

НЕФТЕГАЗОВЫЙ СЕКТОР

АКТУАЛИЗАЦИЯ ОЦЕНКИ

28 сентября 2023 г.

ДЕЛА В НЕФТЯНОМ СЕКТОРЕ ВРЯД ЛИ МОГУТ ИДТИ ЛУЧШЕ

Выросшая с июля цена на нефть в рублях подтолкнула вверх и котировки нефтяных компаний и уже как минимум частично отражена в цене акций. Ввиду ожидаемого укрепления рубля цена, достигшая 8000 руб/барр., вряд ли останется надолго на этом уровне. На внутреннем рынке оптовые цены на нефтепродукты в середине сентября забрались выше предельных значений, при которых НПЗ получают выплаты по демпферу, затем скорректировались из-за ограничения на экспорт, но потенциала в сегменте мы не видим. В такой ситуации участникам рынка следует быть избирательными в инвестициях и обратить, например, внимание на «истории роста» (Роснефть, НОВАТЭК), на высокую доходность FCF и дивидендную доходность (ЛУКОЙЛ) или на переоценку после публикации отчетности за 1П23 (Транснефть).

Катализаторы: восстановление выплат по демпферу в полном объеме; выкуп акций; более слабый, чем прогнозируем, рубль.

Риски: отсутствие демпфирующих выплат; повышение налогов.

Цена Urals в 8000 руб/барр. вряд ли сохранится надолго. Под воздействием ревальвации рубля цена в 4К23 снизится, как мы ожидаем, до 7500 руб/барр., а в 2024 г. — до 7300 руб. Учитывая дефицит на мировом рынке, мы уменьшили прогноз по дисконту Urals к North Sea Dated на 2024 г. с \$15 до \$10 на баррель. За счет перенаправленных потоков и перестройки торговой инфраструктуры цена Urals превысила «потолок» в \$60 за баррель и забралась выше \$80, при этом дисконт уменьшился с \$34 в начале 2023 г. до менее \$12.

В базовом сценарии оптовые цены на бензин АИ-92 и дизельное топливо в 4К23 предполагаются вблизи верхнего лимита для получения компенсации. Базовый сценарий — урезанные, как на данный момент, выплаты. Негативный на ближайшую перспективу — невыплата демпфера за сентябрь, тогда под удар попадут компании с относительно высокой долей реализации нефтепродуктов внутри России в общей выручке (Газпром нефть, Татнефть, Башнефть). Впрочем, для них возможна и обратная, позитивная, ситуация, если правительство решит восстановить с сентября выплаты по демпферу в полном объеме.

Хорошие новости для Транснефти — добыча ЖУВ по итогам 2023 г. упадет не более чем на 4% г/г. Наши оценки добычи остаются прежними: 515 млн т в этом году (-3,8% г/г) и 507 млн т в 2024 г. Прогнозируемое на 2П23 уменьшение на 4,2% относительно 1П23 связано с односторонним сокращением добычи на 0,5 мбс с марта и последующим снижением экспорта сырой нефти на 0,5 мбс в августе и на 0,3 мбс на период с сентября по декабрь.

Наши фавориты — Роснефть, ЛУКОЙЛ, НОВАТЭК и Транснефть. Роснефть нам нравится за прогнозируемую двузначную дивдоходность и за скорый ввод в эксплуатацию проекта «Восток Ойл» (2024–2025 гг.). Результаты ЛУКОЙЛа за 1П23 подтвердили высокую доходность FCF. Стоимость компании еще может увеличиться на 10%, если она реализует план выкупить у нерезидентов 25% своих акций с дисконтом не менее 50%. Из газозиков отдаем предпочтение НОВАТЭКу, где отмечаем практику выплаты дивидендов и реализацию СПГ-проектов. Мы также видим потенциал в низкорискованных акциях Транснефти, чьи результаты за 1П23 существенно превзошли оценки рынка.

НЕФТЕГАЗОВЫЕ КОМПАНИИ РФ: РЕЙТИНГИ И КЛЮЧЕВЫЕ КОЭФФИЦИЕНТЫ

	Рейтинг		Целевая цена, руб/акцию		Потенциал роста	P/E		EV/EBITDA		Дивидендная доходность 2023П	Доходность FCF 2023П	Чистый долг / EBITDA 2023П
	Прежний	Новый	Прежняя	Новая		2023П	2024П	2023П	2024П			
Роснефть	Покупать	Покупать	575	640	21%	4,1	3,4	3,4	3,0	12%	19%	1,5
ЛУКОЙЛ	Покупать	Покупать	5 740	7 100	10%	3,8	3,7	1,9	1,8	18%	20%	-0,6
Газпром	Держать	Держать	177	180	9%	4,4	3,9	3,0	3,0	11%	отриц.	2,1
НОВАТЭК	Держать	Покупать	1 450	1 850	13%	8,6	7,0	11,5	9,6	6%	10%	-0,4
Газпром нефть	Держать	Держать	550	660	-1%	4,9	5,0	2,9	3,1	10%	10%	0,3
СургутНГ (ao)	Покупать	Покупать	35	38	24%	0,9	2,0	-	-	3%	6%	-8,6
СургутНГ (ап)	Покупать	Держать	42	50	4%					32%		
Татнефть (ao)	Держать	Продавать	500	560	-8%	4,0	6,7	3,6	3,9	12%	7%	-0,2
Татнефть (ап)	Держать	Продавать	490	545	-9%					13%		
Транснефть (ап)	Покупать	Покупать	170 000	168 000	21%	3,2	3,4	2,2	2,1	15%	8%	0,7
Башнефть (ao)	Покупать	Покупать	2 340	2 200	14%	2,3	2,7	1,3	1,4	10%	43%	-0,1
Башнефть (ап)	Покупать	Покупать	2 000	1 850	30%					14%		
НКНХ (ao)	Продавать	Продавать	103	107	-17%	8,7	6,3	3,2	3,1	3%	отриц.	1,4
НКНХ (ап)	Продавать	Продавать	78	75	-11%					4%		

Источник: ИБ Синара

ИЗМЕНЕНИЕ КОТИРОВОК В СРАВНЕНИИ С ИНДЕКСОМ И ЦЕНАМИ НА НЕФТЬ И ГАЗ

	С начала года	За последние 30 дней	Степень риска
IMOEX	42%	-4%	
Нефть Brent	15%	14%	
Газ на TTF	-34%	2%	
Роснефть	45%	-3%	●●○○○
ЛУКОЙЛ	59%	-2%	●●○○○
Газпром	2%	-6%	●●○○○
НОВАТЭК	53%	-3%	●●○○○
Газпром нефть	46%	2%	●●○○○
СургутНГ (ao)	34%	-6%	●●○○○
СургутНГ (ап)	95%	1%	●●●○○
Татнефть (ao)	75%	4%	●●○○○
Татнефть (ап)	76%	3%	●●○○○
Транснефть (ап)	62%	15%	●●○○○
Башнефть (ao)	103%	-1%	●●●●○
Башнефть (ап)	107%	4%	●●●●○
НКНХ (ao)	53%	-4%	●●●●○
НКНХ (ап)	14%	-4%	●●●●○

Источники: Московская Биржа, Bloomberg, ИБ Синара

ПРОГНОЗЫ ПО ЦЕНАМ НА СЫРЬЕВЫЕ ТОВАРЫ

	2023	2024	2025	2026
Новые				
Нефть Brent, \$/барр.	85	95	85	75
Нефть Urals, \$/барр.	65	85	80	70
Газ на TTF, \$/тыс. м3	500	500	500	300
Курс USD/RUB	85	86	87	88
Прежние				
Нефть Brent, \$/барр.	90	95	85	75
Нефть Urals, \$/барр.	67	80	75	70
TTF, \$/тыс. м3	700	700	600	300
Курс USD/RUB	75	74	74	77

Источник: ИБ Синара

Кирилл Бахтин, к. э. н., CFA

Старший аналитик

Василий Мордовцев

Аналитик

ОСНОВНЫЕ МОМЕНТЫ ПО АНАЛИЗИРУЕМЫМ КОМПАНИЯМ

Роснефть (640 руб/акцию, «Покупать») — здесь и далее на этой странице в скобках указаны: целевая цена и тип акций (если применимо), затем рейтинг). Отмечаем большой потенциал роста добычи после запуска проекта «Восток Ойл» в 2024–2025 гг. Результаты за 1П23 указывают на дивидендную доходность в 12% в пересчете на год и доходность FCF в 16%, при этом в 2П23 ожидаем улучшения результатов относительно 1П23. Компания показывает отличную рентабельность по EBITDA (37% в 1К23 и 36% в 2К23 против 29% в 4К22 и 28% по итогам 2022 г.). Расчетный размер дивидендов за 1П23 — 30,8 руб. на акцию (доходность — 5,5%), закрытия реестра ожидаем в самом начале 2024 г.

ЛУКОЙЛ (7100 руб/акцию, «Покупать»). Результаты 1П23 говорят о лучшей в секторе способности генерировать денежные потоки (доходность FCF в пересчете на год — 17%). Дивиденды за 1П23 оцениваем в 510 руб. на акцию (доходность — почти 8%). Власти подтверждают полученный от ЛУКОЙЛа запрос на выкуп акций у нерезидентов, что, при условии выкупа с дисконтом в 50%, могло бы привести к росту рыночной капитализации на 10%. Напомним, что в период выкупа выплата дивидендов может быть уменьшена на сумму, затраченную на приобретение акций.

Газпром (180 руб/акцию, «Держать»). Исходя из чистой прибыли (скорр.) за 1П23 вклад полугодия в дивиденды за год оцениваем в 13 руб. (дивиденды за 2023 г. составят, по нашим расчетам, 19 руб. на акцию, доходность — 11%). С другой стороны, рынок при отрицательном значении FCF (-507 млрд руб. за 1П23) может предположить, что отношение чистого долга к EBITDA к концу года превысит 2,5, что даст совету директоров право рекомендовать выплату менее 50%. По нашим же расчетам, показатель долговой нагрузки составит 2,1, поэтому мы оптимистично предполагаем дивиденды в полном объеме. Катализаторами роста котировок могут стать новости по газовому хабу в Турции (+10 млрд м3/г) и подписание контракта по «Силе Сибири-2» (+50 млрд м3/г).

Газпром нефть (660 руб/акцию, «Держать»). В 1П23 доля продаж нефтепродуктов в РФ могла превысить 40% в совокупной выручке, что указывает на высокую чувствительность к изменению цен на внутреннем рынке топлива, где перспективы дальнейшего роста цен не просматриваются. Доходность FCF в 2023 г. (10%) выглядит скромной в сравнении с цифрами ЛУКОЙЛа и Роснефти. Росту котировок может способствовать увеличение объема дивидендов сверх традиционных 50% от чистой прибыли.

Транснефть (168 000 руб/акцию, «Покупать»). Превзойдя по итогам 1П23 консенсус-прогнозы по EBITDA (на 13%) и чистой прибыли (на 32%), компания заслужила переоценку, причем потенциал роста, на наш взгляд, еще не исчерпан. Для ценной бумаги с низким коэффициентом «бета» дивидендная доходность на год вперед в 15% выглядит хорошей. Регуляторный режим, в котором работает Транснефть, остается стабильным.

Сургутнефтегаз (38 руб/ао, «Покупать»; 50 руб/ап, «Держать»). После прошлогодней турбулентности на финансовых рынках в центре общего внимания вновь оказалась солидная «денежная подушка» (\$63 млрд на конец 2022 г.). Процентный доход (свыше 160 млрд руб. за 2022 г.) покрывает, вероятнее всего, программу капвложений, открывая перед компанией два пути: продолжать накапливать средства, причем еще более высокими темпами, или наконец увеличить коэффициент дивидендных выплат. В случае привилегированных акций мы применяем метод DDM, оценивая дивиденды за 2023 г. в 15 руб. на акцию при курсе USD/RUB 85 на конец 2023 г. Наша модель показывает, что привилегированные акции оцениваются рынком близко к их справедливой стоимости.

Татнефть (560 руб/ао, «Продавать»; 545 руб/ап, «Продавать»). Как и Газпром нефть, Татнефть 40% выручки получает от продажи нефтепродуктов на внутреннем рынке, а в этом сегменте мы не видим значимых драйверов. Наоборот, возможны даже риски неблагоприятных изменений в регулировании. Прогнозируемые дивидендная доходность за 2023 г. (13%) и доходность FCF (7%) не впечатляют на фоне других представителей сектора.

Башнефть (2200 руб/ао, «Покупать»; 1850 руб/ап, «Покупать») наверняка сохранит за собой первое место по доходности FCF (с поправкой на дебиторскую задолженность). Привлекательной она выглядит и по фундаментальным показателям. Расчетные дивиденды за 1П23 — 108 руб. на бумагу, текущая доходность по привилегированным акциям — почти 8%. Компания очень сильно зависит от продажи нефтепродуктов внутри страны, а драйверы в этом сегменте не просматриваются, тогда как регулирование, вероятно, станет менее благоприятным.

НОВАТЭК (1850 руб/акцию, «Покупать»). Запуск первой линии «Арктик СПГ 2» в 4К23 и начало коммерческих отгрузок СПГ с середины января 2024 г. докажут способность реализовывать СПГ-проекты, обходясь без поставок оборудования из ЕС и США. В будущем году НОВАТЭК, скорее всего, примет окончательные инвестиционные решения по еще двум проектам («Обский СПГ» и «Мурманский СПГ» годовой мощностью 6 и 20 млн тонн соответственно), где уже должны использоваться его собственные технологии. По нашей консервативной оценке, покупка доли (27,5%) в проекте «Сахалин-2» добавит к целевой цене по акциям НОВАТЭКа еще по 130 руб.

НКНХ (107 руб/ао, «Продавать»; 75 руб/ап, «Продавать»). На среднесрочную перспективу дивидендная доходность вряд ли превысит 4% при коэффициенте выплаты в 15%. Продолжающееся строительство установок пиролиза и производства полиолефинов опустит FCF в область отрицательных значений на ближайшие годы, поэтому рынку необходимо получить от компании сигналы о капитальных затратах и сроках новых проектов.

ИЗМЕНЕНИЕ ПРОГНОЗОВ НА 2023 Г., МЛРД РУБ.

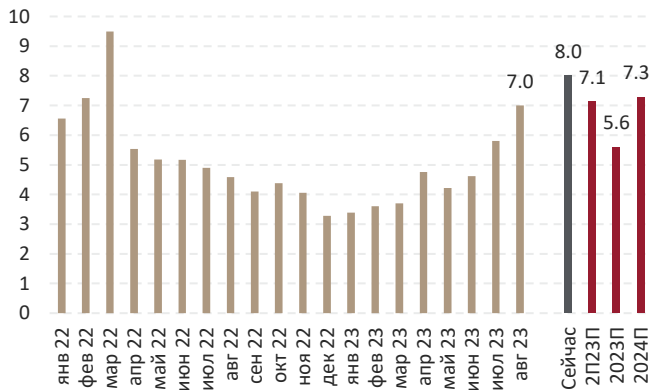
Компания	Выручка		ЕБИТДА		Чистая прибыль		FCF		Дивиденды, руб/акцию	
	Прежний	Новый	Прежний	Новый	Прежний	Новый	Прежний	Новый	Прежний	Новый
Роснефть	8 146	9 002	2 552	2 809	1 012	1 346	1 085	1 048	48	64
ЛУКОЙЛ	11 374	7 423	1 563	1 848	919	1 177	778	877	1 017	1 160
Газпром	8 828	8 709	2 214	2 265	972	882	96	-398	21	19
НОВАТЭК*	1 388	1 418	952	1 009	500	581	432	506	82	96
Газпром нефть	3 339	3 530	971	1 105	683	650	322	322	72	69
Сургутнефтегаз	2 255	2 488	652	686	909	1 644	248	87	8,4 (ап)	15 (ап)
Татнефть	1 428	1 494	427	372	303	352	208	104	65	76
Транснефть	1 208	1 307	498	583	209	318	129	83	16 842	21 090
Башнефть	1 025	1 098	213	243	116	180	98	140	163	200
НКНХ	282	229	54	74	46	27	7	-25	2,0	3,7

* EBITDA в полном объеме с учетом долей в EBITDA совместных и зависимых предприятий.

Источник: ИБ Синара

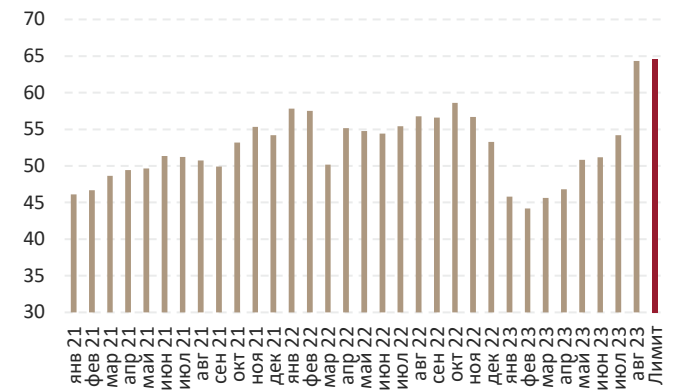
КЛЮЧЕВЫЕ ГРАФИКИ

ЦЕНА URALS НАХОДИТСЯ, ВЕРОЯТНО, НА ЛОКАЛЬНОМ МАКСИМУМЕ, ТЫС. РУБ/БАРР.



Источники: Минэкономразвития, ФАС России, ИБ Синара

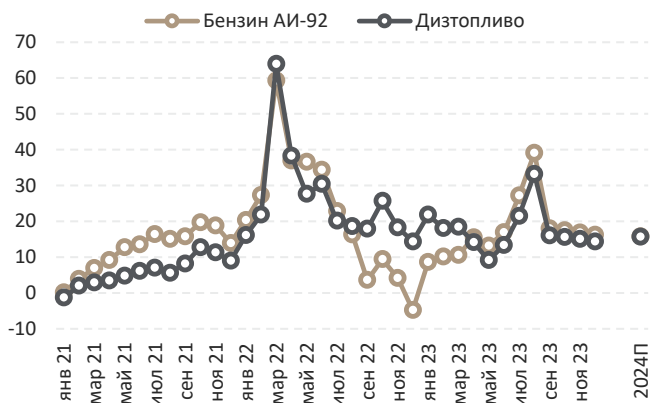
В АВГУСТЕ ЦЕНЫ НА ДИЗТОПЛИВО В РФ ПОДОШЛИ К ВЕРХНЕМУ ЛИМИТУ НА ЭТОТ ГОД*, ТЫС. РУБ/Т



* Котировка, позволяющая НПЗ получить компенсацию по демпферу.

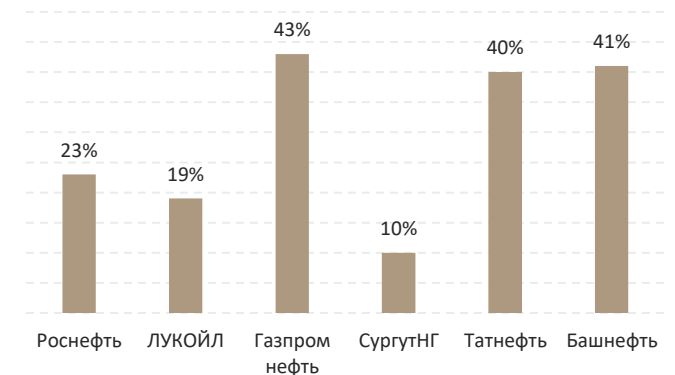
Источники: ФАС России, ИБ Синара

С СЕНТЯБРЯ ДЕМПФЕР УПОЛОВИНИЛСЯ, ТЫС. РУБ/Т



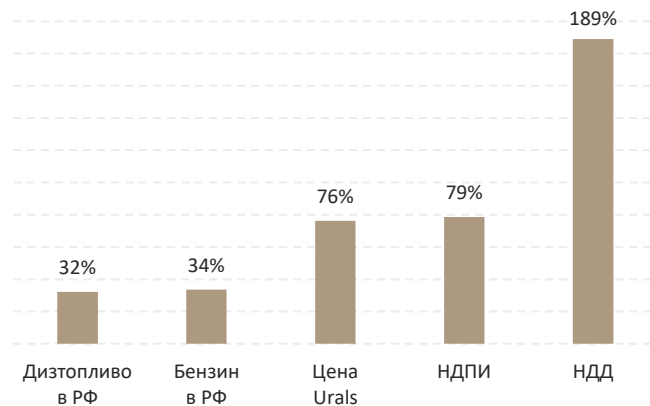
Источники: ФАС России, ИБ Синара

РЕАЛИЗАЦИЯ НЕФТЕПРОДУКТОВ В РФ СИЛЬНО ВАРЬИРУЕТСЯ, % ПРОДАЖ



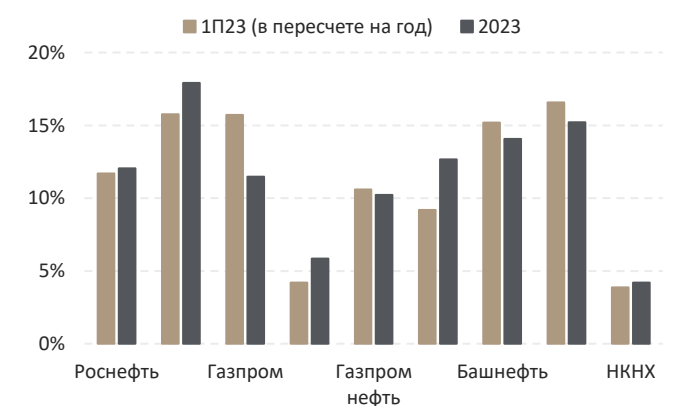
Источник: ИБ Синара

ПРОГНОЗИРУЕМОЕ ИЗМЕНЕНИЕ КЛЮЧЕВЫХ ЦЕН И ПАРАМЕТРОВ В 2П23 ОТНОСИТЕЛЬНО 1П23



Источник: ИБ Синара

ДИВИДЕНДНАЯ ДОХОДНОСТЬ ЗА 2023 Г.



Примечание. Сургутнефтегаз не раскрывал финансовых показателей за 1П23.

Источники: данные компании, ИБ Синара

ДОПУЩЕНИЯ В ОТНОШЕНИИ ЦЕН НА СЫРЬЕВЫЕ ТОВАРЫ

Прогноз по цене Urals на 2024 г. повышен на 26% до 7300 руб/барр., что на 9% ниже текущих котировок. Постепенное уменьшение ценового дисконта Urals к North Sea Dated с \$34 в начале 2023 г. до августовских \$12 за баррель дает нам основания понизить прогноз по дисконту на 2024 г. с \$15 до \$10. Основная причина повысить прогноз по Urals на 2023 г. (на 12% до 5 600 руб/барр.) и на 2024 г. (на 26% до 7300 руб/барр.) — ослабление рубля (см. наш обзор «[Прогноз по курсу USD/RUB повышаем, но в усилении рубля в 4К23 верим](#)» от 30 августа). Что касается 2П23, то наш прогноз (в среднем 7100 руб/барр.) предполагает подорожание на 76% в сравнении с 1П23, однако уступает текущим ценам ввиду все того же ожидаемого усиления рубля в конце года до USD/RUB 85.

На 2024 г. наш прогноз по нефти Brent остается без изменения, но понижаем на \$5 на 2023 г. С ростом спроса со стороны Поднебесной, восстановлением авиаперевозок и увеличением потребления в химпроме дефицит на мировом рынке нефти вырастет с сегодняшних 2 мбс до 2,5 мбс в 4К23, если Саудовская Аравия и Россия продолжат ограничивать свои поставки. Однако наш прогноз средней по 2023 г. цены понижается с \$90 до \$85/барр. с учетом фактически сложившейся в 8М23 цены в \$81/барр. На 2024 г. оставляем прогноз на уровне \$95, на 2025 г. — 85, стоимость Brent на более долгосрочную перспективу видим в районе \$75 за баррель.

Дефицит ЖУВ обуславливает рост цен на нефтепродукты. Свою роль сыграли и недостаточные инвестиции в нефтепереработку, и даже случаи вынужденного закрытия НПЗ на развитых рынках. Ситуация только ухудшилась с ростом спроса на ЖУВ до новых рекордов. Несмотря на понижение ценового прогноза по Brent на этот год, в последние месяцы мы наблюдаем за рубежом увеличение маржи переработки, вследствие чего повышаем прогнозы цен на основные группы нефтепродуктов, например на дизтопливо в Европе — на 1% (\$842/т) на 2023 г. и на 9% (\$915/т) — на 2024 г.

Ценовой прогноз по Urals на 2023 г. повышается на 12% (5600 руб/барр.), на 2024 г. — на 26% (7300 руб/барр.), но оба значения ниже сегодняшних 8000 руб/барр.

Средняя по 2023 г. цена Brent составит \$85/барр. за счет роста в 4К23 (прежний наш прогноз — \$90/барр.). Остальные прогнозы изменений не претерпели: 2024 г. — \$95, 2025 г. — \$85, с 2026 г. — \$75 за баррель

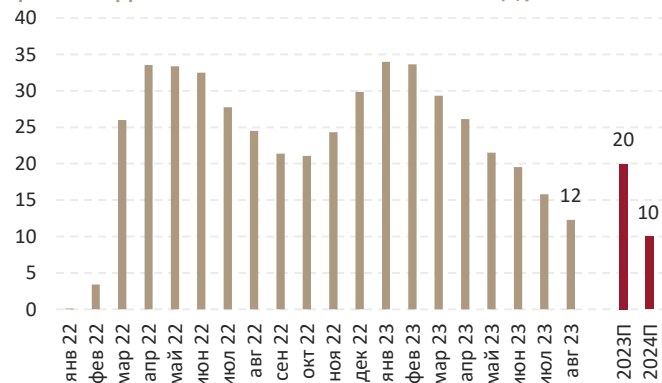
На фоне рекордного спроса на ЖУВ маржа НПЗ увеличивается из-за недофинансирования нефтепереработки в прежние годы и, как следствие, дефицита мощностей

ДОПУЩЕНИЯ В ОТНОШЕНИИ МАКРОЭКОНОМИКИ И ЦЕН НА СЫРЬЕВЫЕ ТОВАРЫ ДЛЯ ФИНАНСОВЫХ МОДЕЛЕЙ

	2021	2022	2023		2024		2025	
	Факт	Факт	Прежнее	Новое	Прежнее	Новое	Прежнее	Новое
ИПЦ в среднем за год, % г/г	8	12	6	6	6	6	4,5	5,0
Курс USD/RUB в среднем за год	74	68	75	85	72	86	74	87
Курс USD/RUB на конец года	75	70	75	85	72	86	76	88
Нефть Brent, \$/барр.	70	101	90	85	95	95	85	85
Нефть Urals, \$/барр.	69	78	67	65	80	85	75	80
Дизельное топливо в Европе, \$/т	589	1 042	834	842	839	915	766	842
Бензин в Европе, \$/т	667	978	876	877	912	950	839	877
Природный газ (спот) на TTF, \$/тыс. м3	547	1 402	700	500	700	500	600	500
Газ по контрактам Газпрома со странами дальнего зарубежья, \$/тыс. м3	315	888	580	441	522	409	467	407
Индексация тарифов Транснефти, % г/г	3,6%	4,3%	6,0%	6,0%	4,0%	6,0%	4,0%	5,0%

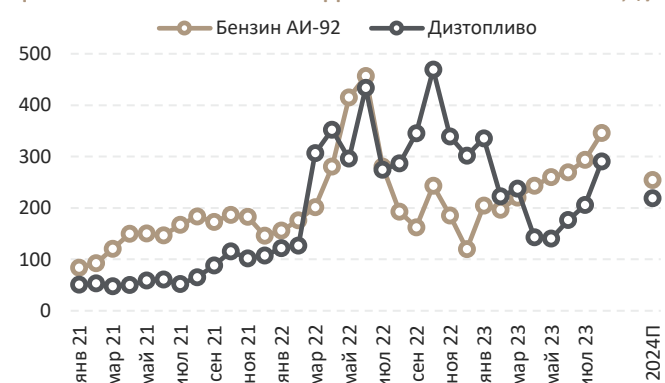
Источники: Bloomberg, данные компаний, ИБ Синара

ЦЕНОВОЙ ДИСКОНТ URALS K NORTH SEA DATED, \$/БАРР.



Источники: Минэкономразвития, ФАС России, ИБ Синара

ЦЕНОВАЯ ПРЕМИЯ НЕФТЕПРОДУКТОВ K NORTH SEA DATED, \$/T



Источники: Argus, ФАС России, ИБ Синара

ГЛАВНАЯ СЕЙЧАС ТЕМА — ОПТОВЫЕ ЦЕНЫ НА НЕФТЕПРОДУКТЫ

В августе цены на бензин АИ-92 и дизельное топливо находились всего на 1% ниже «потолка», установленного для получения выплат по демпферу. На этот год установлены лимиты в 62 590 руб./т по бензину (110% к индикативной цене) и 64 620 руб./т по дизтопливу (120%). При выросших ценах на нефть и марже нефтепереработки, сильно ослабевшем рубле оптовые цены на нефтепродукты увеличиваются по вполне объективным причинам, хотя полную картину сложно составить на базе общедоступной информации из-за отсутствия статистики по объемам. Ситуацию усложнило урезание вдвое выплат по демпферу с начала осени. В 2022 г. экспортная альтернатива намного превышала индикативную цену по весне, но тогда объемы экспорта нефтепродуктов из РФ резко упали с уходом зарубежных трейдеров, и из-за выплеснувшихся на внутренний рынок объемов оптовые цены даже снизились. В конце же 2022 г. цены сдерживались запретом Евросоюза и ограничениями G7 на ввоз нефтепродуктов из РФ.

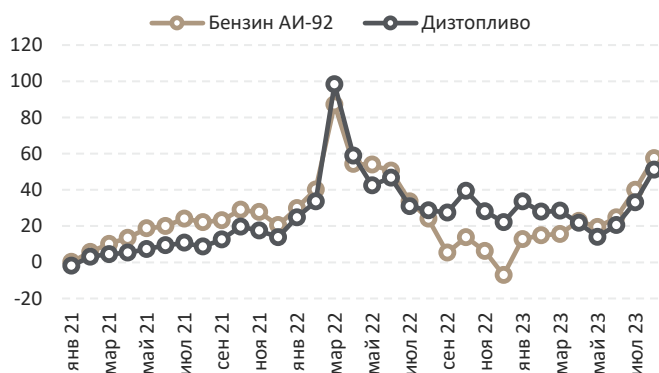
Игра на три результата: наш базовый сценарий предполагает цены как раз на уровне лимитов. Для сегмента переработки оптимальный вариант — сохранить выплаты по демпферу, но уже за сентябрь НПЗ могут лишиться их, поскольку цены на СПБМТСБ существенно выросли по сравнению с августом, хотя этот рост мы считаем скорее разовым фактором. В большей мере рискуем в этой ситуации подвержены компании, в выручке которых выше доля продаж нефтепродуктов внутри страны, а именно Газпром нефть, Татнефть и Башнефть. Чтобы охладить цены, власти 21 сентября ввели временный запрет на экспорт нефтепродуктов, что заставило цены на бензин и дизтопливо отступить от максимумов середины сентября, и сейчас бензин АИ-92 торгуется по цене в 101% к индикативной, при этом оптовая цена на дизтопливо составляет 117%. Третий вариант — законодательно закрепить низкие цены на нефтепродукты, даже значительно ниже индикативных.

В августе оптовые цены на бензин АИ-92 и дизельное топливо находились совсем немного ниже лимитов, установленных для получения выплат по топливному демпферу

Отсутствие демпфирующих выплат, а такой вариант представляется вероятным по итогам сентября, негативно отразится на нефтяниках, в первую очередь на тех, что продают много нефтепродуктов внутри РФ

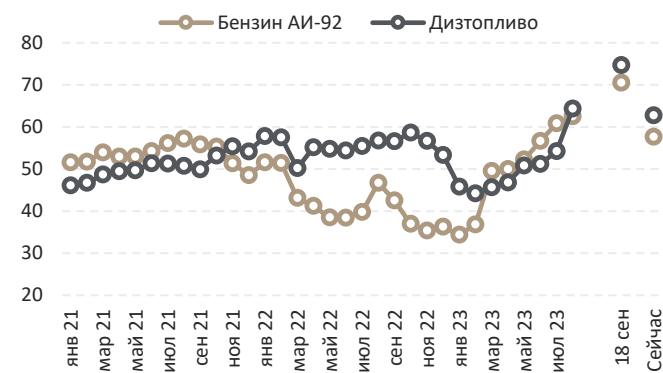
В моделях финансовых результатов мы исходим из повышения оптовых цен на темп роста индикативных цен — на 3% ежегодно

ЭКСПОРТНАЯ АЛЬТЕРНАТИВА ПО ОТНОШЕНИЮ К ИНДИКАТИВНОЙ ЦЕНЕ, ТЫС. РУБ/Т



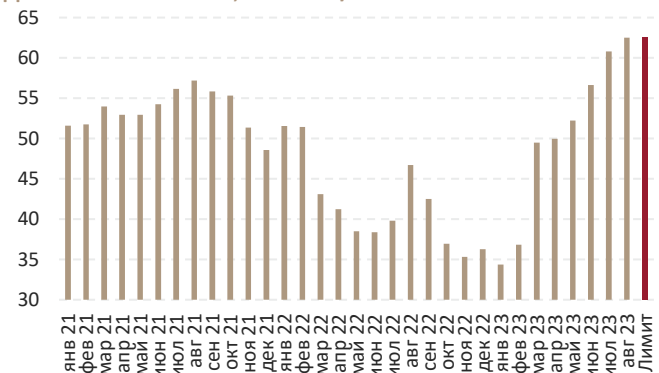
Источники: ФАС России, ИБ Синара

ДИНАМИКА ОПТОВЫХ ЦЕН НА НЕФТЕПРОДУКТЫ, ТЫС. РУБ/Т



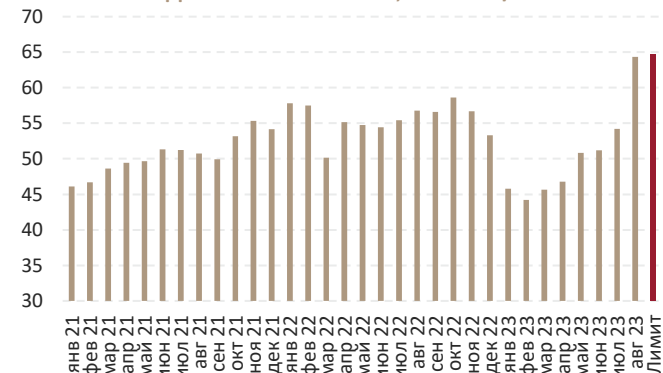
Источники: ФАС России, СПБМТСБ, ИБ Синара

ОПТОВЫЕ ЦЕНЫ НА АИ-92 ПО ОТНОШЕНИЮ К ЛИМИТУ ПО ДЕМПФЕРУ НА 2023 Г., ТЫС. РУБ/Т



Источники: ФАС России, ИБ Синара

ОПТОВЫЕ ЦЕНЫ НА ДИЗЕЛЬНОЕ ТОПЛИВО ПО ОТНОШЕНИЮ К ЛИМИТУ ПО ДЕМПФЕРУ НА 2023 Г., ТЫС. РУБ/Т



Источники: ФАС России, ИБ Синара

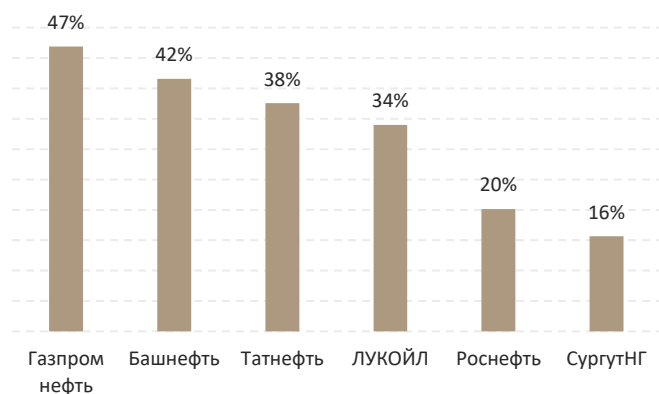
Первые контуры нового законодательства: более значительные демпферные платежи и ужесточение контроля над экспортом. Во-первых, вице-премьер А. Новак предложил стабилизировать цены на топливо, увеличив бюджетные компенсационные выплаты НПЗ, которые с сентября сократились вдвое. На сколько повысится установленный с сентября коэффициент 0,5, пока не ясно, как и нет информации о том, компенсируется ли увеличение выплат за счет НДС. На данный момент заявление выглядит скорее позитивным фактором для Татнефти, Башнефти Газпром нефти, занимающих значимые позиции на рынке нефтепродуктов РФ. Во-вторых, экспортная пошлина на нефтепродукты для перекупщиков может быть увеличена с 20 000 руб. (введена с 2023 г.) до 50 000 руб. за тонну. Возможен также полный запрет продажи на экспорт любых нефтепродуктов, которые закупаются на внутреннем рынке (то есть продаются не непосредственными производителями), но это не относится к компаниям, которые мы анализируем.

Более высокие демпферные платежи выгодны главным образом Газпром нефти, Татнефти и Башнефти, но рынок ждет более подробной информации о регулировании

Запрет экспорта бензина и дизтоплива вряд ли продлится более нескольких недель. В истории РФ временный запрет на экспорт бензина вводился в 2011 г., но доля бензина в экспорте относительно невелика, всего 10–11% от добычи. Насыщение рынка может быстро произойти в сегменте дизтоплива, около 40% от производства которого обычно экспортируется. Мы полагаем, полный запрет на экспорт вряд ли стал бы эффективным механизмом ввиду различий между НПЗ (некоторые из них всегда ориентировались на экспорт, другие — на внутренний рынок), поэтому невозможность оперативно выстроить каналы сбыта внутри страны приведет к падению спроса со стороны всего сегмента переработки, а в конечном итоге и к падению добычи нефти.

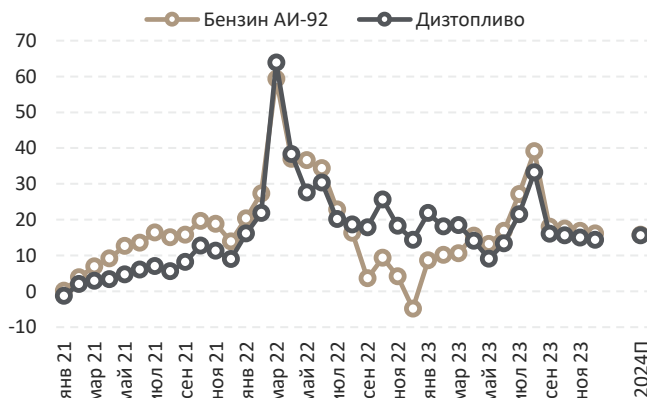
Мы не верим в эффективность полного запрета на экспорт, так как в конечном итоге он повлияет даже на добычу

ПРОИЗВОДСТВО БЕНЗИНА И ДИЗТОПЛИВА, % ОТ ДОБЫЧИ ЖУВ



Источники: ИнфоТЭК, ИБ Синара

С СЕНТЯБРЯ ВЫПЛАТЫ ПО ДЕМПФЕРУ УМЕНЬШИЛИСЬ ВДВОЕ, ТЫС. РУБ/Т



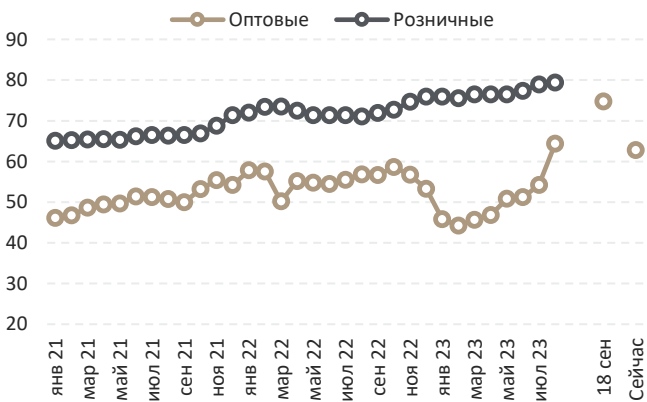
Источники: ФАС России, ИБ Синара

ОПТОВЫЕ И РОЗНИЧНЫЕ ЦЕНЫ НА БЕНЗИН АИ-92, ТЫС. РУБ/Т



Источники: ИнфоТЭК, ФАС России, СПБМТСБ, ИБ Синара

ОПТОВЫЕ И РОЗНИЧНЫЕ ЦЕНЫ НА ДИЗТОПЛИВО, ТЫС. РУБ/Т



Источники: ИнфоТЭК, ФАС России, СПБМТСБ, ИБ Синара

ВЫСОКАЯ ДОЛЯ ПРОДАЖ НЕФТЕПРОДУКТОВ НА РЫНКЕ РФ ВЫГЛЯДИТ СЛАБОЙ СТОРОНОЙ

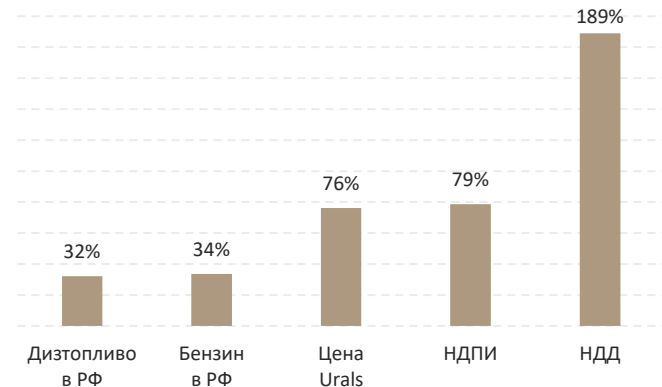
Рост оптовых цен ограничен предельным значением для компенсации по демпферу. В базовом сценарии оптовые цены на бензин АИ-92 и дизельное топливо соответствуют в 4К23 верхнему пределу, позволяющему НПЗ получать компенсацию (62 590 руб/тонну или 110% к индикативной цене, указанной в Налоговом кодексе, и 64 620 руб/тонну или 120% соответственно). На 2024 г. предельные значения повысят на 3%, соразмерно увеличению индикативных цен, предусмотренным НК. Как видно из графиков ниже, цена на нефть Urals, от которой зависят затраты на закупки, и налоги увеличатся в 2П23–2024 больше, чем цены на нефтепродукты внутри страны.

Газпром нефть, Татнефть и Башнефть могут оказаться в проигрыше из-за своей структуры выручки. На наш взгляд, у Газпром нефти, Татнефти и Башнефти более 40% продаж приходится на внутренний рынок нефтепродуктов, и, таким образом, сильное повышение цены на нефть марки Urals в 2П23–2024 окажет меньшую поддержку их финансовым показателям, чем в случае Роснефти, ЛУКОЙЛа или Сургутнефтегаза (мы увидим это уже в отчетности за 2П23). Положительным для Газпром нефти, Татнефти, Башнефти фактором стало бы решение правительства восстановить демпферные выплаты в полном объеме.

Цены на нефть и налоги в 2П23–2024 сильно увеличатся, рост же цен на нефтепродукты по сравнению с 1П23 ограничен

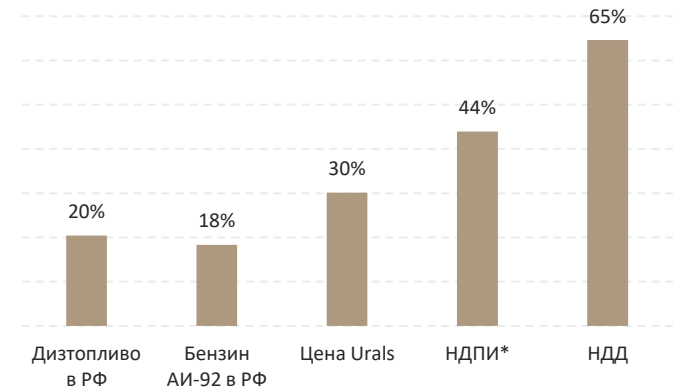
Роснефть, ЛУКОЙЛ и Сургутнефтегаз находятся в значительно более выгодном положении, нежели Газпром нефть, Татнефть и Башнефть с их относительно высокой долей выручки от нефтепродуктов на внутреннем рынке

ИЗМЕНЕНИЕ КЛЮЧЕВЫХ ФАКТОРОВ И ЦЕН (ПРОГНОЗ НА 2П23 В СРАВНЕНИИ С 1П23)



Источник: ИБ Синара

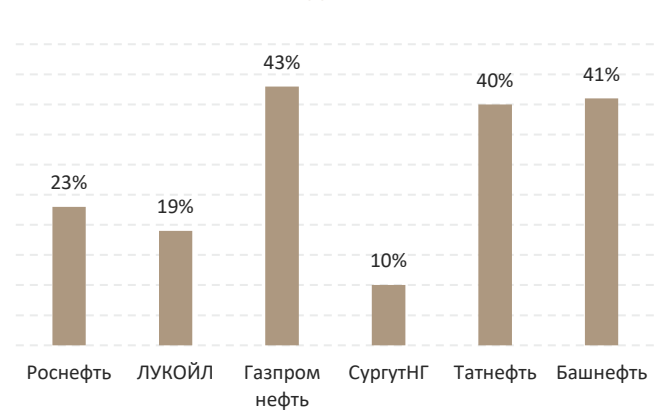
ИЗМЕНЕНИЕ КЛЮЧЕВЫХ ФАКТОРОВ И ЦЕН (ПРОГНОЗ НА 2024 Г. В СРАВНЕНИИ С 2023 Г.)



* В 2024 г. экспортная пошлина уменьшится по сравнению с 2023 г.

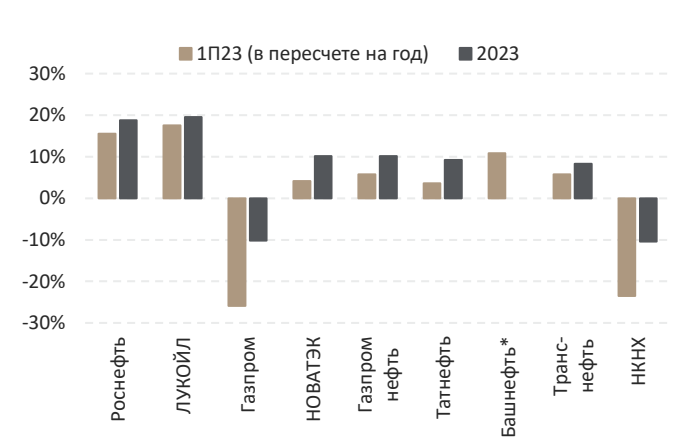
Источники: ФАС России, ИБ Синара

ПРОДАЖИ НЕФТЕПРОДУКТОВ НА ВНУТРЕННЕМ РЫНКЕ ЗАНИМАЮТ ОЧЕНЬ РАЗНУЮ ДОЛЮ В ВЫРУЧКЕ КОМПАНИЙ, %



Источник: ИБ Синара

ДОХОДНОСТЬ FCF В 2023 Г.



* Рост дебиторской задолженности искажает показатель FCF.

Примечание. Сургутнефтегаз не раскрывал финансовых показателей за 1П23.

Источники: данные компании, ИБ Синара

ГАЗОВЫЕ КОМПАНИИ

ЕС ставил целью заполнить ПХГ на 90% до 1 ноября, но благодаря экономии и теплой погоде в последний отопительный сезон достиг ее много раньше — уже к середине августа. Даже забастовка на австралийских СПГ-предприятиях, затронувшая 5% мирового производства, не вернула цены на TTF на уровни выше \$500/тыс. м3. В этой связи мы понижаем прогноз по котировкам TTF на 2023–2024 гг. с \$700 до \$500 за тысячу кубов. С другой стороны, девальвация рубля — позитивный для Газпрома и НОВАТЭКа фактор с точки зрения их финансовых результатов. На данный момент мы предпочитаем НОВАТЭК, так как Газпром больше подвержен долгосрочным рискам.

Катализаторы: запуск проекта «Арктик СПГ 2» (НОВАТЭК); приобретение доли в проекте «Сахалин-2» (НОВАТЭК).

Риски: затягивание строительства газового хаба в Турции и газопровода «Сила Сибири-2» (Газпром).

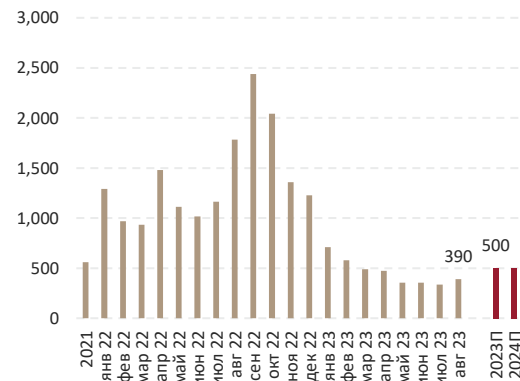
Главные факторы неопределенности — погода и спрос на газ со стороны промышленности Европы. Именно они помогли странам Евросоюза, наряду с перенаправлением СПГ из Китая, уменьшить негативные последствия падения поставок газомовского газа в последние два года. На Китай, где импорт явно и стремительно растет в этом году (+23% г/г в августе), больше надежды нет. Мы сейчас прогнозируем среднюю цену на TTF в 2П23 на уровне \$500/тыс. м3, без изменения к 1П23. В июле и августе она составляла в среднем \$360, однако начиная с сентября ожидаем традиционного сезонного роста спроса и цен.

Отношение чистого долга Газпрома к EBITDA мы видим ниже 2,5 и ожидаем выплаты 50%. В дивидендной политике указано, что если долговая нагрузка превышает 2,5, то совет директоров вправе предложить выплатить дивиденды в размере ниже целевого. В 2П23 мы не предвидим существенного оттока наличности, так как РСФ в 1П23 уже оказался отрицательным (-507 млрд руб.). В нашем базовом сценарии отношение чистого долга к EBITDA на конец 2023 г. составит 2,1, а дивиденды за год — 19 руб. на акцию, что предполагает весьма солидную дивидендную доходность в 11%. Обратим внимание, что на конец 1П23 скорректированный чистый долг равнялся 4,9 трлн руб., а значит, чтобы выйти на целевой уровень, необходимо заработать EBITDA не менее чем 1,96 трлн руб., при этом уже за 1П23 Газпром записал себе EBITDA в 1,2 трлн руб.

Запуск «Арктик СПГ 2» и сделка по проекту «Сахалин-2» должны подтолкнуть вверх котировки НОВАТЭКа. Завершение строительства первой линии проекта «Арктик СПГ 2» в 4К23 и начало коммерческих отгрузок СПГ с середины января 2024 г. докажут способность компании реализовывать СПГ-проекты, обходясь без запрещенного к поставкам в РФ оборудования из ЕС и США. В следующем году НОВАТЭК рассчитывает принять окончательные инвестиционные решения по еще двум проектам («Обский СПГ» и «Мурманский СПГ» годовой мощностью 6 и 20 млн т соответственно), где уже должны использоваться его собственные технологии. По нашей консервативной оценке, покупка доли (27,5%) в проекте «Сахалин-2» добавит к целевой цене по акциям НОВАТЭКа еще по 130 руб.

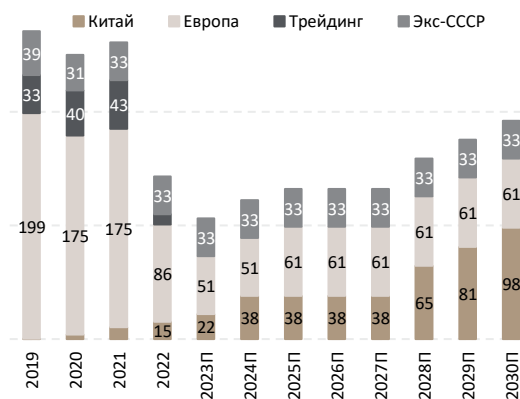
Отдаем предпочтение НОВАТЭКу, учитывая соблюдение им дивидендной политики и прогресс в реализации СПГ-проектов. Наш фаворит в газовом сегменте — НОВАТЭК, где отмечаем прозрачную и последовательную практику выплаты дивидендов (не менее 50% от скорректированной чистой прибыли) и успехи в реализации СПГ-проектов. По бумагам Газпрома оставляем рейтинг «Держать», хотя и ожидаем двузначной дивидендной доходности за 2023 г. при, увы, отрицательных свободных денежных потоках в 2023–2024 гг. Кроме того, важными для движения котировок факторами станет реализация новых проектов, таких как газовый хаб в Турции и «Сила Сибири-2».

ЦЕНА НА ПРИРОДНЫЙ ГАЗ НА TTF, \$/ТЫС. М3



Источники: Bloomberg, ИБ Синара

ГАЗПРОМ: ОБЪЕМ РЕАЛИЗАЦИИ ГАЗА ЗА РУБЕЖ, МЛРД М3



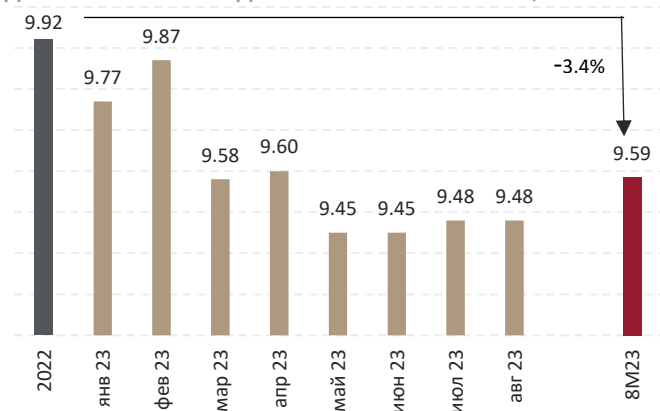
Источники: данные компании, ИБ Синара

ДОБЫЧА ЖУВ ДЕМОНСТРИРУЕТ УСТОЙЧИВОСТЬ

Хорошие новости для Транснефти — добыча ЖУВ по итогам 2023 г. упадет не более чем на 4% г/г. Наши оценки объемов добычи остаются прежними: 515 млн тонн в 2023 г. (-3,8% г/г) и 507 млн тонн в 2024 г. Ожидаемое в 2П23 уменьшение производства на 4,2% по отношению к показателю за 1П23 обусловлено сокращением в одностороннем порядке добычи на 0,5 мбс с марта и последующим снижением экспорта сырой нефти на 0,5 мбс в августе и на 0,3 мбс на период с сентября по декабрь. Наш прогноз на 2023 г. ниже самой свежей оценки правительства в 527 млн т (-1,5% г/г).

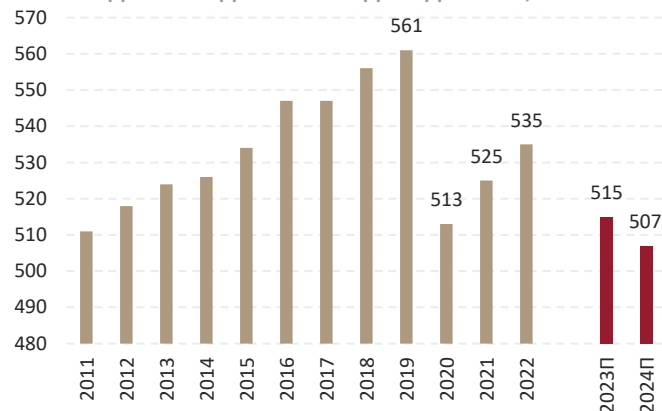
По нашему мнению, производство жидких углеводородов упадет в 2024 г. не более чем на 4% г/г

ДИНАМИКА ПРОИЗВОДСТВА НЕФТИ В РФ В 2023 Г., МБС



Источники: МЭА, ИнфоТЭК, ИБ Синара

ПРОИЗВОДСТВО ЖИДКИХ УГЛЕВОДОРОДОВ В РФ, МЛН Т



Источники: ИнфоТЭК, ИБ Синара

Аналитический департамент

Sinara_Research@sinara-finance.ru

Директор департамента

Кирилл Таченников

TachennikovKV@sinara-finance.ru

Макроэкономика

Сергей Коныгин

KonyginSS@sinara-finance.ru

Рынок облигаций

Александр Афонин

AfoninAK@sinara-finance.ru

Александр Гайда

GaidaAS@sinara-finance.ru

Зарубежные рынки акций

Сергей Вахрамеев

VahrameevSS@sinara-finance.ru

Ирина Фомкина

FomkinaIA@sinara-finance.ru

Георгий Горбунов

GorbunovGI@sinara-finance.ru

Российский рынок акций

Нефть и газ

Кирилл Таченников

TachennikovKV@sinara-finance.ru

Кирилл Бахтин

BakhtinKV@sinara-finance.ru

Василий Мордовцев

MordovtsevVO@sinara-finance.ru

Металлургия

Дмитрий Смолин

SmolinDV@sinara-finance.ru

Стратегия

Кирилл Таченников

TachennikovKV@sinara-finance.ru

Василий Мордовцев

MordovtsevVO@sinara-finance.ru

Финансовый сектор

Ольга Найдёнова

NaidenovaOA@sinara-finance.ru

Технологии, телекоммуникации, ретейл

Константин Белов

BelovKA@sinara-finance.ru

Группа выпуска

Василий Мордовцев

MordovtsevVO@sinara-finance.ru

Станислав Захаров

ZakharovSV@sinara-finance.ru

Девелопмент

Ирина Фомкина

FomkinaIA@sinara-finance.ru

Электрэнергетика, транспорт

Матвей Тайц

TaitsMV@sinara-finance.ru

Инна Драч

DrachIG@sinara-finance.ru

Себастьян Барендт

BarendtSF@sinara-finance.ru

Георгий Горбунов

GorbunovGI@sinara-finance.ru

Георгий Горбунов

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 операций 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, могут быть не квалифицированы в качестве ценных бумаг, 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 их последующего обновления.

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 офертой, предложением делать оферты. 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 возникнуть 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 «Сбербанк», ПАО «Сбербанк», ПАО «Газпром нефть», ПАО «Газпром», Global Ports Investments PLC, Globaltrans Investment PLC, ПАО «Интер РАО», ПАО «ЛУКОЙЛ», ПАО «Магнит», ПАО «ММК», ПАО «Мечел», ПАО «ТМК «Норильский никель», ПАО «МТС», ПАО «НОВАТЭК», ПАО «НЛМК», Petrobravlovsk PLC, Poly metal International PLC, ПАО «НК «Роснефть», ПАО Сбербанк, ПАО «Северсталь», ПАО АФК «Система», ПАО «Татнефть», TCS Group Holding PLC, МКПАО «ОК РУСАЛ», PRC Yandeh N.V., АО «НПЗ», АО «ГК «Пионер», ПАО «Группа Позитив», PPF Group, ОАО «РЖД», ООО ВИС-ФИНАНС, АО «ДЖИ-ГРУПП», ПАО «ЭН-ГРУПП», ПАО «Вш Холдинг», ПАО «Группа Ренессанс Страхование», ПАО «Россети», ПАО «Плюс», XS Retail Group N.V., ПАО «Транснефть».

При оценке финансовых инструментов и эмитентов ценных бумаг в настоящем материале использованы следующие методы и предположили: 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 ожидается доходность до конца текущего года, определяемая суммой 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 № 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.