

## Cash rich, prospect hungry oil companies face challenging future Богатые нефтяные компании без перспективных участков ожидает трудное будущее

Американская исследовательская компания John S. Herold совместно с британской консалтинговой фирмой Harrison Lovegrove выпустили 40-й ежегодный обзор мировой разведки и добычи (*Global Upstream Performance Review*, GUPR),\* который фокусируется на деятельности 228 энергетических компаний. Ниже мы предоставляем важнейшие пункты укороченной версии обзора. (Кстати, по случайному совпадению обе компании, работавшие над обзором, были приобретены крупными концернами в прошлом месяце; см. раздел новостей).

Глобальный экономический рост продолжил подстегивать спрос на нефтегазовые продукты в то время, как мировые возможности добычи нефти были ограничены (в первую очередь политическими факторами), а нефтеперерабатывающие мощности – снижены из-за расходов на эксплуатацию и технических проблем. В результате средняя цена за баррель нефтяного эквивалента (бнэ), реализуемый 228 компаниями, о которых идет речь в *Global Upstream Performance Review*, подскочила на 16%.

Прибыли от добычи нефти и газа достигли 843 млрд. USD, что на 133 млрд. больше, чем в прошлом году и более чем вдвое превышает прибыли от продаж в 2003 году. Основной же проблемой нефтегазовых компаний остается поиск возможностей инвестиции растущего денежного потока. Для сравнения, в 2002 году эта группа потратила 122 млрд. USD на поиск и разработку месторождений, что меньше приращенной выручки этого года.

В то время, когда растущие цены указывают на нужду в увеличении поставок на рынок, промышленность увеличила свои инвестиции, как с помощью расширения буровой деятельности, так и с помощью более агрессивных закупок. Затраты достигли 401 млрд. USD, что на 125 млрд. больше, чем в 2005, и впервые с 1999 года общие вложения обогнали прибыли.

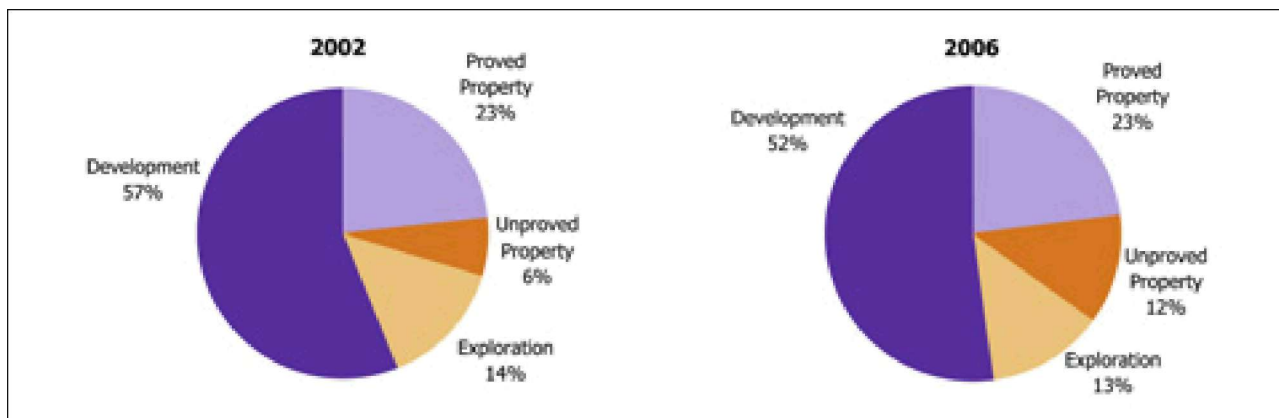
Акционеры не остались в проигрыше, т.к. компании увеличили затраты одновременно с выплатами долгов: наличных денег хватало на все. Дивиденды превысили 82 млрд. USD, но львиная доля прибыли пришлась на перепродажу акций, достигнув 88 млрд. USD (в 2005 г. она составляла лишь 64 млрд.) и впервые обогнав дивиденды. За последние два года промышленность чаще заново приобретала свои собственные акции, чем доказанные запасы.

Доступ к регионам с большими потенциальными запасами остается ограниченным, не в последнюю

очередь благодаря тому, что взлет цен на нефть и газ пополнил казну многих государств. Почти 37% прибыли теперь оседает в сундуках властей в форме налогов на добычу или прибыль, хотя четыре года назад их доля составляла лишь 27%. Конечно, и эта цифра не отражает реальных доходов правительств, так как она не принимает в расчет выплаты роялти или выплаты натурой по договорам о совместном пользовании.

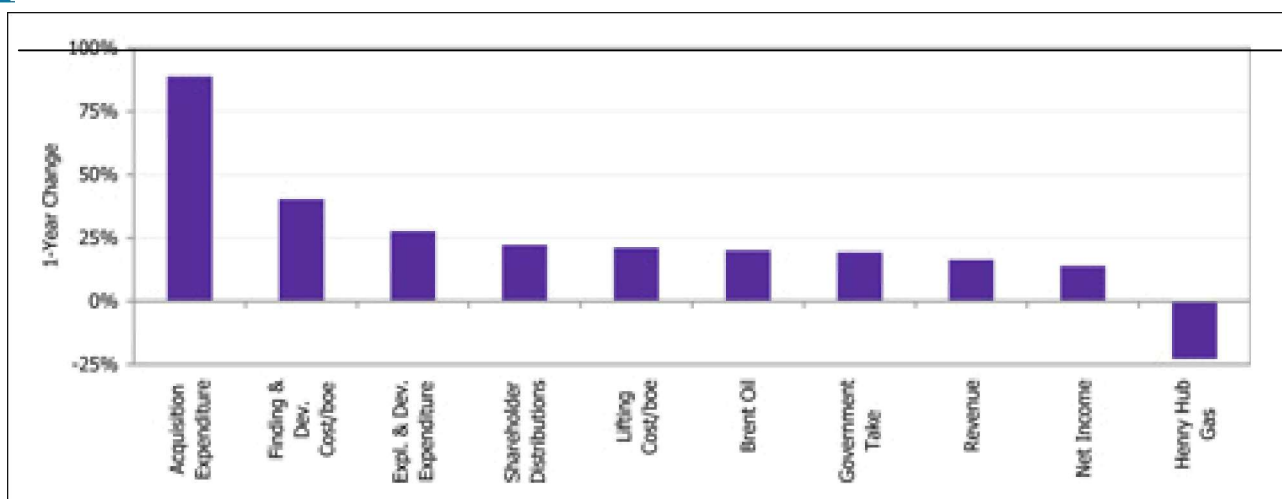
Роста прибыли более, чем достаточно для того, чтобы сбалансировать высокие цены на добычу и увеличившиеся налоги, что позволяет отрасли четвертый год подряд хвастаться рекордными прибылями. Итоговая прибыль, достигшая 243 млрд. USD, утроилась с 2002 г., составляя в это время между 24% и 29% валового дохода.

Но растущие цены на товары маскируют тот факт, что доходы с инвестиций могут быть под угрозой. Чистая прибыль как процент от учетной стоимости нефтегазовых

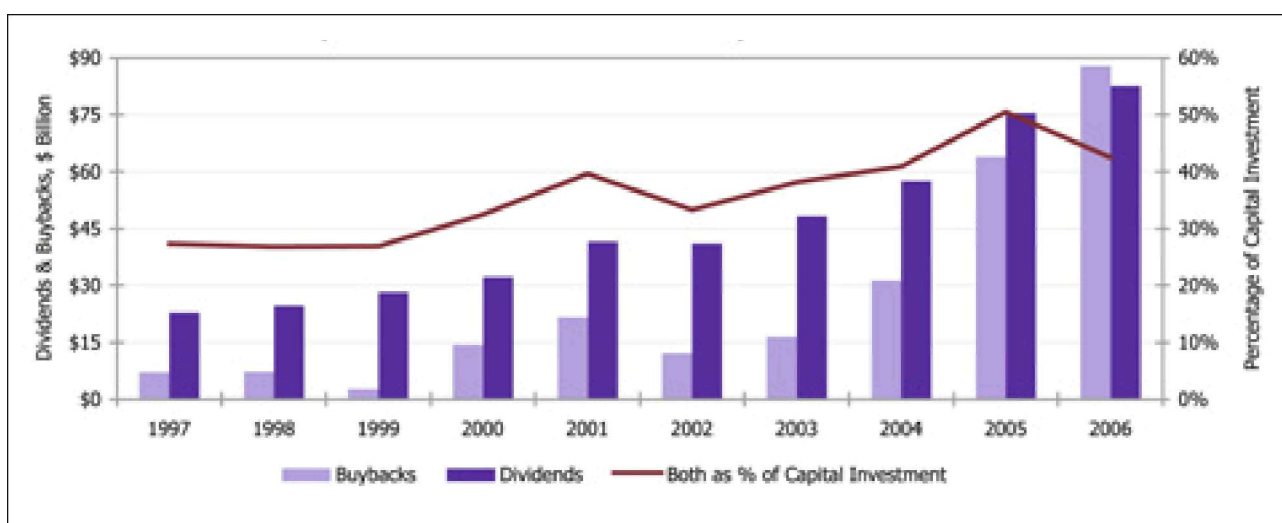


Приобретение участков с недоказанными запасами удвоилось с 6% от общих бюджетов в 2002 до 12% в 2006, что отразилось в первую очередь на затратах на разработку месторождений.

\* Детали обзора доступны на сайтах [www.herold.com](http://www.herold.com) и [www.hargrove.co.uk](http://www.hargrove.co.uk).



Количество приобретений и вложение капитала растет с большой скоростью.



Вложения капитала увеличиваются быстрее, чем выплаты акционерам.

активов (стоимости реального основного капитала) снизилась в 2006 г. после трех лет стабильного прироста. Если не случится снижения стоимости бурения и обслуживания месторождений или увеличения цен на сырье, можно ожидать, что прибыльность отрасли опять понизится в 2007.

### Отчетная карточка

В 2006 г. промышленность незначительно увеличила запасы нефти и газа, но темпы капиталовложения соответствовали темпам получения прибыли. Это свидетельствует об очень хорошем уровне функционирования, особенно в условиях затрудненного доступа к участкам, обладающим большими запасами.

Притом, что многие перспективные районы остаются недоступными для добычи, рост резервов и темпов добычи почти незначителен. Более того, рост канадских запасов тяжелой нефти и

битума с 2002 г. примерно равняется глобальному изменению мировых запасов. Новые пробуренные скважины были приблизительно равны добыче; этот показатель был чуть лучше, чем в предыдущие годы, но недостаточен для того, чтобы предсказать рост темпов добычи в ближайшем будущем.

Рост запасов и темпов добычи природного газа остался на уровне 3%, как и в предыдущие четыре года. Удачные условия для добычи обновили нефтегазодобывающий сектор США, который отвечает за половину роста газовых запасов за последние два года; другая половина была предоставлена быстро расширяющимися операциями по добыче сжиженного газа в Азии и Тихоокеанском регионе. Инфляция стоимости обслуживания месторождения остается серьезной проблемой, на что указывает увеличение затрат на бурение и

эксплуатацию скважины, составившее 50% за последние четыре года. Тем не менее, новые технологии позволяют бурить лучшие скважины. Количество скважин увеличилось примерно на 4% в прошлом году, а запасы, приходящиеся на скважину, также росли в течение последних двух лет.

Многие компании рассматривают затраты на разработку месторождений как необязательную графу бюджета, которая может быть упразднена при появлении более интересных предложений на рынке разведанных запасов. Так и случилось в 2006 г., когда капиталовложение в доказанные резервы выросло более, чем на 80%, а стоимость разработки поднялась меньше, чем на 30%. В свете этих событий неудивительно, что относительная стоимость приобретения резервов выросла гораздо быстрее, чем стоимость разведки и разработки месторождений.

В первый раз за десятилетие вложения капитала превысили денежные поступления, но лишь за счет множественных приобретений североамериканских участков; в других пяти регионах распределение затрат практически не изменилось. Несомненно, географические отличия отражают тот факт, что схемы вложения в восемь огромных месторождений сильно отличаются от мелких участков, каких большинство в Северной Америке.

Чистая прибыль достигла рекордного уровня; акционеры получили \$500 млрд при повышении стоимости капитала и \$170 млрд дивидендов и прибыли от продажи акций. Финансовым отчетам за это время можно присвоить высший балл, но надо помнить, что это в первую очередь было вызвано ростом цен на сырье.

Крупные вложения в североамериканские участки пока нельзя оценить, пока не проведена оценка запасов и экономической прибыльности месторождений. Ясно,

что при многообещающих результатах цены на природный газ не должны вернуться к исходным.

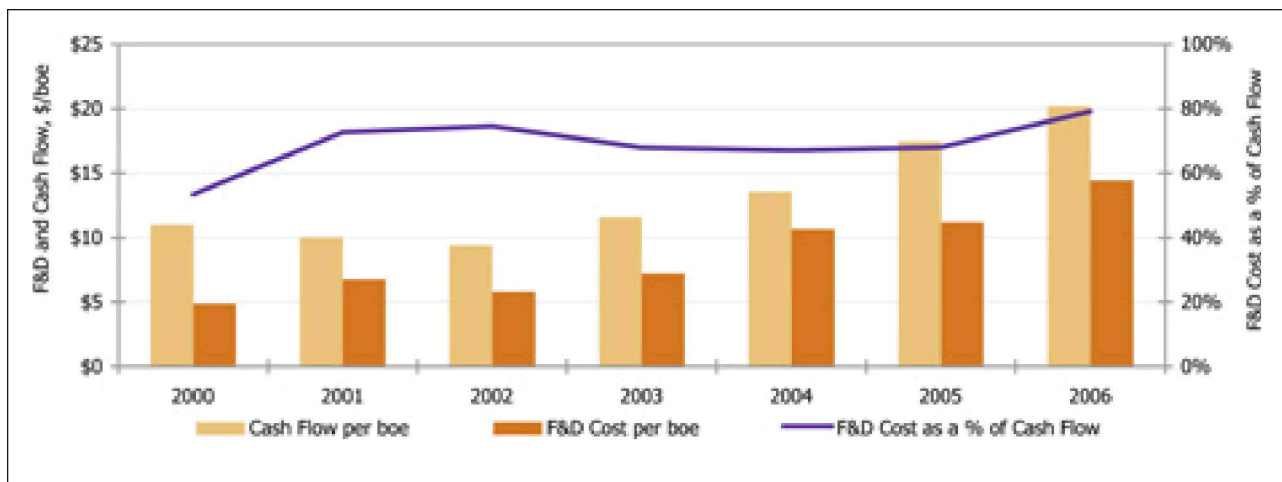
### Будущее – перепродажа акций, новые участники рынка, время пика добычи

В очередной раз наш отчет демонстрирует, что эта отрасль промышленности чрезвычайно прибыльна, принося фантастическое количество денег в первую очередь благодаря высоким ценам на товар. Правда, все сложнее становится получить достаточную прибыль с капиталовложений, необходимых для поиска новых запасов и разработки месторождений, особенно в условиях конкуренции с государственными нефтяными компаниями. Тем временем, прибылям начинают угрожать растущая себестоимость добычи, которую особенно тяжело контролировать при полной занятости ресурсов, и высокие налоги. Эти темы красной нитью шли через предыдущие выпуски GUPR.

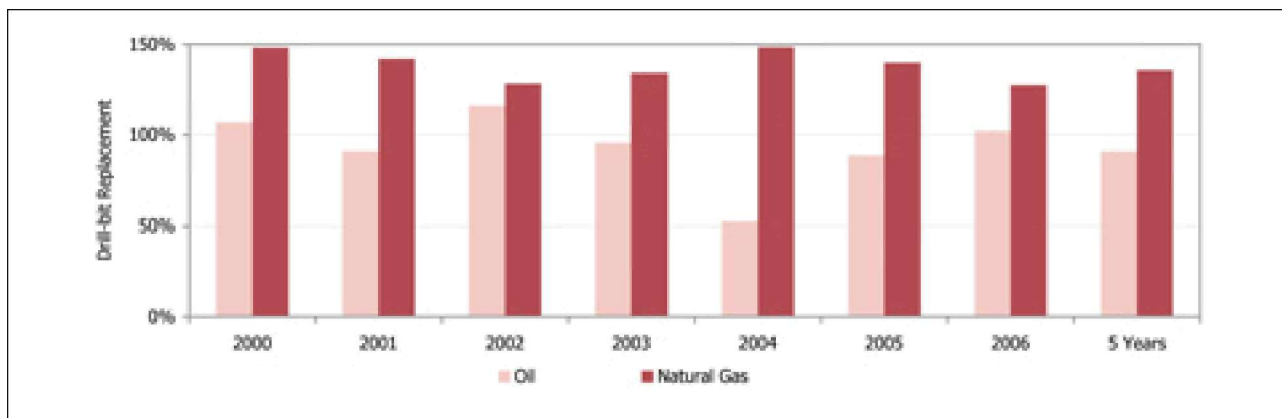
В этом году мы решили не заострять на них внимание в очередной раз, но вместо этого обсудить три дополнительных фактора, которые повлияют на денежные потоки в ближайшем будущем.

В прошлом году больше денег пошло на покупку и перепродажу акций, чем на приобретение доказанных запасов, так что в обсуждении деятельности отрасли нельзя обойти вопрос о выгоде приобретения ценных бумаг. Эту тему усложняют многочисленные факторы, в том числе и вопрос, считать ли повторные приобретения акций инвестициями или возвращением капитала.

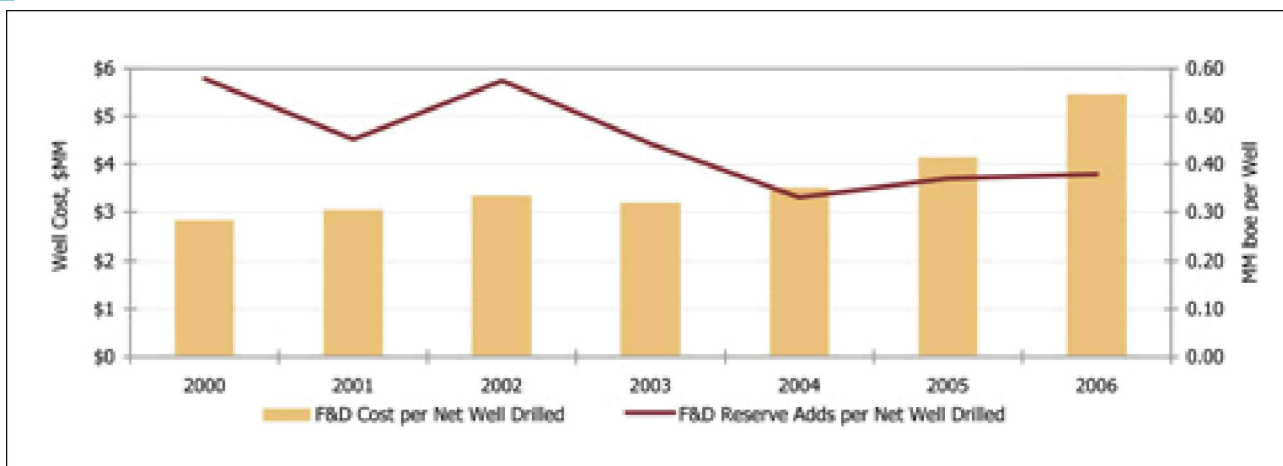
Если рассматривать выкуп собственных акций как вложение капитала, оно приносит выгоду, когда акции приобретаются по цене ниже собственной стоимости, которую подразумевают скидки. Ценность, которую выкуп придает остающимся акциям, нужно сравнивать с ценностью, добавленной дополнительными инвестициями, что требует анализа



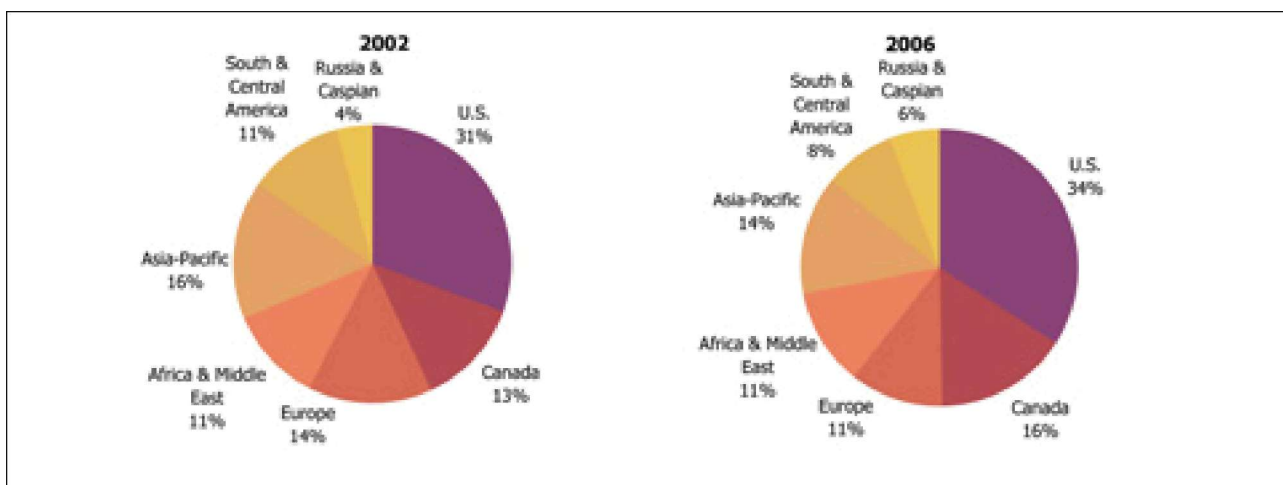
Процентная доля reinvestиций достигла своей высшей отметки за многие годы.



Запасы нефти не растут, но ситуация с природным газом выглядит многообещающе.



Скважины стоят дорого, но это не мешает соблюдать надлежащие технические стандарты.



В 2002 г. США и Канаде достались 43% инвестиций, а в 2006 г. - уже 50%, за счет Европы и Южной Америки.

ценности пополнения запасов, которые были бы получены благодаря этим капиталовложениям.

Легко представить себе условия, в которых акции продаются по цене, равной или выше изначальной стоимости, притом, что у компании больше нет никаких возможностей инвестиций, которые принесли бы прибыль, превышающую сумму вложений. В такой ситуации лучшим шагом было бы возвращение капитала его владельцам, чтобы он по возможности не пострадал от налогов. За последние несколько лет, многие компании были вынуждены пойти этим путем, но есть и знаки того, что ситуация может измениться.

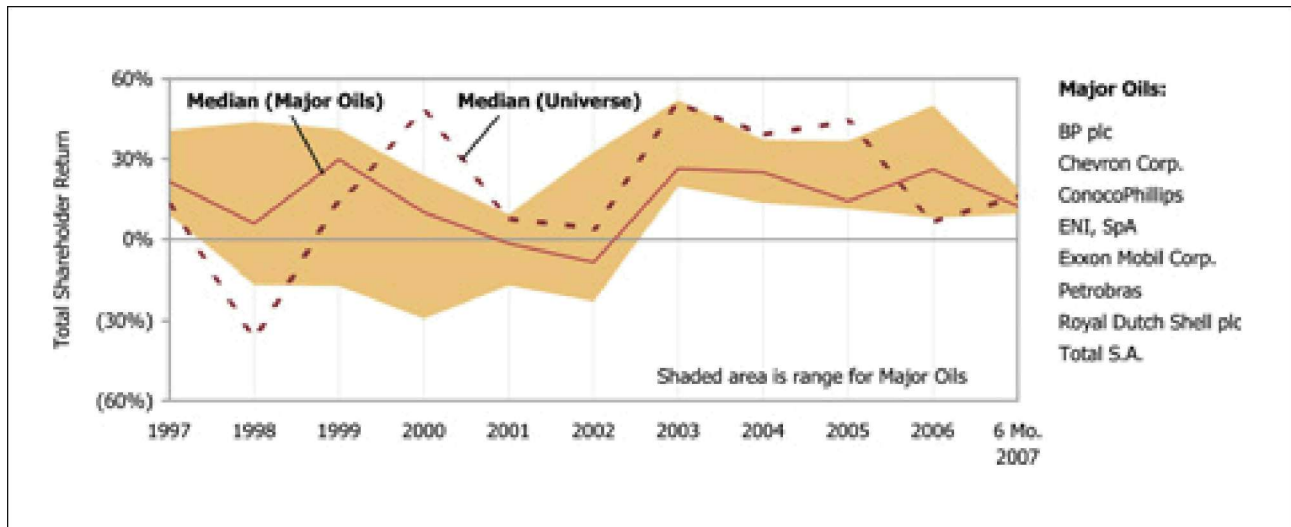
Пока доходность продолжает снижаться, рост денежного потока увеличит капитал, необходимый для обновления запасов, даже в условиях отсутствия инфляции на стоимость услуг. Одновременно, чем дольше

продержатся высокие цены на сырье, тем больше будет ожидаемая ценность бурения дополнительной скважины. Таким образом, выкуп собственных акций замедлится благодаря нехватке средств и альтернативным вариантам создания портфолио инвестиций с большей ожидаемой ценностью.

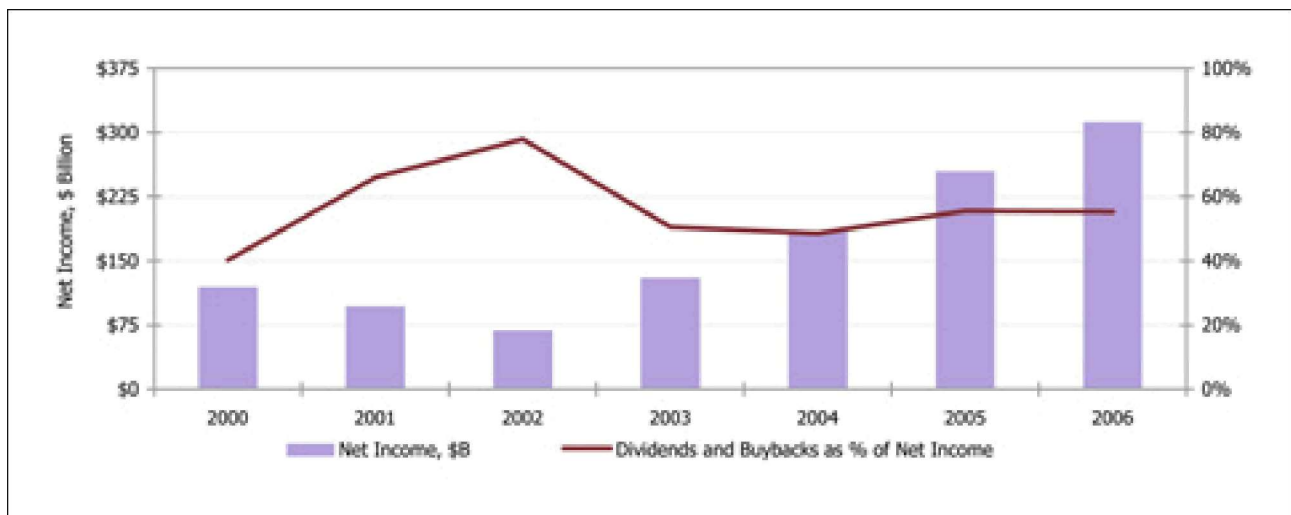
Очевидно, новые участники рынка видят возможности развития, несмотря на то, что некоторые компании предпочитают его покинуть. Инвесторы на Среднем Востоке недавно потратили \$2 млрд на покупку канадских запасов у компаний из США. Крупнейший акционер американской буровой компании выкупил газовые запасы на \$4 млрд в Техасе, а главный владелец акций крупнейшего в мире сталелитейного концерна вдруг решил стать партнером индийской государственной нефтегазодобывающей компании.

Отметим, что консолидация горнодобывающей отрасли шла с ошеломительной скоростью с тех пор, как начали расти цены на базовые услуги и товары. Быть может, компании разнообразят свой «набор» минералов для избежания цикличности. Это привлекает куда меньше политического внимания, чем слияния в нефтегазовой отрасли, так как потребители реже производят прямой контакт с компаниями. Тем не менее, нельзя не отметить разницу в восприятии консолидации, указывающую на то, что владельцы горнодобывающих компаний соглашаются с перечисленными выше покупателями нефтегазовых активов.

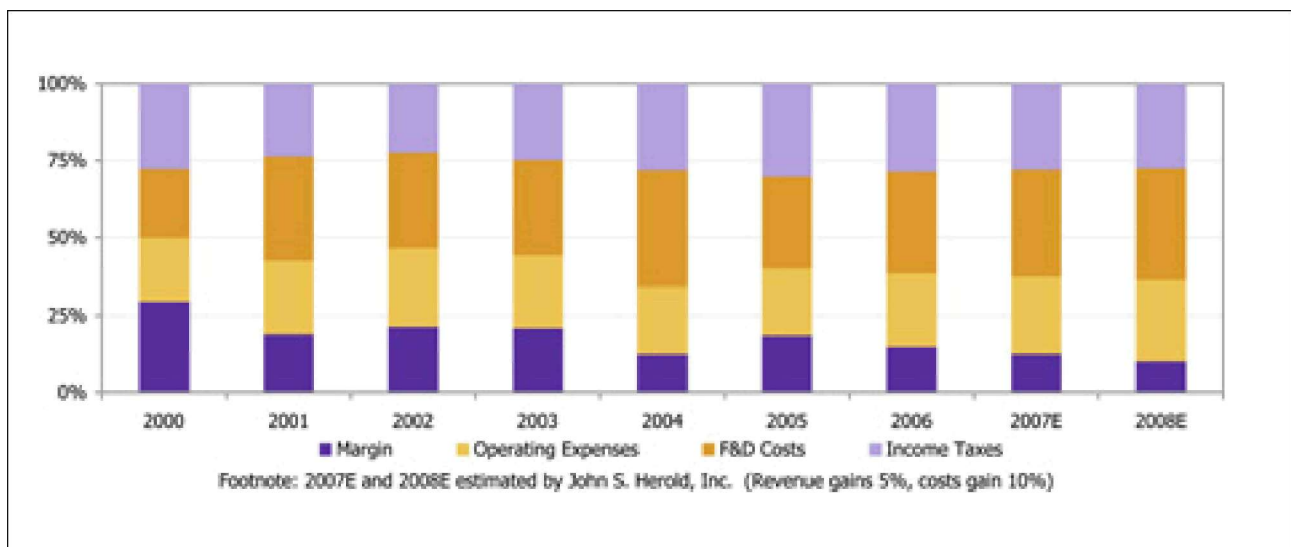
Возвращаясь к нефтяным гигантам, заметим, что в последнее время некоторые были куда более агрессивны в приобретении запасов, чем остальные. Со временем мы



В 2006 г. у крупных нефтяных компаний дела шли лучше, чем у мелких.



Выплаты акционерам соответствуют изменениям в чистой прибыли.



Снижение прибыли, характерное для последних двух лет, скорее всего, сохранится в ближайшем будущем.



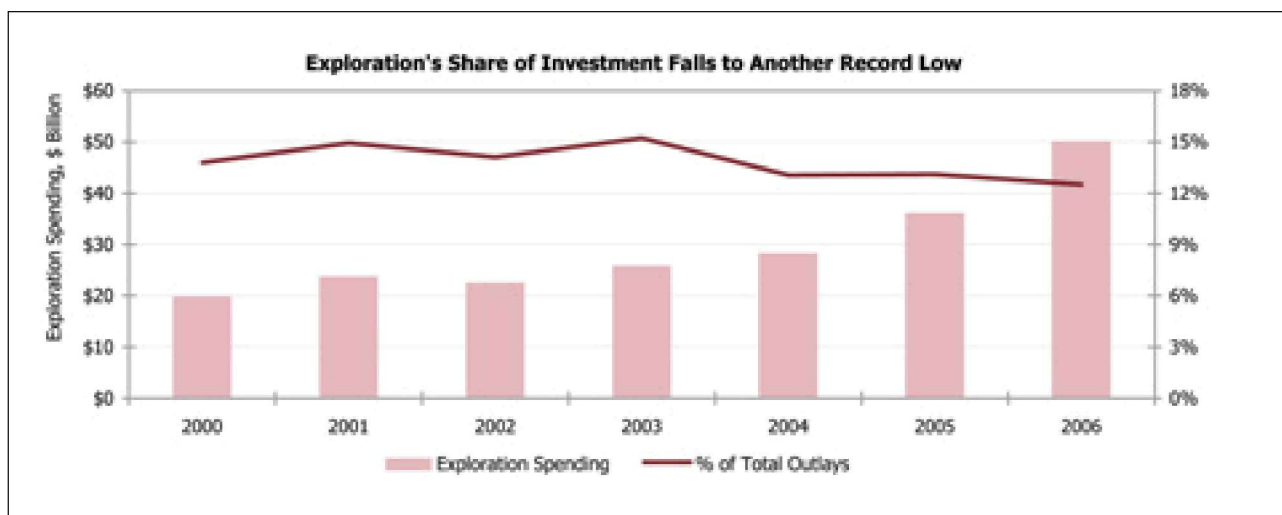
сможем судить о том, помогли ли эти сделки увеличить прибыли и ценность их акций, по сравнению с остальными. Если это случится, и факты покажут, что подобная стратегия работала и в горнодобывающей отрасли, можно будет ожидать волну новых слияний.

Продолжающиеся дебаты относительно «пика добычи» стали довольно напряженными. Мы воздержимся от заявления своей позиции, но отметим важность этого вопроса, который влияет на долгосрочное планирование многих

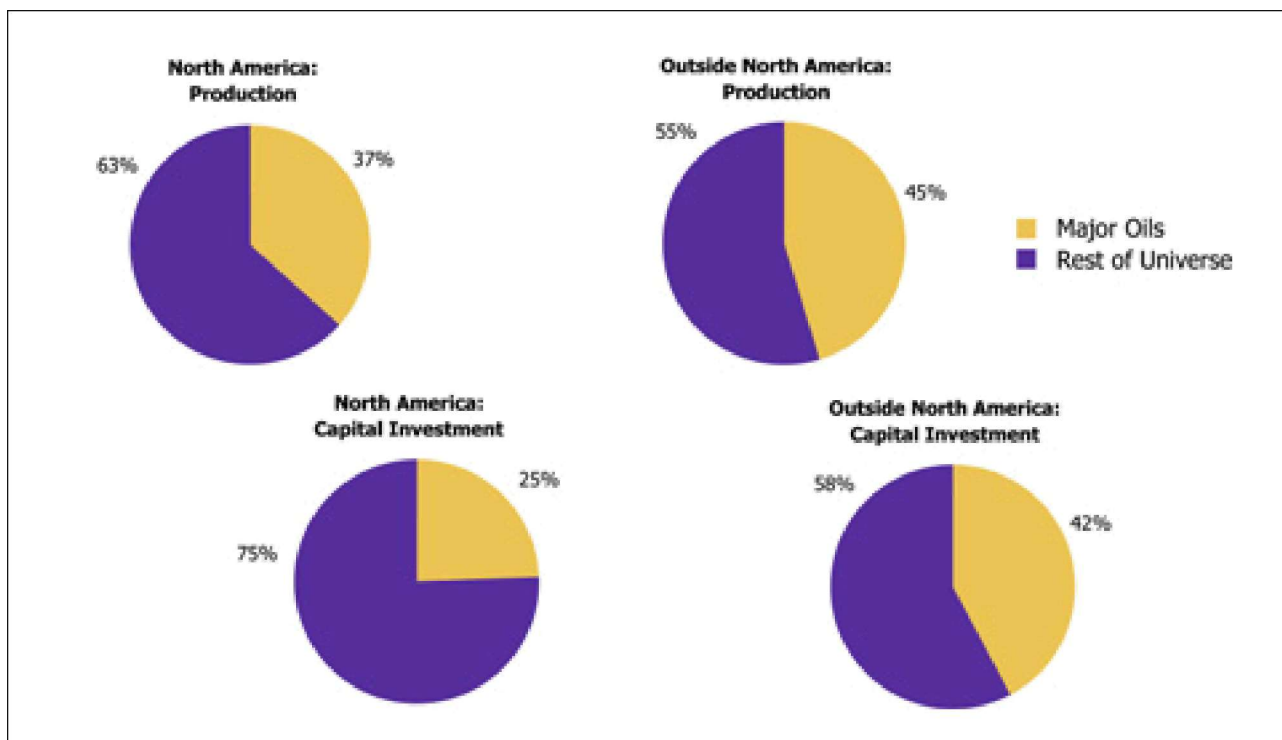
компаний в отрасли. Если теория «пика добычи» верна, и в ближайшем будущем нас ожидает падение мировой добычи, компания должна выбирать между четырьмя альтернативами: попытаться стать основным игроком на рынке, занять какую-то отдельную нишу развития, пользоваться остающимися активами, или самоликвидироваться.

Выбор оптимального варианта развития требует от компании объективной оценки возможностей конкуренции в сужающемся поле деятельности. Отсутствие какого-то

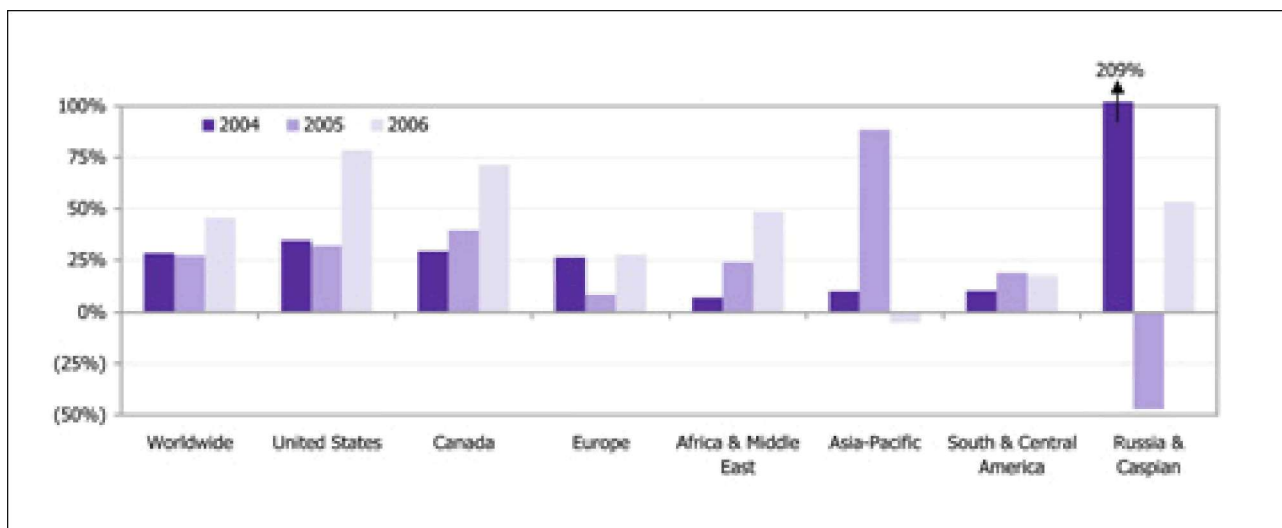
преимущества перед конкурентами в одном или более направлениях деятельности может вынудить компанию выбрать пути получения прибыли от активов или ликвидации. Ясно, что выбор будет определен возможностью получения достаточной прибыли во время падения добычи и спросом на активы на рынке. Ожидание малых прибылей и неблагоприятных рыночных условий ведет к быстрой ликвидации. Возможность продажи активов или ограниченная потребность в инвестициях будут



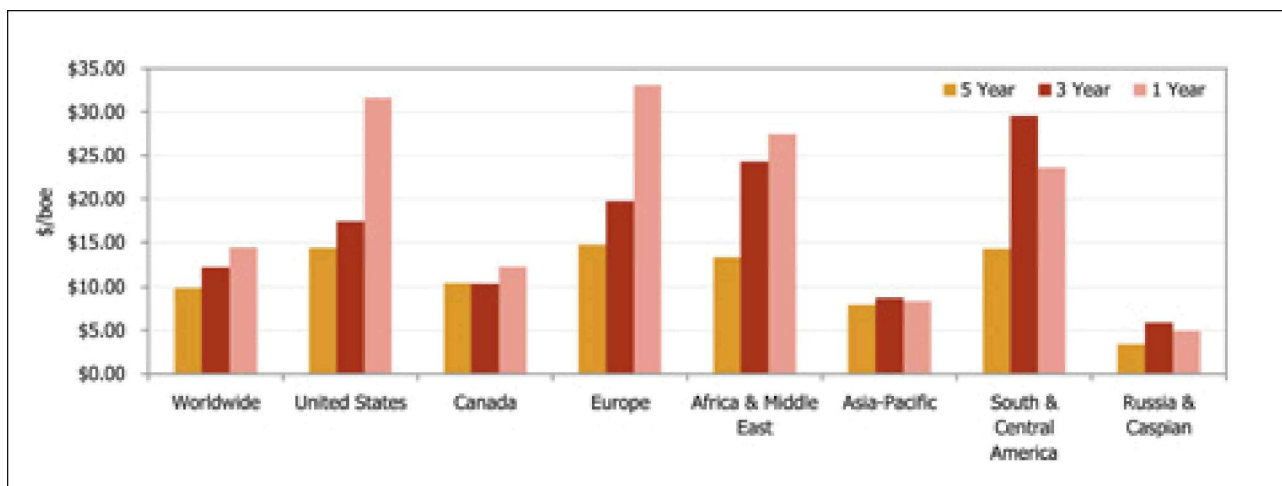
Доля инвестиций, идущих на исследования, достигла рекордно низкой отметки.



Мелкие компании активнее в Северной Америке; в остальных регионах их инвестиции равны компаниям-гигантам.



Изменение затрат по регионам, 2004-2006.



Стоимость разведки и добычи в различных регионах.

означать вероятный выбор стратегии получения прибыли с активов. Правда, такой путь развития – не более, чем упорядоченная, замедленная ликвидация.

Если компания обладает конкурентным преимуществом, она может попытаться стать основным добытчиком в регионе, что позволит ей приобретать услуги по обслуживанию месторождения по меньшим ценам: рано или поздно под давлением падения добычи нефти компании, предоставляющие услуги, согласятся предоставить скидки своим основным клиентам. Но выгода от создания крупного концерна может быть не столь явной, если прибыль будет снижаться и все сложнее будет покинуть рынок.

Наконец, компании, занимающие определенную нишу на рынке, имеют возможность получить

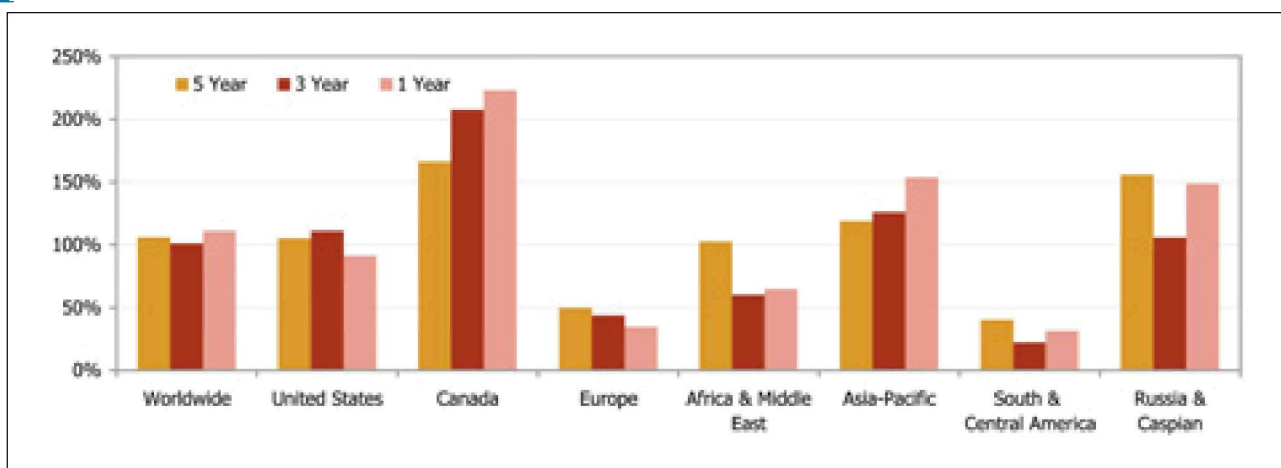
большие прибыли, либо используя преимущество в технологии, либо разрабатывая продукцию, лучше приспособленную к нуждам рынка или нефтеперерабатывающей промышленности. Нишевые операции по своей природе ограничены по масштабам, но возможно и использование приобретенных активов для расширения деятельности, соответствующей стратегии компании.

За последние годы промышленность смогла принести своим акционерам огромное богатство – как область разведки и добычи, так и переработки. Тем не менее, возможность длительного поддержания такого уровня прибыльности остается под вопросом. Основные проблемы могут лежать в поддержке запасов, в первую очередь, нефтяных, и контроле над стоимостью разведки и

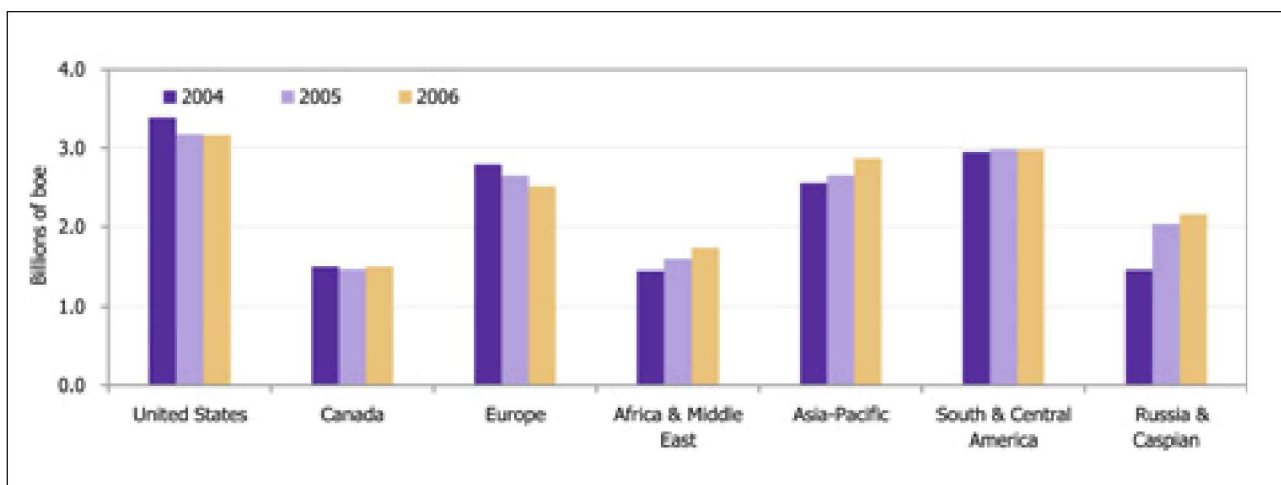
добычи углеводородов в условиях жесткой конкуренции.

### Капитал продолжает течь в Северную Америку

Вложения капитала в США и Канаде продолжили расти в 2006 г. благодаря увеличившемуся количеству приобретений. Африка и Средний Восток также привлекают все больше глобальных инвестиций, но большинство средств идут туда на разведочные нужды, а не приобретение доказанных запасов. В России и Каспийском регионе в 2006 году было зарегистрировано увеличение вложений выше среднего уровня. Как ни странно, вложения снизились на 5% в Азии и Тихоокеанском регионе, отличающемся самой низкой стоимостью замены запасов и самой высокой прибылью.



Разведка и развитие новых месторождений в различных регионах.



Добыча в различных регионах.

### Стоимость разведки и разработки быстро растет

Стоимость поиска и разработки новых месторождений осталась на высоком уровне в 2006 г., так как увеличение капиталовложений не вызвало соответствующего увеличения темпов бурения. В Канаде, России и Каспийском регионе дела шли хорошо благодаря большому количеству доказанных запасов, а в Азии и Тихоокеанском регионе ситуацию улучшило нахождение крупных газовых месторождений. В США, напротив, многочисленные пересмотры снизили количество доказанных запасов, а Европе не хватало положительных пересмотров 2005 г. Рост стоимости поиска и разработки в Африке и на Среднем Востоке был вызван затратами в течение долгого периода подготовки проектов. Мы считаем, что эта проблема в будущем не исчезнет.

### Темпы обнаружения и разработки новых месторождений слегка улучшились

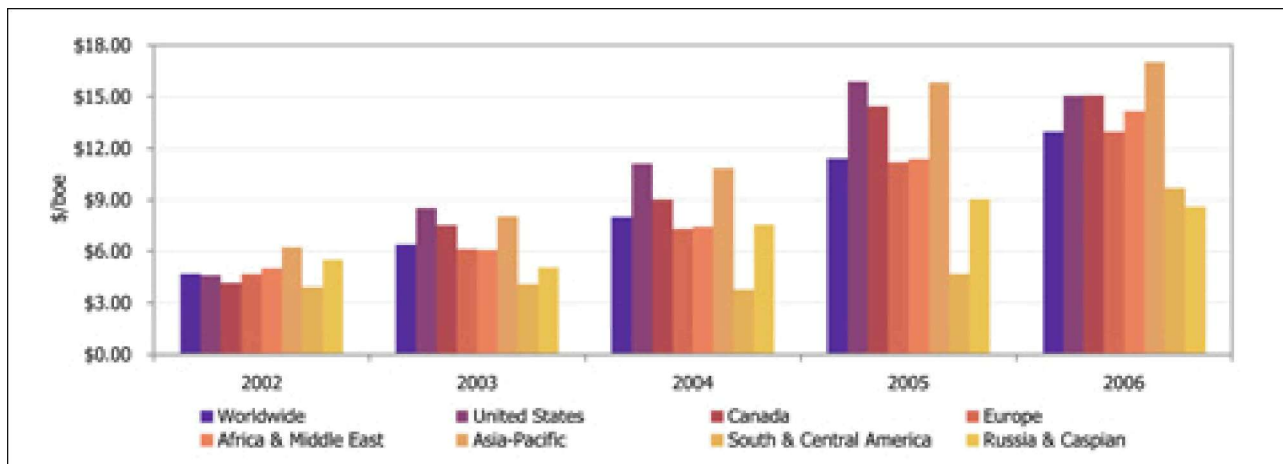
Вслед за потоком капиталовложений в 2006 г. последовало незначительное улучшение мировых темпов введения в эксплуатацию новых скважин; приемлемые результаты удалось достичь лишь в Канаде, России, Каспийском и Тихоокеанском регионах. Мировые запасы углеводородов увеличились менее, чем на 2%, в первую очередь за счет природного газа. Запасы нефти выросли на 1% благодаря новым районам и расширениям месторождений в Канаде и Тихоокеанском регионе, и положительным пересмотрам в России и Каспийском регионе. Запасы газа увеличились на 2.7%, чему поспособствовал 9% рост запасов в Тихоокеанском регионе. Газовые резервы США выросли на 4.3%, пусть и потеряв 4.5 трлн. куб. футов в пересмотрах.

### Увеличение темпов добычи замедлилось в 2006

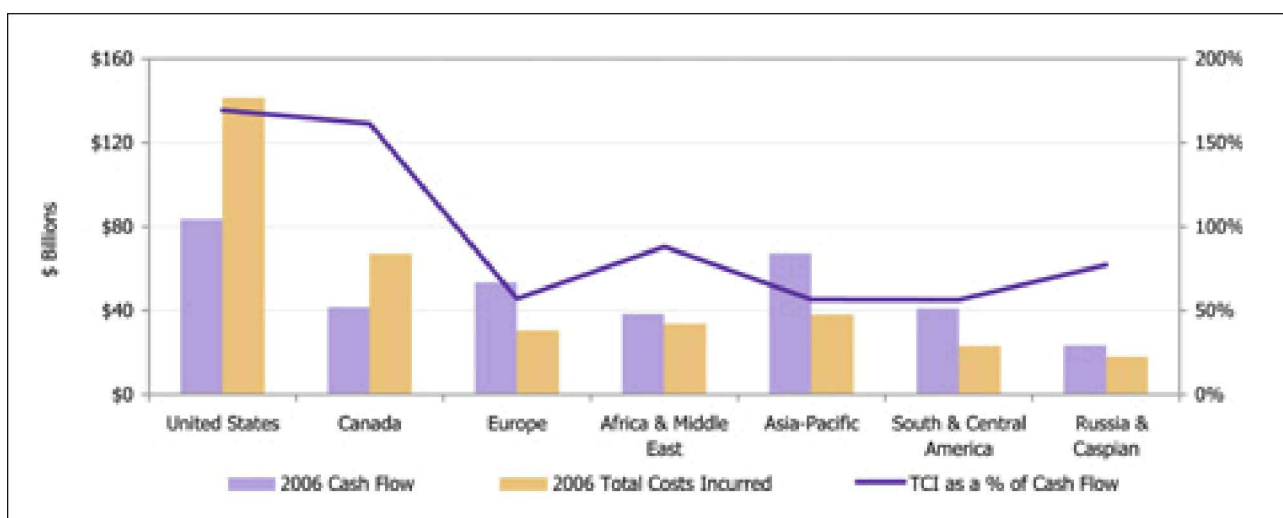
Мировой рост темпов добычи замедлился до 2% в 2006; увеличение наблюдалось в Канаде, Африке, на Среднем Востоке, в России, Азии, Каспийском и Тихоокеанском регионах. В Канаде темпы извлечения выросли на 2% благодаря добыче нефти. Рост темпов извлечения в Африке, на Среднем Востоке и Тихоокеанском регионе, соответственно, на 7% и 8%, были вызваны ростом добычи газа, хотя добыча нефти также демонстрировала неплохие результаты. В Европе же темпы добычи снизились на 5%, причем нефть – в два раза быстрее газа.

**Прибыли остались высокими, но доходность начала таять**  
Прибыли от разведки и добычи достигли рекордных \$243 млрд в 2006 г, почти \$13/бнэ.





Средняя прибыль за бнэ



Денежные потоки и затраты в 2006 г., в различных регионах.

Во всех регионах, кроме США, прибыльность повысилась, хотя в Канаде рост валовой выручки произошел благодаря понижению налоговой ставки. Прибыли в Южной и Центральной Америке удвоились, достигнув почти \$29 млрд при помощи контроля за расценками. Доходность с чистой прибыли, как и доходность со стоимости без налогов снизились в 2006 г., когда рост затрат превысил рост прибылей с продаж. В США, России и в Каспийском регионе доходность с чистой прибыли упала больше, чем на 10%.

#### Компании использовали весь денежный поток 2006 г.

После недостаточного инвестирования в течение нескольких лет, в 2006 отрасль потратила больше, чем получила. Основными получателями капитала стали США и Канада. Азия

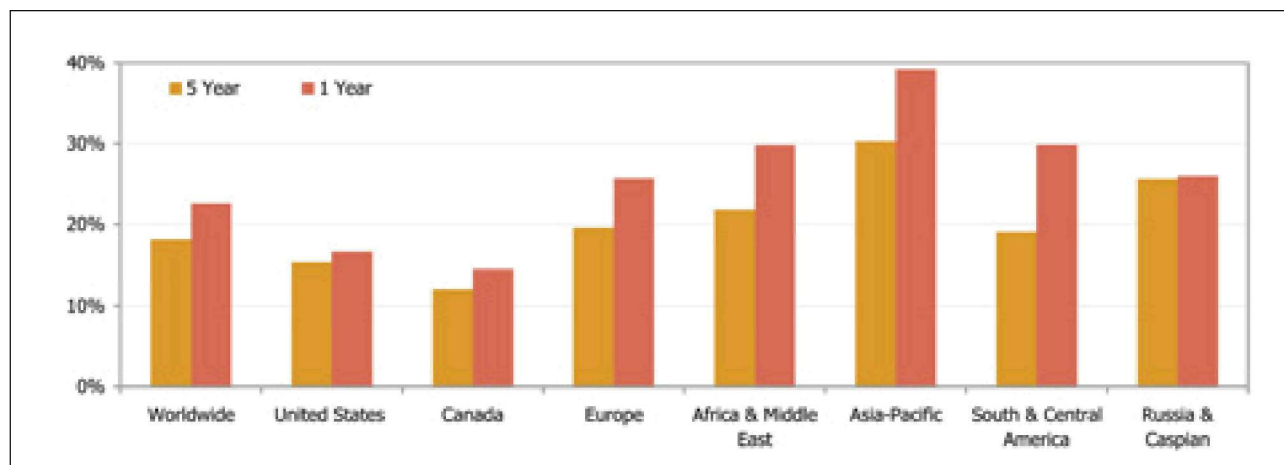
и Тихоокеанский регион уже третий год подряд производят больший денежный поток, нежели любой другой регион, причем две трети его получают крупные китайские компании.

#### Прибыли по всему миру сократились в 2006

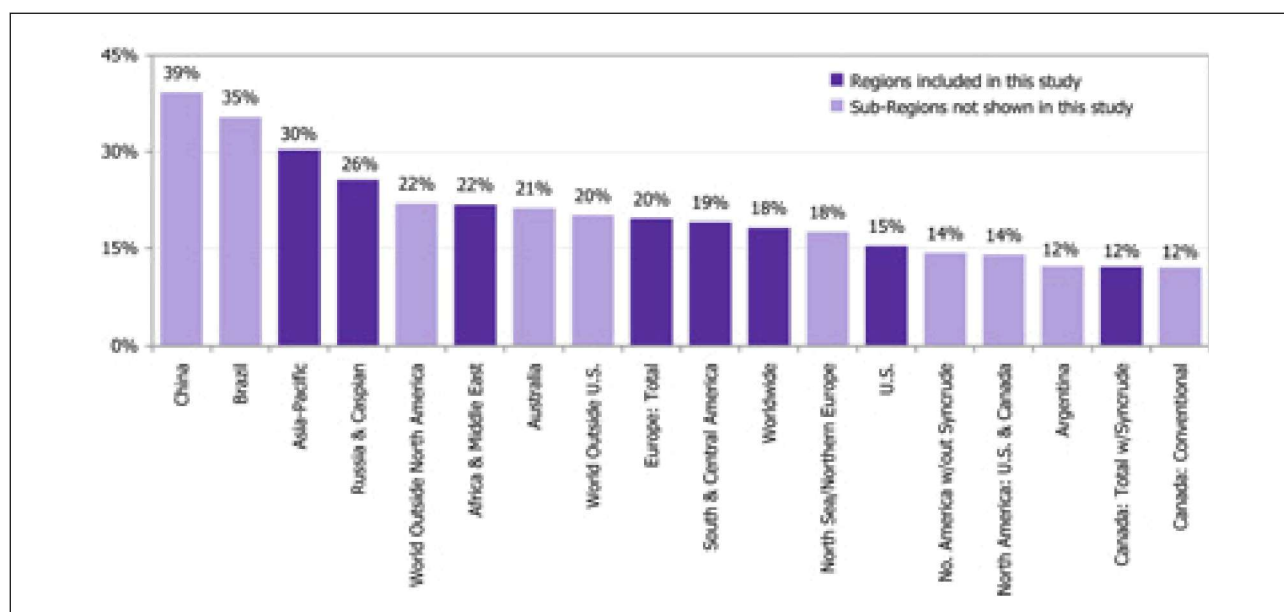
Отдача от капитальных издержек, определяемая как чистая прибыль от разведки и добычи, поделенная на все капиталовложения в разведку и добычу, измеряет прибыльность активов в секторе E&P. Хотя в 2006 г. ситуация обстояла лучше, чем в среднем за последние пять лет, это соотношение снизилось с 23.4% до 22.6%, первое снижение доходности за несколько лет. Относительные показатели доходности капиталовложений за пять лет не претерпели особых изменений, хотя Азия и Тихоокеанский регион затмил

Россию и Каспийский регион, став самым доходным регионом. Россия и Каспий стали единственным районом, где прибыль за пять лет оказалась ниже, чем в 2005. Отдача повысилась в Южной и Центральной Америке, что привело к их повышению в рейтинге доходности регионов.

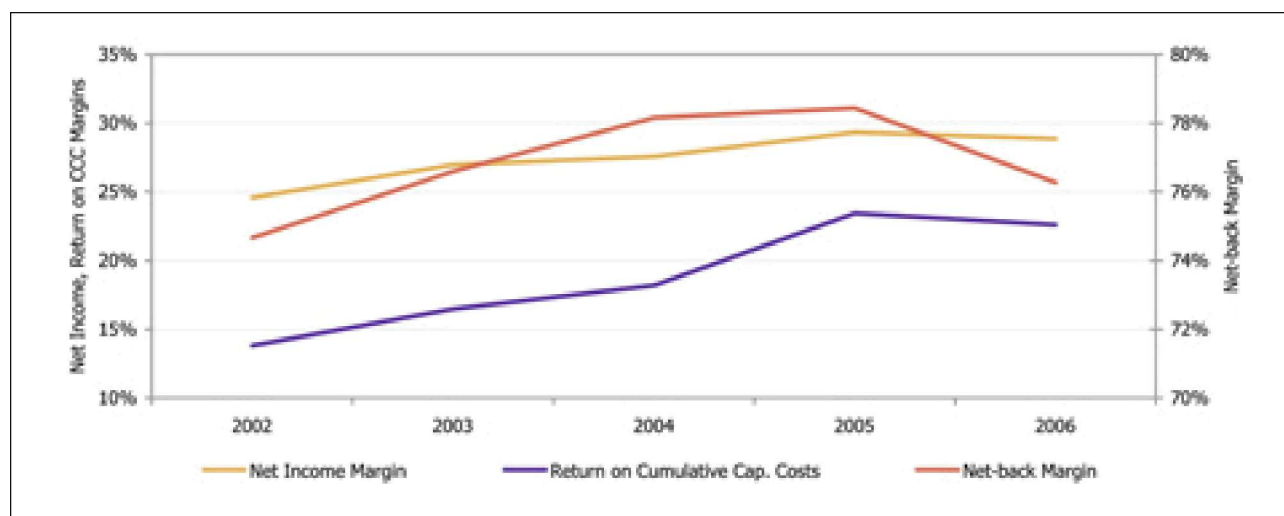
Наша выборка из 228 компаний получала в 2006 более \$1 млрд в день от разведки и добычи и впервые за несколько лет потратила денег больше, чем получила. Несмотря на то, что капиталовложения составили около \$400 млрд, запасы и добыча выросли лишь на 2%, что указывает на проблему развития, с которой столкнулась отрасль. Если умножить стоимость разведки и добычи одного бнэ в 2006 на темпы добычи в 2006, то можно оценить размер инвестиций, который потребуется в 2007 г. для сохранения нынешних



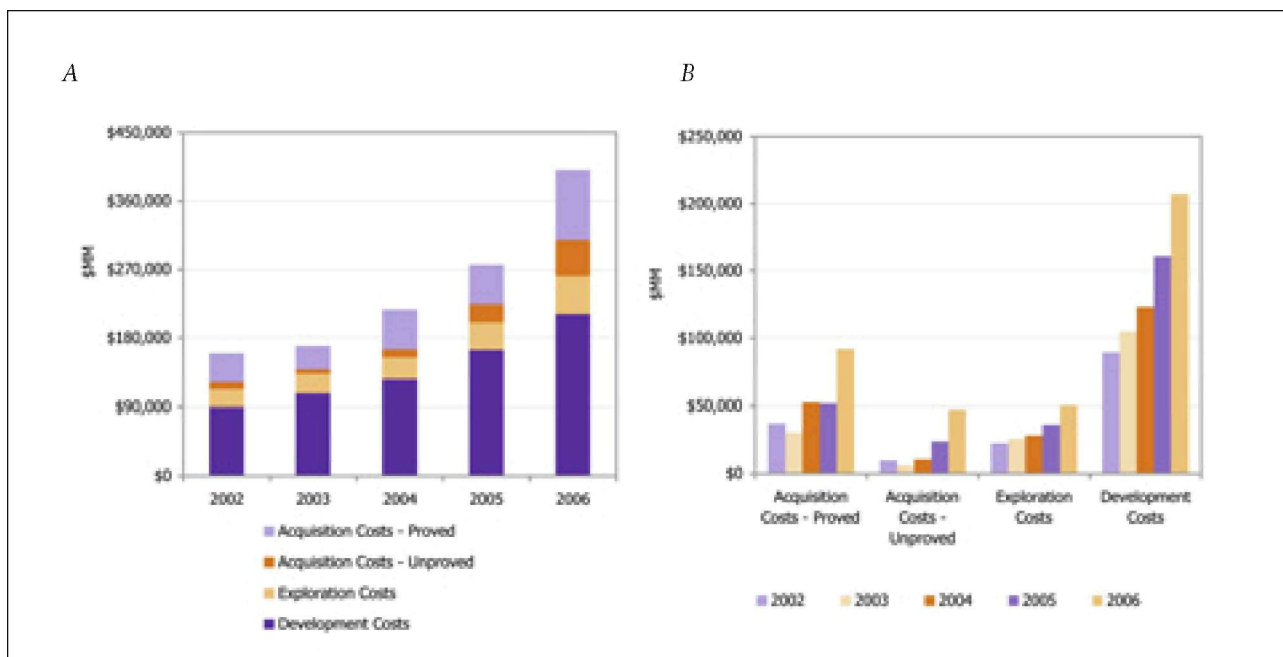
Прибыль с совмещенных затрат в различных регионах.



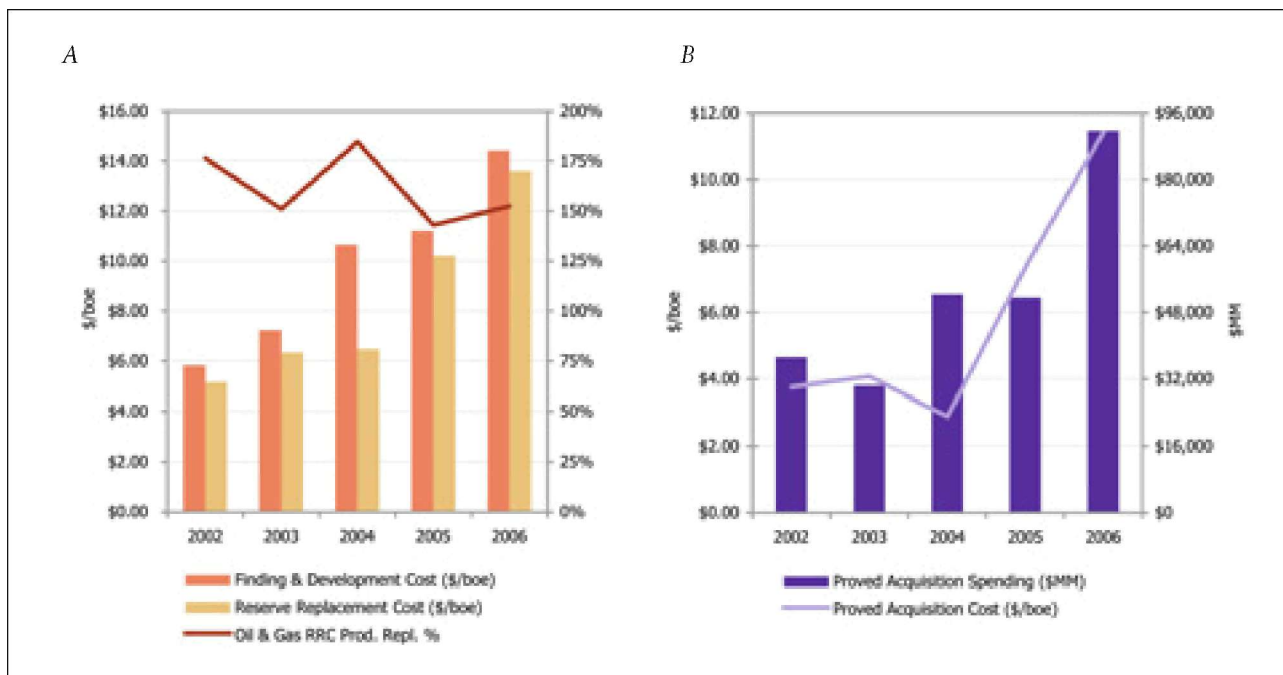
Прибыль с затрат за 5 лет, в различных регионах и отдельных районах.



Снижение прибылей нефтегазовой индустрии.



А. Затраты достигли рекордного уровня. В. Стоимость приобретения новых участков почти удвоилась в 2006.



А. Коэффициент воспроизводства горизонтальный несмотря на рынок капиталовложений. В. Стоимость доказанных резервов растет все быстрее.

темпов добычи в \$280 млрд – при условии, что стоимость разведки и добычи не увеличится. Это означает, что для каждого 1% роста темпов добычи отрасль должна потратить дополнительные \$60 млрд.

Отрасль могла похвастаться рекордными прибылями в \$243 млрд в 2006 г. – почти \$13/бнэ. Скачок прибыли в первую очередь был вызван ростом цен на \$6/бнэ. Но рост стоимости добычи и разведки,

в первую очередь увеличение эксплуатационных расходов на 31%, снизил доходность со стоимости нефти на 76%, и доходность с чистой прибыли до 29%. Удивительно, но налоговые ставки для компаний, освещенных в отчете, упали примерно на 1%, составив около 50%, что сдержало падение доходности.

Рост затрат на приобретение доказанных запасов на 80% вызвал

увеличение запасов лишь на 15%, т.к. стоимость сделок подскочила на 55%. Вложения в неподтвержденные запасы почти удвоились, составив \$47.4 млрд, более чем в четыре раза больше, чем в 2002. Возможно, это указывает на ускорение затрат на разведку, которое можно ожидать в ближайшие годы. Почти половина новых приобретений в 2006 г. пришлось на США. Затраты на развитие выросли на 29%, но

составили лишь 52% от инвестиций, что является отклонением от обычных 58%. Крупнейшим инвестором в этом году стала ConocoPhillips, потратившая почти \$42 млрд, почти три четверти которых пришлось на новые приобретения.

Повторим, что добыча и запасы нефти и газа по всему миру выросли примерно на 2% за счет природного газа и канадских нефтеносных песков. По всему миру запасы нефти выросли лишь на 1%, благодаря 1.9 млрд баррелей, обнаруженных в Канаде, в первую очередь в песках. За последние два года запасы нефти снизились бы на 2.1%, если бы в Канаде не было найдено в общей сложности 6.4 млрд барр. Новые открытия, пересмотры, расширения, и улучшенная добыча добавили 12.8 млрд баррелей, чуть больше, чем годовой уровень добычи, и приобретения запасов чуть превысили уровень 2005 г. Таким образом, общее увеличение запасов нефти оказалось на 13% лучше в

2006, чем средний уровень за последние четыре года, уравнив 112% добычи, темпы которой практически не сдвинулись с 2005 г.

Запасы газа также продолжили увеличиваться. Бурение новых скважин продолжилось в хорошем темпе: расширения старых и освоение новых месторождений прибавили к запасам более 48 трлн куб. футов, в очередной раз намного превысив добычу. И это случилось, когда добыча газа в рассматриваемой группе опять выросла более, чем на 5%, из-за чего доля газа в общей добыче составила 35%, наивысший уровень за десятилетие.

Стоимость замены запасов, разведки и добычи выросла по всему миру в 2006 г., так как значительное увеличение капиталовложений не вызвало пропорционального добавления запасов. Стоимость обновления запасов подскочила на 33% до \$13.60/бнэ, а затраты на поиск и освоение выросли на 29% до \$14.42/бнэ. Темпы обновления лишь

слегка увеличились в 2006, несмотря на рост инвестиций в разведку и добычу. Отрасль смогла заменить лишь 111% добычи с помощью бурения новых скважин. Жесткая конкуренция за привлекательные активы довела стоимость доказанных запасов до \$11.42/бнэ.

Нефтегазовая отрасль получила рекордную прибыль в \$243 млрд от разведки и добычи. Опять взлетели цены на сырье, но рост эксплуатационных расходов «съел» почти треть этого скачка. Безналичные расходы выросли более, чем прибыль. Соотношение подоходного налога с прибылью до налога, чистой прибылью и денежным потоком осталось достаточно стабильным. Были отмечены рост доходности и денежного потока, но их изменение в процентах с 2005 до 2006 гораздо ниже исторических показателей, так как затраты продолжили расти. Например, денежный поток вырос на 18% вместо среднего показателя в 26% с 2002 до 2005 г.