в любой другой юрисдикции.

Изложенная здесь информация не может восприниматься как предложение таких услуг, при этом ни настоящий обзор, ни какая-либо ее часть не представляют собой и не могут восприниматься как основание возникновения какого-либо договора или обязательства.