

# RETROCHINA И SINOPEC

## АКТУАЛИЗАЦИЯ ОЦЕНКИ

### ХОРОШИЕ НОВОСТИ УЖЕ ОТРАЖЕНЫ В ЦЕНЕ АКЦИЙ

После впечатляющего роста котировок акций PetroChina на 55% с начала года мы не видим в них существенного потенциала и понижаем рейтинг до уровня «Держать». Рынок, по-видимому, уже закладывает на достижение в 2023 г. допандемийного объема переработки, а значит, на мощный рост за счет фактора объема надеяться не приходится. PetroChina, чья выручка на 40% формируется реализацией нефти и газа, может демонстрировать отличные результаты при высоких сырьевых ценах, но показатели серьезно ухудшатся после завершения текущего цикла. Рейтинг по акциям Sinopec мы оставляем без изменения («Держать»): компания в большей мере зависит от покупного сырья и продажи нефтехимии, где цены «привязаны» к потребительскому сегменту, а создание ценности для акционеров видим в более отдаленной перспективе, когда цены на нефть снизятся.

**Риски:** увеличение стоимости покупки сырья (Sinopec); ограничение маржи НПЗ и рост капитальных вложений (PetroChina).

**Катализаторы:** хорошая отчетность за 1П23; повышение рентабельности; рост объемов нефтепереработки до допандемийных показателей.

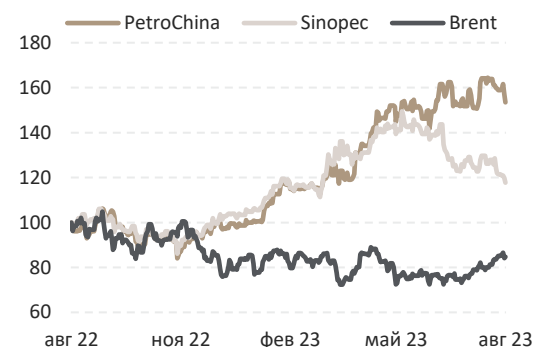
**Объемы нефтепереработки в этом году восстанавливаются.** Планы PetroChina и Sinopec по нефтепереработке на 2023 г. (250 млн т и 175 млн т) соответствуют объемам 2019 г. Из-за действовавших в 2022 г. антиковидных мер внутреннее потребление нефтепродуктов в Поднебесной увеличилось только на 0,9% г/г, а потребление продукции нефтехимии даже сократилось на 2,5%. Косвенным признаком активного роста спроса на нефтепродукты в 1П23 служит динамика импорта сырой нефти в Китай, который уже по итогам июня вышел на новый рекорд в 12,7 мбс. Поскольку маржа НПЗ регулируется государством, фактор объема нефтепереработки выступает одним из главных драйверов EBITDA.

**Компании сильно зависят от покупного нефтяного сырья.** Затраты PetroChina на приобретение сырья составляют более 60% к выручке. В случае же Sinopec стоимость покупного сырья и продукции для перепродажи еще выше, ближе к 80%, из-за чего результаты компаний крайне зависимы от складывающейся на мировом рынке конъюнктуры. По этой причине рентабельность по EBITDA анализируемых компаний весьма низкая: у PetroChina — 14–16%, у Sinopec — 6–9%. Мы считаем, что PetroChina, чья выручка на 40% формируется за счет продажи нефти и газа, выигрывает от высоких нефтяных цен, тогда как Sinopec находится в проигрышном положении.

**2023 г. обещает быть успешным для PetroChina, чего нельзя сказать о Sinopec.** В 1К23 чистая прибыль PetroChina увеличилась, согласно отчетности, на 12% г/г, объем нефтепереработки — на 8%, FCF — более чем вдвое. Чистая прибыль Sinopec, напротив, снизилась на 12% г/г при сокращении нефтепереработки на 3%, и даже операционный денежный поток оказался отрицательным из-за увеличения оборотного капитала. Отметим, что PetroChina планирует сократить программу капзатрат на 11% г/г в 2023 г., а Sinopec — увеличить инвестиции на 8%, а значит, на высокие абсолютные цифры FCF в случае Sinopec не приходится рассчитывать и в текущем году.

**Считаем потенциал роста котировок ограниченным.** Даже после обновления финансовых моделей и повышения целевых цен мы считаем существенный рост стоимости акций PetroChina или Sinopec маловероятным. В связи с этим понижаем рейтинг по подорожавшим с начала года на 55% бумагам PetroChina до уровня «Держать». На среднесрочную перспективу, при цене барреля Brent в 2П23 и 2024 г в \$95, доходность FCF PetroChina прогнозируем близкой к 20%, но с завершением в 2026 г. цикла высоких цен финансовые результаты должны ухудшиться. Что касается Sinopec, где гораздо выше зависимость от продаж нефтехимической продукции, ситуация обратная: текущий цикл нефтяных цен отрицательно сказывается на показателях, поэтому генерация существенных денежных потоков для акционеров возможна только в более отдаленной перспективе.

### ДИНАМИКА КОТИРОВОК АКЦИЙ КОМПАНИЙ И НЕФТИ BRENT



Источники: Bloomberg, ИБ Синара

	PetroChina	Sinopec
Тикер	857 HK	386 HK
ISIN	CNE1000003W8	CNE1000002Q2
<b>Новый рейтинг</b>	<b>ДЕРЖАТЬ</b>	<b>ДЕРЖАТЬ</b>
Прежний рейтинг	ПОКУПАТЬ	ДЕРЖАТЬ
<b>Новая целевая цена, НКД/акцию</b>	<b>6,1</b>	<b>4,8</b>
Прежняя целевая цена, НКД/акцию	5,2	4,5
Текущая цена, НКД/акцию	5,6	4,3
Потенциал роста	9%	12%
Див. доходность до конца 2023 г.	3%	3%
Капитализация, НКД млрд	1 505	764
Степень риска	●●○○○	●●○○○
Допустимое отклонение от Hang Seng	-20%	-20%

### ОСНОВНЫЕ ФИНАНСОВЫЕ ПОКАЗАТЕЛИ

	2020	2021	2022	2023П	2024П
<b>PetroChina</b>					
EV/EBITDA	2,1	1,9	1,7	2,2	1,9
P/E	19,1	6,3	4,5	6,0	4,8
Доходность FCF	19%	14%	22%	18%	24%
Дивдоходность	9%	7%	11%	8%	10%
<b>Sinopec</b>					
EV/EBITDA	3,6	2,0	3,1	3,3	3,3
P/E	11,2	5,5	6,8	9,7	12,8
Доходность FCF	13%	24%	-8%	1%	-1%
Дивдоходность	6%	14%	10%	7%	5%

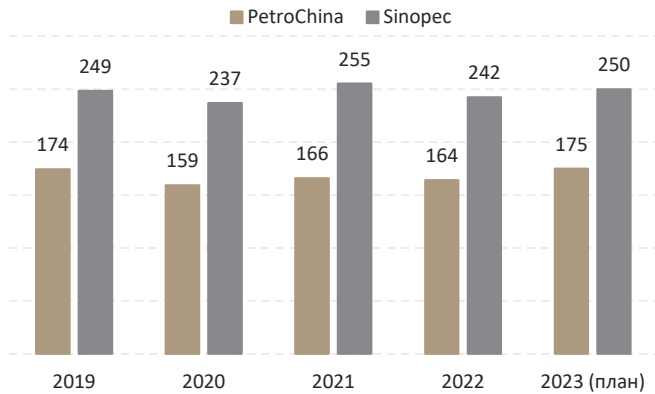
Источники: данные компаний, ИБ Синара

**Кирилл Бахтин, к. э. н., CFA**  
Старший аналитик

**Василий Мордовцев**  
Аналитик

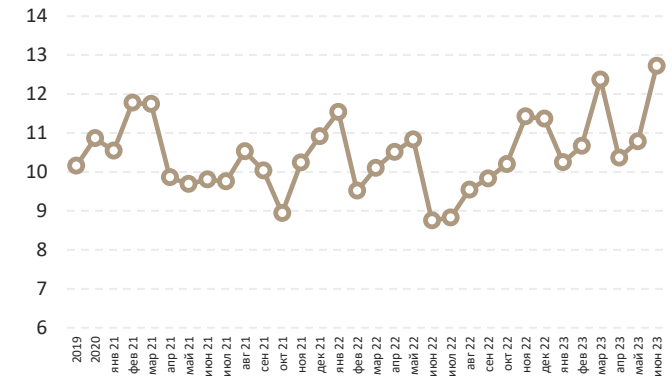
**КЛЮЧЕВЫЕ ГРАФИКИ**

**КОМПАНИИ РАССЧИТЫВАЮТ ВЫЙТИ НА ДОПАДЕМИЙНЫЕ ОБЪЕМЫ НЕФТЕПЕРЕРАБОТКИ УЖЕ ЭТОМ ГОДУ, МЛН Т**



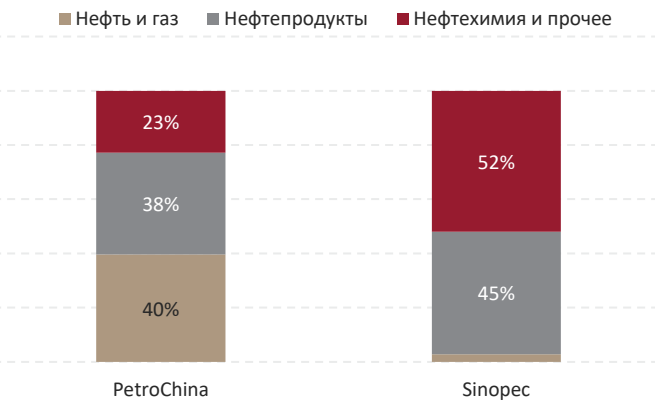
Источники: данные компании, ИБ Синара

**ИМПОРТ НЕФТИ В КИТАЙ, КОСВЕННЫЙ ИНДИКАТОР СПРОСА, В 2023 Г. УЖЕ ОБНОВИЛ РЕКОРД, МБС**



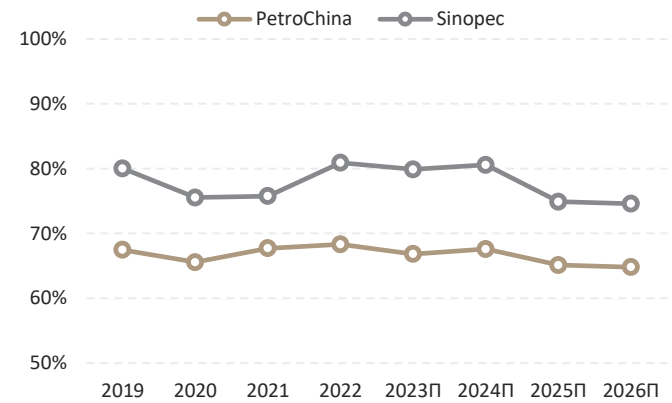
Источники: данные Таможенной службы Китая, ИБ Синара

**СТРУКТУРА ВЫРУЧКИ ПО СЕГМЕНТАМ В 2022 Г.**



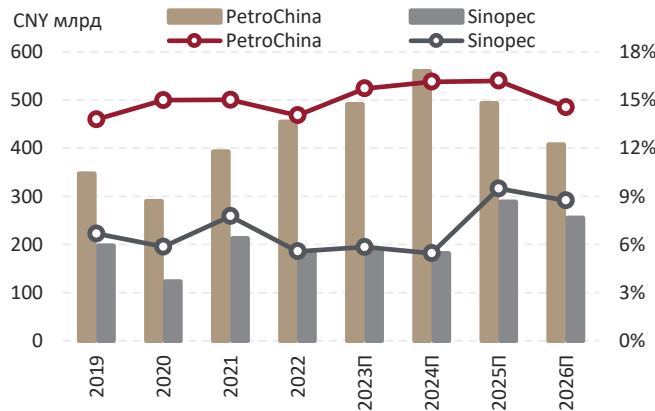
Источники: данные компаний, ИБ Синара

**ПОКУПНЫЕ НЕФТЬ И СЫРЬЕ ПО ОТНОШЕНИЮ К ВЫРУЧКЕ**



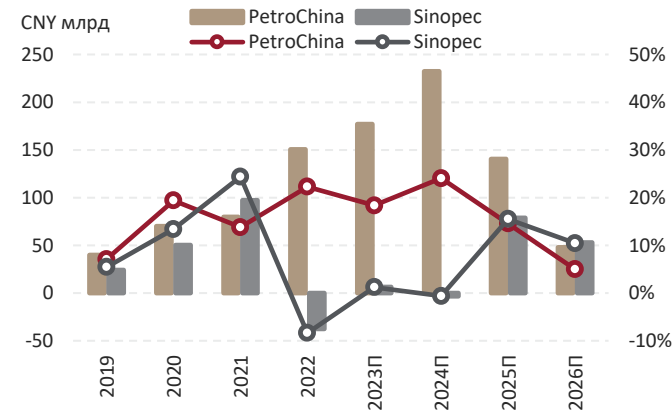
Источники: данные компаний, ИБ Синара

**ЕВИТДА И РЕНТАБЕЛЬНОСТИ ПО ЕВИТДА (ПРАВАЯ ОСЬ)**



Источники: данные компаний, ИБ Синара

**ФСФ И ДОХОДНОСТИ ФСФ (ПРАВАЯ ОСЬ)**



Источники: данные компаний, ИБ Синара

## ОБЪЕМЫ ПЕРЕРАБОТКИ ВОССТАНОВЯТСЯ УЖЕ В 2023 Г.

Борьба с распространением COVID-19 привела в прошлом году к серьезным последствиям в плане объемов. Потребление нефтепродуктов и нефтехимии в Китае, в отличие от предыдущих лет, росло не так стремительно по причине принятых государством карантинных мер для борьбы с коронавирусом. Так, внутреннее потребление нефтепродуктов увеличилось лишь на 0,9% г/г, а химической продукции — сократилось на 2,5%, в связи с чем и PetroChina, и Sinopec уменьшали объемы нефтепереработки в 2022 г. При этом компании имели возможность экспортировать продукцию, если объемы производства превышали внутреннее потребление. Если говорить об отдельных категориях продукции, то спрос на бензин и керосин упал на 4,6% и 32,4% соответственно, а потребление дизельного топлива увеличилось на 11,8% г/г. Производство синтетического волокна сократилось в 2022 г. на 2,8%, каучука — на 3,2%.

**В 2023 г. PetroChina и Sinopec планируют восстановить переработку до уровня 2019 г.** Планы PetroChina по нефтепереработке на 2023 г. (250 млн т) и Sinopec (175 млн т) соответствуют объемам 2019 г. Косвенным признаком роста в 1П23 потребления нефтепродуктов служит динамика импорта Китаем сырой нефти, который уже по итогам июня вышел на новый максимум в 12,7 мбс.

**PetroChina и Sinopec смещают акцент с нефтепереработки на нефтехимию.** Данный маневр связан с государственными планами стимулировать прирост электромобилей (и увеличить к 2025 г. их долю в новых авто до 20%), к чему вынуждены адаптироваться и предприятия. В этом году PetroChina планирует нарастить выпуск этилена по сравнению с 2019 г. на 27%, Sinopec рассчитывает на 12%-ную прибавку, однако увеличение мощностей может иметь обратный эффект из-за более низких цен на продукцию.

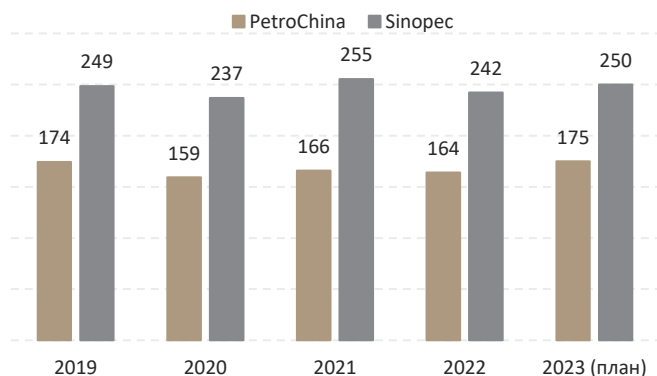
**В 2022 г. объемы нефтепереработки в Китае сократились из-за карантинных мер**

**Однако уже в 2023 г. PetroChina и Sinopec планируют выйти на допандемийные уровни**

**Таможенная статистика зафиксировала в июне 2023 г. новый рекорд импорта сырой нефти в Китай**

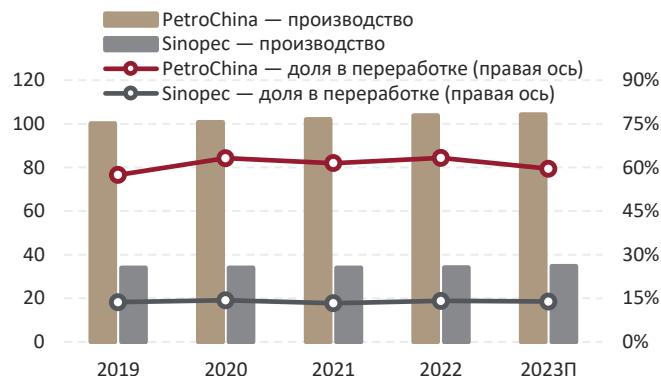
**PetroChina и Sinopec переориентируются с выпуска продукции нефтепереработки на развитие нефтехимии, но это чревато снижением цен в данном сегменте**

### КОМПАНИИ РАССЧИТЫВАЮТ ВЫЙТИ НА ДОПАНДЕМИЙНЫЕ ОБЪЕМЫ НЕФТЕПЕРЕРАБОТКИ УЖЕ ЭТОМ ГОДУ, МЛН Т



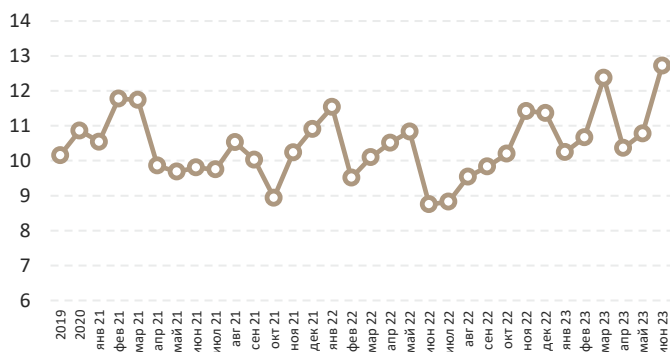
Источники: данные компаний, ИБ Синара

### RETROCHINA ГОРАЗДО МЕНЬШЕ ЗАВИСИТ ОТ ПОКУПНОЙ НЕФТИ, МЛН Т (ДОБЫЧА В КИТАЕ)



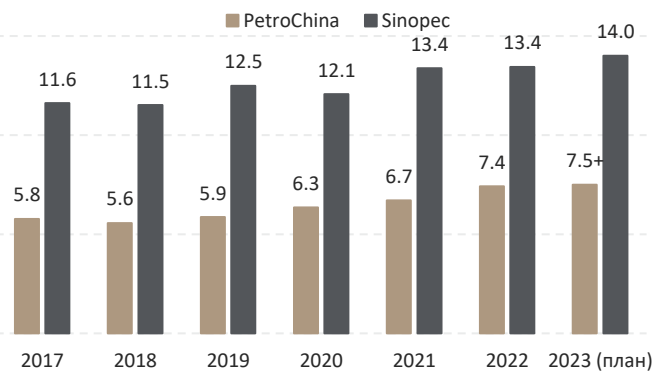
Источники: данные компаний, ИБ Синара

### ИМПОРТ НЕФТИ В КИТАЙ, КОСВЕННЫЙ ИНДИКАТОР СПРОСА, В 2023 Г. УЖЕ ОБНОВИЛ РЕКОРД, МБС



Источники: Таможенная служба Китая, ИБ Синара

### RETROCHINA И SINOPEC ПЕРЕОРИЕНТИРУЮТСЯ НА НЕФТЕХИМИЮ, МЛН Т (ПРОИЗВОДСТВО ЭТИЛЕНА)



Источники: данные компаний, ИБ Синара

## ЦЕНОВЫЕ ПРЕДПОСЫЛКИ И ДИНАМИКА ЦЕН НА ПРОДУКЦИЮ

Цены на сырую нефть останутся высокими в среднесрочной перспективе. Мы с оптимизмом смотрим на перспективы мировых нефтяных цен в 2П23 и 2024 г., ожидая, что котировки Brent закрепятся на уровне \$95/барр. и выше. К июню 2023 г. мировое потребление жидких углеводородов вернулось, по данным Минэнерго США, к 102 мбс, то есть к пикам лета 2019 г. К концу 2023 г. спрос должен выйти на новый рекорд в 103 мбс, в то время как участники соглашения ОПЕК+, главным образом Саудовская Аравия и Россия, еще дополнительно ограничивают свое предложение.

Маржа НПЗ в Китае регулируется государством и не станет дополнительным драйвером котировок. Нефтеперерабатывающие предприятия КНР не смогли в прошлом году извлечь значительной выгоды из сложившейся конъюнктуры и не смогут и далее в период высоких нефтяных цен из-за госрегулирования переработки. Если котировки Brent превышают \$80/барр. (прогнозируемый нами и на 2023–2024 гг. сценарий), то «эталонная» процессинговая маржа НПЗ снижается до нуля. Нормальная «эталонная» маржа допускается при нефтяных ценах в диапазоне \$40–80 за баррель.

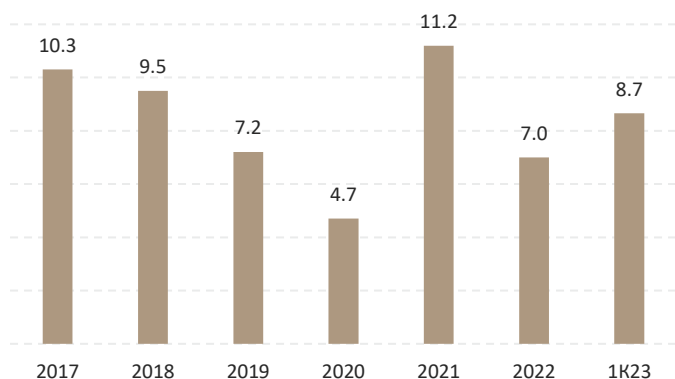
Структурный профицит ограничивает перспективы роста цен на полимеры. По нашему мнению, на ключевой сегмент базовых полимеров в среднесрочной перспективе продолжит влиять соотношение спроса и предложения, которое не складывается в пользу роста цен из-за ввода новых мощностей. Так, в 2017–2019 гг. США ввели в эксплуатацию девять новых установок газового пиролиза мощностью около 11 млн тонн по этилену с последующей его переработкой в полиэтилен, а увеличение китайских мощностей по выпуску полипропилена в 2023 г. отраслевой ресурс ICIS оценивает в 14% г/г.

*В среднесрочной перспективе ожидаем относительно высоких нефтяных цен — Brent по \$95/барр. На 2023 г. прогноз понижен на \$5/барр. до \$90/барр.*

*Из-за госрегулирования нефтепереработки фактор цен на нефтепродукты не является драйвером результатов PetroChina и Sinopec, для них намного важнее объемы потребления*

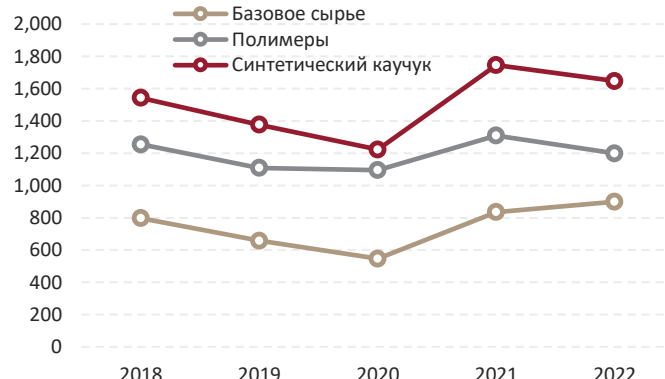
*В качестве предпосылки используем стабильные цены на нефтехимическую продукцию, но отмечаем риск их снижения из-за роста объемов производства*

### МАРЖУ НПЗ В КИТАЕ РЕГУЛИРУЕТ ГОСУДАРСТВО, \$/БАРР.



Источники: Sinopec, ИБ Синара

### ДИНАМИКА ЦЕН НА НЕФТЕХИМИЧЕСКУЮ ПРОДУКЦИЮ, \$/Т



Источники: Sinopec, ИБ Синара

### ПРОГНОЗЫ ПО ЦЕНАМ НА СЫРЬЕ, ВАЛЮТНОМУ КУРСУ И ИНФЛЯЦИИ В КИТАЕ

	2019	2020	2021	2022	2023П	2024П	2025П	2026П
Цена нефти Brent, \$/барр.	63	41	70	101	90	95	85	75
Цена реализации газа (PetroChina), \$/тыс. м3	189	179	272	389	347	367	328	289
Цена реализации бензина (PetroChina), \$/т	741	635	865	1049	970	1 007	933	859
Цена реализации дизтоплива (PetroChina), \$/т	595	479	670	953	865	902	828	754
Цена реализации нефтехимического сырья (Sinopec), \$/т	658	547	835	899	899	899	899	899
Курс USD/CNY (средний)	7,0	6,5	6,4	6,9	7,0	7,0	6,6	6,6
Инфляция (средняя)	2,9%	2,5%	0,9%	2,0%	0,7%	2,2%	2,2%	2,2%

Источники: Vloomberg, данные компаний, ИБ Синара

## КЛЮЧЕВЫЕ ОСОБЕННОСТИ ПОКАЗАТЕЛЕЙ И ОЦЕНКИ

Компании сильно зависят от приобретаемого сырья. Затраты PetroChina на покупку сырья составляют более 60% по отношению к выручке. В случае же Sinopec стоимость покупного сырья и продукции для перепродажи еще выше и близка к 80%, из-за чего финансовые результаты компаний очень зависимы от складывающейся на мировом рынке конъюнктуры. Здесь кроются причины довольно низкой рентабельности по EBITDA анализируемых нами компаний на уровне 6–9% (Sinopec) и 14–16% (PetroChina).

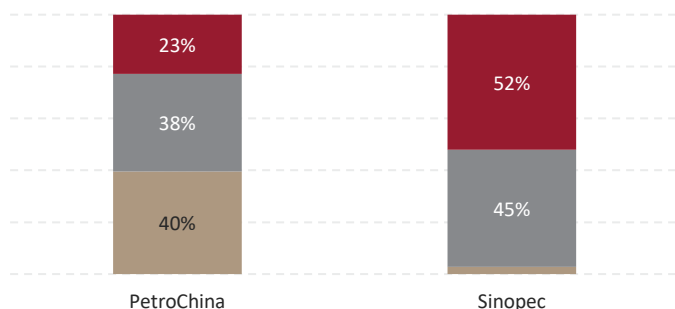
**PetroChina и Sinopec — это вертикально интегрированные компании, которые реализуют лишь незначительные объемы нефти и газа.** В их периметр входят три крупных сегмента: добыча, нефтепереработка и выпуск нефтехимической продукции. Особенность их бизнеса — формирование большей части выручки за счет реализации нефтепродуктов (дизельного топлива, бензина и керосина) и нефтехимии. В структуре выручки PetroChina собственно нефть и газ в 2022 г. заняли 40%, а оставшиеся доли пришлось на нефтепереработку и нефтехимию в соотношении 38% к 23%. Прошлогодняя выручка Sinopec от нефтехимии — 52%, продажи нефти и газа внесли вклад лишь 3% в общую выручку. Настолько выраженная ориентация на выпуск продукции более высоких переделов и зависимость от покупного сырья предопределяют уязвимость показателей Sinopec для роста нефтяных цен.

**Рентабельность по EBITDA китайских компаний энергетического сектора невысока ввиду больших потребностей в покупном сырье**

**При высоких нефтяных ценах рентабельность по EBITDA снижается, если цены на нефтепродукты и нефтехимию растут меньшими темпами**

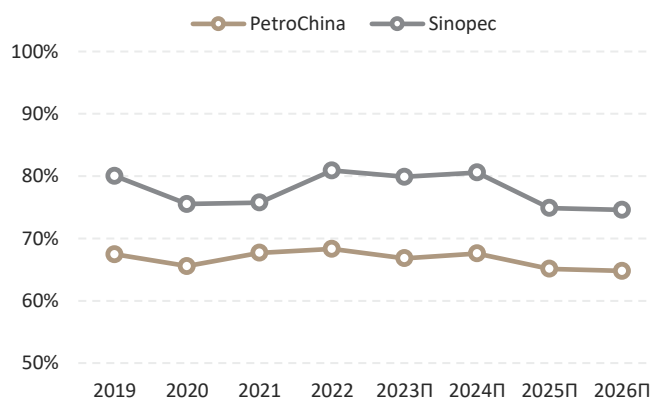
### СТРУКТУРА ВЫРУЧКИ В 2022 Г. ПО СЕГМЕНТАМ

■ Нефть и газ ■ Нефтепродукты ■ Нефтехимия и прочее



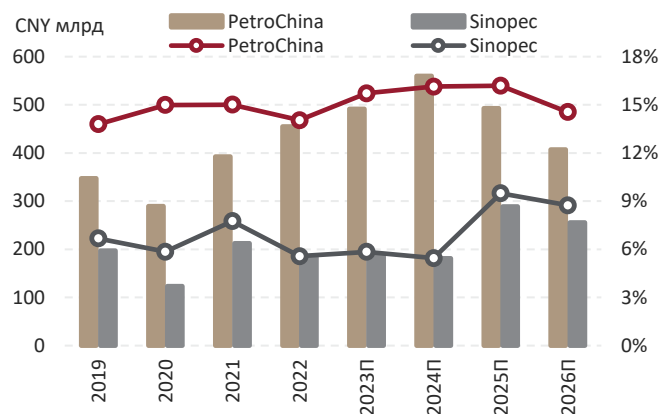
Источники: данные компаний, ИБ Синара

### ПОКУПНЫЕ НЕФТЬ И СЫРЬЕ ПО ОТНОШЕНИЮ К ВЫРУЧКЕ



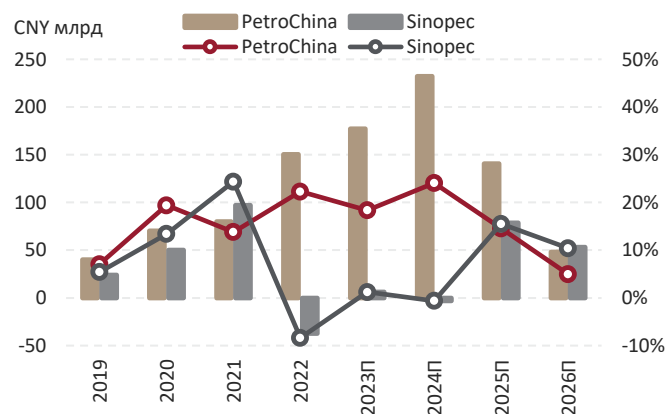
Источники: данные компаний, ИБ Синара

### ЕБИТДА И РЕНТАБЕЛЬНОСТИ ПО ЕБИТДА (ПРАВАЯ ОСЬ)



Источники: данные компаний, ИБ Синара

### ФСФ И ДОХОДНОСТИ ФСФ (ПРАВАЯ ОСЬ)



Источники: данные компаний, ИБ Синара

## ОРИЕНТИРЫ НА 2023 Г. ПО КАПЗАТРАТАМ И РЕЗУЛЬТАТЫ 1К23

**PetroChina планирует сократить капитальные затраты в 2023 г. на 11% г/г.** Sinopec же, напротив, планирует увеличить инвестиции на 8%, а значит, на большие свободные денежные потоки не приходится рассчитывать и в текущем году. Инвестпрограмма PetroChina на 2023 г. в размере CNY217 млрд на 32% меньше, чем в 2019 г. Тем не менее, мы консервативно ожидаем наращивания инвестиций до объемов, превышающих CNY300 млрд, через несколько лет.

**1К23 задал хороший тренд для годовых показателей PetroChina...** В первом квартале чистая прибыль PetroChina, как отчиталась компания, увеличилась на 12% г/г, достигнув CNY44 млрд, в то время как выручка на фоне снизившихся нефтяных цен сократилась на 6% г/г до CNY732 млрд. Объем нефтепереработки компания нарастила на 8% до 44 млн т. Свободный денежный поток сложился в размере CNY76 млрд, показав тем самым более чем двукратное увеличение в сравнении с 1К22, в том числе за счет высвобождения оборотного капитала.

**...а у Sinopec 1К23 не удался.** Чистая прибыль в отчетном квартале снизилась на 12% г/г до CNY20 млрд, уменьшился при этом и объем нефтепереработки — на 3% г/г до 62 млн т. Даже операционный денежный поток оказался в области отрицательных значений (-CNY18 млрд), как и свободный поток (-CNY46 млрд). Впрочем, это связано с приростом оборотного капитала в размере CNY74 млрд, без чего отрицательных значений не было бы.

## ПРОГНОЗ ДИВИДЕНДОВ

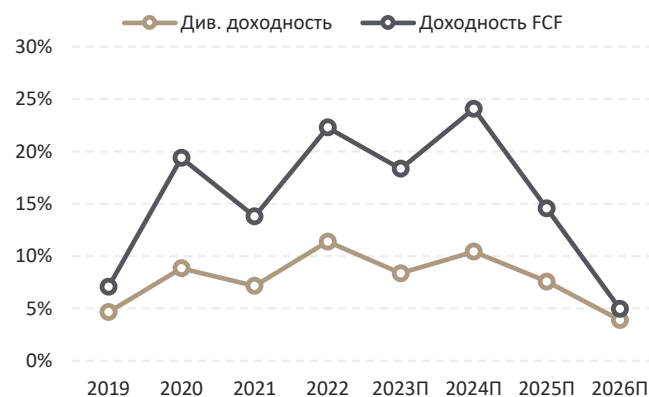
**От PetroChina ожидаем в 2023–2024 гг. более высокой дивидендности.** Мы прогнозируем дивидендную доходность PetroChina в диапазоне 8–10% против 5–7% в случае Sinopec и отмечаем, что свободный денежный поток Sinopec, ожидаемый в следующие два года, меньше расчетного размера дивидендов. Согласно дивидендной политике, обе компании должны направлять на выплату не менее 30% чистой прибыли за год. По факту в 2022 г. PetroChina и Sinopec распределили в виде дивидендов 51% и 64% чистой прибыли соответственно. Эти коэффициенты выплат мы и используем в качестве прогнозных с 2023 г.

**В 2023 г. PetroChina сокращает программу капзатрат, а Sinopec — увеличивает, что приводит к еще большей разнице между ними по FCF**

**В 1К23 объем нефтепереработки PetroChina увеличился, как и размер чистой прибыли и FCF, а в случае Sinopec квартал закончился с отрицательной величиной операционного денежного потока**

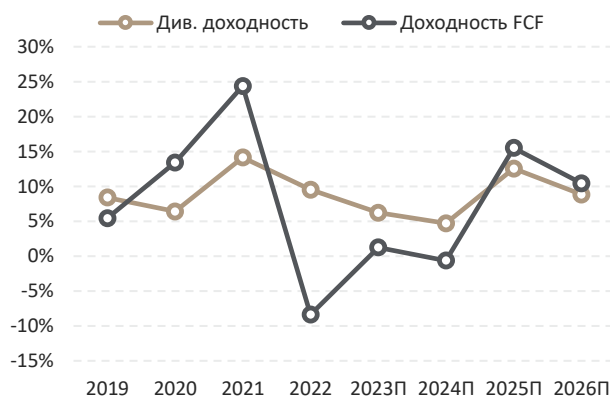
**FCF Sinopec в 2023–2024 гг. вряд ли окажется достаточным, чтобы покрыть выплату дивидендов (при сохранении коэффициента выплаты на уровне 2022 г.)**

### PETROCHINA: ДИВИДЕНДНАЯ ДОХОДНОСТЬ И ДОХОДНОСТЬ FCF



Источники: данные компании, ИБ Синара

### SINOPEC: ДИВИДЕНДНАЯ ДОХОДНОСТЬ И ДОХОДНОСТЬ FCF



Источники: данные компании, ИБ Синара

## ИЗМЕНЕНИЕ ПРОГНОЗОВ И СРАВНЕНИЕ С ОЦЕНКАМИ РЫНКА

В связи с пересмотром прогноза средней цены Brent на текущий год и его уменьшением на \$5/барр. до \$90/барр., а также слабыми результатами Sinopec за 1K23 оценки финансовых показателей на 2023–2024 гг. преимущественно понижены. Высокие нефтяные цены неблагоприятны для Sinopec, чья маржа нефтепереработки ограничена, а цены на нефтехимию сильно зависят от потребительского сегмента и соотношения спроса и предложения, при этом предложение в этом сегменте растет ввиду продолжающегося ввода в строй значительных новых мощностей. Поскольку наш прогноз по ценам на нефть превышает консенсусный, то наши оценки показателей PetroChina за 2024 г. (рейтинг — «Держать») выглядят лучше оценок рынка, тогда как в случае Sinopec — хуже. Хотя мы повысили целевую цену по акциям Sinopec за счет применения 6%-ной ставки роста в постпрогнозном периоде, она по-прежнему соответствует рейтингу «Держать».

**Оценка показателей на 2023 г. понижена ввиду пересмотренного в сторону уменьшения прогноза нефтяных цен и слабой отчетности Sinopec за 1K23**

### ИЗМЕНЕНИЕ ПРОГНОЗОВ ИБ СИНАРА

CNY млрд	2023П			2024П		
	Новый прогноз	Прежний прогноз	Δ	Новый прогноз	Прежний прогноз	Δ
<b>PetroChina</b>						
Выручка	3 126	3 628	-14%	3 470	3 637	-5%
ЕБИТДА	491	539	-9%	560	517	8%
Рентабельность по ЕБИТДА	15,7%	14,9%	0,9 п. п.	16,1%	14,2%	1,9 п. п.
Чистая прибыль	161	218	-26%	201	196	3%
Рентабельность по чистой прибыли	5,2%	6,0%	-0,8 п. п.	5,8%	5,4%	0,4 п. п.
FCF	177	226	-22%	232	161	44%
<b>Sinopec</b>						
Выручка	3 170	3 634	-13%	3 322	3 466	-4%
ЕБИТДА	185	234	-21%	181	228	-21%
Рентабельность по ЕБИТДА	5,8%	6,4%	-0,6 п. п.	5,5%	6,6%	-1,1
Чистая прибыль	49	83	-41%	37	70	-47%
Рентабельность по чистой прибыли	1,5%	2,3%	-0,7 п. п.	1,1	2,0%	-0,9 п. п.
FCF	6	47	-87%	-3	61	н/п

Источник: ИБ Синара

### СРАВНЕНИЕ ПРОГНОЗОВ ИБ СИНАРА С КОНСЕНСУС-ПРОГНОЗАМИ

CNY млрд	2023П			2024П		
	ИБ Синара	Консенсус	Δ	ИБ Синара	Консенсус	Δ
<b>PetroChina</b>						
Выручка	3 126	3 158	-1%	3 470	3 439	1%
ЕБИТДА	491	445	10%	560	443	26%
Рентабельность по ЕБИТДА	15,7%	14,1%	1,6 п. п.	16,1%	12,9%	3,2 п. п.
Чистая прибыль	161	144	12%	201	138	46%
Рентабельность по чистой прибыли	5,2%	4,6%	0,6 п. п.	5,8%	4,0%	1,8 п. п.
FCF	177	212	-16%	232	203	14%
<b>Sinopec</b>						
Выручка	3 170	3 285	-3%	3 322	3 340	-1%
ЕБИТДА	185	222	-17%	181	237	-24%
Рентабельность по ЕБИТДА	5,8%	6,8%	-0,9 п. п.	5,5%	7,1%	-1,6 п. п.
Чистая прибыль	49	75	-35%	37	86	-57%
Рентабельность по чистой прибыли	1,5%	2,3%	-0,7 п. п.	1,1%	2,6%	-1,5 п. п.
FCF	6	47	-87%	-3	40	н/п

Источники: Bloomberg, ИБ Синара





**SINOPEC: ФИНАНСОВЫЕ ПОКАЗАТЕЛИ**

Отчет о прибылях и убытках, CNY млн	2019	2020	2021	2022	2023П	2024П	2025П	2026П
<b>Выручка</b>	<b>2 957 868</b>	<b>2 104 724</b>	<b>2 740 884</b>	<b>3 318 168</b>	<b>3 170 127</b>	<b>3 322 194</b>	<b>3 042 610</b>	<b>2 922 341</b>
Приобретение сырья	(2 367 533)	(1 589 821)	(2 076 665)	(2 684 756)	(2 532 200)	(2 677 025)	(2 278 552)	(2 179 652)
<b>ЕБИТДА</b>	<b>197 423</b>	<b>123 196</b>	<b>212 619</b>	<b>184 657</b>	<b>184 986</b>	<b>181 152</b>	<b>288 580</b>	<b>255 351</b>
Рентабельность по ЕБИТДА	7%	6%	8%	6%	6%	5%	9%	9%
Износ и амортизация	(109 643)	(107 461)	(115 680)	(109 906)	(114 980)	(124 065)	(133 349)	(142 838)
<b>Операционная прибыль</b>	<b>86 516</b>	<b>13 669</b>	<b>94 628</b>	<b>75 835</b>	<b>70 006</b>	<b>57 087</b>	<b>155 231</b>	<b>112 512</b>
Прибыль до налогообложения	90 161	48 615	109 169	94 400	69 436	56 141	149 597	105 328
Налог на прибыль	(18 054)	(6 344)	(23 318)	(18 757)	(13 797)	(14 035)	(37 399)	(26 332)
Прибыль доли меньшинства	(14 590)	(8 828)	(13 876)	(9 490)	(6 980)	(5 282)	(14 076)	(9 911)
<b>Чистая прибыль акционерам</b>	<b>57 517</b>	<b>33 443</b>	<b>71 975</b>	<b>66 153</b>	<b>48 659</b>	<b>36 823</b>	<b>98 122</b>	<b>69 085</b>
Рентабельность по чистой прибыли	2%	2%	3%	2%	2%	1%	3%	2%

Бухгалтерский баланс, CNY млн	2019	2020	2021	2022	2023П	2024П	2025П	2026П
Денежные средства	60 438	87 559	108 590	93 438	38 707	34 766	74 378	47 631
Депозиты	67 614	100 498	113 399	51 614	51 614	51 614	51 614	51 614
<b>Всего оборотные активы</b>	<b>447 310</b>	<b>455 660</b>	<b>558 024</b>	<b>523 140</b>	<b>454 776</b>	<b>465 112</b>	<b>470 651</b>	<b>435 440</b>
Основные средства	625 692	593 615	598 925	630 700	681 520	726 902	766 728	800 875
<b>Итого активы</b>	<b>1 760 286</b>	<b>1 738 896</b>	<b>1 889 255</b>	<b>1 948 640</b>	<b>1 945 091</b>	<b>2 015 583</b>	<b>2 073 410</b>	<b>2 083 343</b>
Краткосрочные займы и кредиты	40 521	23 769	35 252	59 037	7 237	7 237	7 237	7 237
<b>Всего текущие обязательства</b>	<b>579 978</b>	<b>522 995</b>	<b>641 280</b>	<b>667 385</b>	<b>602 828</b>	<b>616 233</b>	<b>582 957</b>	<b>575 473</b>
Долгосрочные займы и кредиты	49 208	72 037	78 300	85 706	130 269	173 032	195 794	188 557
<b>Капитал</b>	<b>877 304</b>	<b>887 702</b>	<b>915 074</b>	<b>936 238</b>	<b>952 684</b>	<b>967 008</b>	<b>1 035 348</b>	<b>1 060 002</b>
<b>Итого обязательства и капитал</b>	<b>1 760 286</b>	<b>1 738 896</b>	<b>1 889 255</b>	<b>1 948 640</b>	<b>1 945 091</b>	<b>2 015 583</b>	<b>2 073 410</b>	<b>2 083 343</b>
Чистый долг в т. ч. обязательства по лизингу	207 464	111 824	93 532	211 649	259 143	305 846	288 998	308 507
Чистый долг / ЕБИТДА	1,1	0,9	0,4	1,1	1,4	1,7	1,0	1,2

Отчет о движении денежных средств, \$ млн	2019	2020	2021	2022	2023П	2024П	2025П	2026П
Прибыль до налогообложения	90 161	48 615	109 169	94 400	69 436	56 141	149 597	105 328
Износ и амортизация	109 643	107 461	115 680	109 906	114 980	124 065	133 349	142 838
Изменение оборотного капитала	(36 309)	19 966	15 859	(73 810)	876	(872)	796	981
<b>Операционный денежный поток</b>	<b>154 380</b>	<b>168 520</b>	<b>225 174</b>	<b>116 269</b>	<b>172 066</b>	<b>166 245</b>	<b>251 977</b>	<b>230 000</b>
Капитальные затраты	(130 328)	(118 321)	(127 965)	(153 744)	(165 800)	(169 448)	(173 175)	(176 985)
<b>Денежный поток от инвестиционной деятельности</b>	<b>(121 314)</b>	<b>(102 650)</b>	<b>(145 198)</b>	<b>(95 010)</b>	<b>(161 408)</b>	<b>(166 594)</b>	<b>(170 426)</b>	<b>(173 111)</b>
Изменение долга	(11 639)	18 665	18 227	50 142	(7 237)	42 763	22 763	(7 237)
<b>Денежный поток от финансовой деятельности</b>	<b>(84 702)</b>	<b>(37 510)</b>	<b>(57 942)</b>	<b>(39 699)</b>	<b>(65 389)</b>	<b>(3 592)</b>	<b>(41 940)</b>	<b>(83 635)</b>
<b>Свободный денежный поток (FCF)</b>	<b>24 052</b>	<b>50 199</b>	<b>97 209</b>	<b>(37 475)</b>	<b>6 266</b>	<b>(3 203)</b>	<b>78 802</b>	<b>53 014</b>

Источники: данные компании, ИБ Синара

**SINOPEC: ОЦЕНКА СТОИМОСТИ ПО МЕТОДУ DCF**

CNY млн	2024П	2025П	2026П	2027П	2027П	Постпрогнозный период
FCFF	(3 439)	77 393	51 218	38 601	38 927	
Фактор дисконтирования	0,90	0,82	0,74	0,67	0,61	
Дисконтированный FCFF	(3 112)	63 355	37 935	25 867	23 602	552 879
<b>Стоимость компании (EV)</b>	<b>700 526</b>					
Чистый долг	259 143					
Инвестиции в СП	247 937					
Корректировки на долю меньшинства	158 512					
Справедливая рыночная капитализация	530 808					
<b>Целевая цена на конец 2023 г., CNY/акцию</b>	<b>4,4</b>					
<b>Целевая цена на конец 2023 г., НКД/акцию</b>	<b>4,8</b>					
				<b>Безрисковая ставка / «бета»</b>		<b>7,0% / 1,6</b>
				<b>COE</b>		<b>15,8%</b>
				<b>WACC</b>		<b>10,5%</b>
				<b>Терминальный темп роста</b>		<b>6,0%</b>

Источник: ИБ Синара

## Аналитический департамент

[Sinara\\_Research@sinara-finance.ru](mailto:Sinara_Research@sinara-finance.ru)

## Директор департамента

Кирилл Таченников

[TachennikovKV@sinara-finance.ru](mailto:TachennikovKV@sinara-finance.ru)

### Макроэкономика

Сергей Коныгин

[KonyginSS@sinara-finance.ru](mailto:KonyginSS@sinara-finance.ru)

### Рынок облигаций

Александр Афонин

[AfoninAK@sinara-finance.ru](mailto:AfoninAK@sinara-finance.ru)

### Зарубежные рынки акций

Сергей Вахрамеев

[VahrameevSS@sinara-finance.ru](mailto:VahrameevSS@sinara-finance.ru)

### Российский рынок акций

#### Нефть и газ

Кирилл Таченников

[TachennikovKV@sinara-finance.ru](mailto:TachennikovKV@sinara-finance.ru)

#### Металлургия

Дмитрий Смолин

[SmolinDV@sinara-finance.ru](mailto:SmolinDV@sinara-finance.ru)

#### Стратегия

Кирилл Таченников

[TachennikovKV@sinara-finance.ru](mailto:TachennikovKV@sinara-finance.ru)

Кирилл Бахтин

[BakhtinKV@sinara-finance.ru](mailto:BakhtinKV@sinara-finance.ru)

Василий Мордовцев

[MordovtsevVO@sinara-finance.ru](mailto:MordovtsevVO@sinara-finance.ru)

Василий Мордовцев

[MordovtsevVO@sinara-finance.ru](mailto:MordovtsevVO@sinara-finance.ru)

### Финансовый сектор

Ольга Найдёнова

[NaidenovaOA@sinara-finance.ru](mailto:NaidenovaOA@sinara-finance.ru)

### Технологии, телекоммуникации, ретейл

Константин Белов

[BelovKA@sinara-finance.ru](mailto:BelovKA@sinara-finance.ru)

### Группа выпуска

Василий Мордовцев

[MordovtsevVO@sinara-finance.ru](mailto:MordovtsevVO@sinara-finance.ru)

### Девелопмент

Ирина Фомкина

[FomkinaIA@sinara-finance.ru](mailto:FomkinaIA@sinara-finance.ru)

### Электрэнергетика, транспорт

Матвей Тайц

[TaitsMV@sinara-finance.ru](mailto:TaitsMV@sinara-finance.ru)

Станислав Захаров

[ZakharovSV@sinara-finance.ru](mailto:ZakharovSV@sinara-finance.ru)

Инна Драч

[DrachIG@sinara-finance.ru](mailto:DrachIG@sinara-finance.ru)

Себастьян Барендт

[BarendtsSF@sinara-finance.ru](mailto:BarendtsSF@sinara-finance.ru)

Георгий Горбунов

[GorbunovGI@sinara-finance.ru](mailto:GorbunovGI@sinara-finance.ru)

Георгий Горбунов

[GorbunovGI@sinara-finance.ru](mailto:GorbunovGI@sinara-finance.ru)

© 2023, ПАО Банк Синара.

Настоящий материал подготовлен ПАО Банк Синара исключительно в информационных целях и только для его получателя.

Настоящий материал является собственностью ПАО Банк Синара (Банк) и не может быть использован в каких-либо целях (в т. ч. посредством цитирования или ссылки в средствах массовой информации) без письменного согласия Банка. Использование информации из настоящего материала полностью или частично, в т. ч. копирование, заимствование, компиляция, цитирование в коммерческих целях, возможно только на договорной основе с Банком. Любые ссылки на настоящий материал или его часть, а также упоминание факта проведения Банком того или иного аналитического исследования, равно как и воспроизведение, передача и распространение настоящего материала среди третьих лиц, запрещены без письменного согласия Банка.

Информация, содержащаяся в настоящем материале, не является индивидуальной инвестиционной рекомендацией, и финансовые инструменты либо операции, упомянутые в нем, могут не соответствовать инвестиционному профилю и инвестиционным целям (ожиданиям) получателя материала. Определение соответствия финансового инструмента либо операции интересам, инвестиционным целям, инвестиционному горизонту и уровню допустимого риска является задачей получателя настоящего материала. ПАО Банк Синара не несет ответственности за возможные убытки в случае совершения (невозможности совершения) операций либо инвестирования в финансовые инструменты, упомянутые в настоящем материале, и не рекомендует использовать настоящий материал в качестве единственного источника информации при принятии инвестиционного решения.

Представленная в настоящем материале информация не может рассматриваться в качестве гарантий или обещания будущей доходности вложений. Содержащиеся в настоящем материале мнения и оценки подготовлены на основе публичных источников, которые рассматриваются Банком как надежные, однако за достоверность, точность и полноту содержащейся в настоящем материале информации Банк ответственности не несет. Стоимость инвестиций может как уменьшаться, так и увеличиваться, и получатель материала в конечном счете может не получить первоначально инвестированную сумму. Результат инвестирования в прошлом не определяет дохода в будущем.

Суждения о финансовых инструментах, содержащиеся в настоящем материале, носят предположительный характер, не могут рассматриваться или быть использованы в качестве предложения или побуждения сделать заявку на покупку или продажу либо вложение в финансовые инструменты, и выражены с учетом ситуации на рынке ценных бумаг и связанных с ним событий на дату выхода материала без обязательства Банка по последующему обновлению.

Иностранцы финансовые инструменты, упомянутые в настоящем материале, могут быть не квалифицированы в качестве ценных бумаг в соответствии с законодательством РФ. Информация об иностранных финансовых инструментах, содержащаяся в настоящем материале, не может использоваться получателями, не соответствующими критериям для признания квалифицированным инвестором в соответствии с законодательством РФ.

Операции с финансовыми инструментами связаны с риском. Получатель настоящего материала должен учитывать возможные риски, сопряженные с осуществлением операций на финансовых рынках.

Настоящий материал не является offer, предложением сделать offer. Не является рекламой ценных бумаг, иных товаров и (или) услуг.

Настоящий материал подлежит распространению исключительно на территории РФ. При наличии согласия Банка на распространение и копирование материалов необходимо указание ссылки на источник. Изменение материала и (или) его части не допускается без получения предварительного письменного согласия ПАО Банк Синара. Дополнительная информация предоставляется на основании адресного запроса. Распространение без согласия ПАО Банк Синара в любой форме является нарушением условий получения материала и влечет ответственность, предусмотренную законодательством РФ.

До выхода настоящего материала его содержание не раскрывалось эмитентам ценных бумаг, упомянутым в материале.

Список компаний, в отношении которых у ПАО Банк Синара и (или) аффилированных с Банком лиц может возникать конфликт интересов при подготовке аналитических материалов ввиду наличия у Банка и (или) аффилированных с Банком лиц договорных отношений с такими компаниями, и (или) владения Банком и (или) аффилированными с Банком лицами ценными бумагами таких компаний, и (или) владения такими компаниями акциями (долями), составляющими уставный капитал Банка и (или) аффилированных с Банком лиц, и (или) в связи с участием должностных лиц Банка и (или) аффилированных с Банком лиц в органах управления указанных компаний, и (или) в связи с оказанием Банком услуг по организации размещения выпуска ценных бумаг указанным компаниям (список актуален на дату составления материала): АО «Группа Синара», ПАО «ГК «Самолет», АО «Бизнес-Недвижимость», ОАО «АБЗ-1», ПАО «Селигдар», ООО ВИС-ФИНАНС, ООО «Новые Технологии», Международный банк экономического сотрудничества, Евразийский банк развития, ПАО «ТМК», ООО «Брусника. Строительство и девелопмент», АО «Синара – Транспортные Машины», ООО «ЛЕГЕНДА», ООО «Промомед ДМ», ООО «РЕСО-Лизинг», ООО «Славянск ЭКО», ООО «ТАЛАН-ФИНАНС», АО «Экспобанк», ПАО «Сережа Групп», ВЭБ.РФ, ООО «ИА ТБ-1», АО «Южуралзолото Групп Компаний», ООО «Балтийский лизинг», ООО «Борец Капитал», АО «Уральская Сталь», ООО «ОКЕЙ», ПАО «ТГК-14», АО «Группа компаний «ЕКС», ПАО «МегаФон», ООО «Сэтл Групп», АК «АЛРОСА» (ПАО), EVRAZ PLC, ПАО «Газпром нефть», ПАО «Газпром», Global Ports Investments PLC, Globaltrans Investment PLC, ПАО «Интер РАО», ПАО «ЛУКОЙЛ», ПАО «Манит», ПАО «ММК», ПАО «Мечел», ПАО «ГМК «Норильский никель», ПАО «МТС», ПАО «НОВАТЭК», ПАО «НЛМК», Petropavlovsk PLC, Polymetal International PLC, ПАО «НК «Роснефть», ПАО «Сбербанк», ПАО «Северсталь», ПАО «Система», ПАО «Татнефть», TCS Group Holding PLC, МКПАО «ОК РУСАЛ», PCL Yandex N.V., АО «ЧТПЗ», АО «ГК «Пионер», ПАО «Группа Позитив», PPF Group, ОАО «РЖД», ООО ВИС-ФИНАНС, АО «ДЖИ-ГРУПП», ПАО «ЭН-ГРУПП», ПАО «Вуш Холдинг», ПАО «Группа Ренессанс Страхование», ПАО «Росети», ПАО «Флокс», XS Retail Group N.V., ПАО «Транснефть».

При оценке финансовых инструментов и эмитентов ценных бумаг в настоящем материале использованы следующие методы и подходы: метод дисконтированных денежных потоков, сравнительный анализ и (или) дисконтированная дивидендная либо купонная модель. В случае использования в настоящем материале рейтинговых оценок они назначаются в соответствии со следующим правилом: если ожидаемая доходность до конца текущего года, определяемая как сумма потенциала роста стоимости акции до целевой цены и прогнозной дивидендной доходности до конца текущего года, более чем на 5% превышает скорректированную на оставшееся до конца года количество дней стоимость собственного капитала компании, устанавливается рейтинг «покупать», если не превышает, оставляется положительной величиной — «Держать», если является отрицательной — «Продать».

Помимо рейтинговых оценок, в настоящей публикации указывается или может быть указана степень инвестиционного риска, с которым, по оценке Банка, связано владение акциями соответствующего эмитента, с учетом отраслевой принадлежности эмитента, долговой нагрузки эмитента, ликвидности его акций, высокой степени зависимости оценки от будущих темпов роста компании, публикации эмитентом отчетности, факторов неопределенности в связи с имеющей место или предполагаемой реорганизацией либо национализацией, прогнозируемой выплаты дивидендов и иных корпоративных рисков. Степень инвестиционного риска имеет следующие обозначения: ●●●●● (очень высокая), ●●●●○ (высокая), ●●●○ (средняя), ●●○○ (низкая), ●○○○ (очень низкая).

Инвестиционный Банк Синара (ИБ Синара) — зарегистрированный товарный знак, под которым ПАО Банк Синара оказывает инвестиционные услуги на фондовом и денежном рынках.

ПАО Банк Синара

Универсальная лицензия Банка России РФ № 705 от 28.02.2022 на осуществление банковских операций со средствами в рублях и иностранной валюте (с правом привлечения во вклады денежных средств физических лиц) и на осуществление банковских операций с драгоценными металлами.

Лицензия профессионального участника рынка ценных бумаг на осуществление брокерской деятельности №065-08840-100000 от 12.01.2006. Выдана ФСФР России без ограничения срока действия.

Лицензия профессионального участника рынка ценных бумаг на осуществление дилерской деятельности №065-08844-010000 от 12.01.2006. Выдана ФСФР России без ограничения срока действия.

Лицензия профессионального участника рынка ценных бумаг на осуществление депозитарной деятельности №065-14099-000100 от 19 августа 2021 г. Выдана Банком России без ограничения срока действия.

Регистрация в Реестре Банка России 23.11.2021 в качестве инвестиционного советника за номером 123.