

НЕФТЕГАЗОВЫЙ СЕКТОР

АКТУАЛИЗАЦИЯ ОЦЕНКИ

11 июля 2023 г.

НЕФТЯНЫЕ НАЛОГИ МОГУТ ИСПОРТИТЬ ОБЕДНЮ

Ввиду ослабления рубля и уменьшения дисконта Urals мы повысили прогноз цены Urals на 2023 г. с 4800 до 5000 руб. за баррель, а на 2024 г. — с 5400 до 5900 руб. На мировых рынках дифференциалы нефтепродуктов значительно выше уровней 2021 г. На сегодня наши фавориты в нефтяном секторе — это Роснефть, ЛУКОЙЛ, Сургутнефтегаз (ап) и Транснефть, где доходность по дивидендам за 2023 г. может превысить 10%. В этом году для газозаводчиков конъюнктура ухудшится: цена на газ (ТТФ) ожидается в районе \$700/тыс. м3 при прошлогодних \$1402. Уменьшится и размер дивидендов, поэтому мы нейтрально оцениваем газовые компании. Наиболее серьезные риски видим в возможных изменениях в налогообложении: рассматриваются варианты корректировки ценового бенчмарка и уменьшения демпферных выплат.

Катализаторы: хорошие результаты за 1П23; ослабление рубля; рост цен на газ.

Риски: налоговые изменения; препятствия к росту цен на Urals выше «потолка» (\$60/барр.); низкие котировки газа.

Риски повышения нефтяных налогов присутствуют, если учитывать Козьмино. Механизм максимального дисконта Urals к North Sea Dated (\$34 в апреле и \$25 в 2П23) на практике не работает, и сейчас дисконт составляет менее \$20/барр. Риски связаны с возможным включением в расчет бенчмарка цен в Козьмино (FOB). По нашим оценкам, при повышении налогов на нефть на \$5/барр. нефтяные компании недосчитаются 9–19% EBITDA за 2024 г., при этом больше пострадают те, кто шире применяет режим НДД.

По EBITDA нефтяной сектор потеряет 5%, если демпфер уполовинят. Как мы полагаем, изменения коснутся и формулы НДПИ для нефти ввиду наличия в ней демпферной компоненты. Роснефть и ЛУКОЙЛ понесут умеренные потери (3–4% EBITDA за год), тогда как Татнефть и Газпром нефть, которые в большей степени зависят от внутреннего рынка, могут потерять 9–12%. А Сургутнефтегаз, мало полагающийся на выплаты по демпферу, может даже оказаться в плюсе.

Газовые компании уменьшат дивиденды из-за ухудшения конъюнктуры. В базовом сценарии чистая прибыль НОВАТЭКа упадет в 2023 г. на 23% г/г, поскольку цены на нефть и газ вряд ли выйдут на уровни 2022 г. (\$101/барр. и \$1402/тыс. м3 соответственно). Дивидендная доходность по бумагам Газпрома на годичном горизонте может достичь 12%, но на более длительную перспективу ряд факторов находятся вне его контроля: (1) спрос на газ со стороны ЕС; (2) транзитный контракт с Украиной; (3) дополнительный НДПИ после 2026 г.

Фавориты — Роснефть, ЛУКОЙЛ, Сургутнефтегаз (ап) и Транснефть. Отличная чистая прибыль Роснефти в 1К23 — предвестник выплаты хороших дивидендов за 2023 г. Нам компания нравится и за «Восток Ойл». К сожалению, ни ЛУКОЙЛ, ни Транснефть не публикуют отчетность, из-за чего сложно судить о структуре FCF и коэффициентах выплат. Ввиду ожидаемого ослабления рубля бумаги Сургутнефтегаза (ап) должны обеспечить самую высокую дивдоходность.

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

	С начала года	За последние 30 дней	Степень риска
iMOEX	33%	6%	
Нефть Brent	-6%	4%	
Газ на ТТФ	-63%	-10%	
Роснефть	31%	3%	●○○○○
ЛУКОЙЛ	34%	7%	●●○○○
Газпром	3%	1%	●●○○○
НОВАТЭК	31%	4%	●●○○○
Газпром нефть	15%	2%	●●●○○
СургутНГ (ao)	31%	11%	●●○○○
СургутНГ (ап)	60%	19%	●●●○○
Татнефть (ao)	40%	3%	●●○○○
Татнефть (ап)	42%	3%	●●○○○
Транснефть (ап)	60%	2%	●●●○○
Башнефть (ao)	103%	-2%	●●●○○
Башнефть (ап)	105%	-18%	●●●○○
НКНХ (ao)	48%	12%	●●●○○
НКНХ (ап)	16%	3%	●●●○○

Источники: Московская Биржа, Bloomberg, ИБ Синара

ПРОГНОЗЫ ПО ЦЕНАМ НА СЫРЬЕВЫЕ ТОВАРЫ

	2023	2024	2025	2026
Новые				
Нефть Brent, \$/барр.	90	95	85	75
Нефть Urals, \$/барр.	67	80	75	70
Газ на ТТФ, \$/тыс. м3	700	700	600	300
Средней курс USD/RUB	75	74	74	77
Прежние				
Нефть Brent, \$/барр.	95	95	75	77
Нефть Urals, \$/барр.	68	75	65	67
Газ на ТТФ, \$/тыс. м3	1053	1379	859	290
Средней курс USD/RUB	70	72	73	74

Источник: ИБ Синара

Кирилл Бахтин, к. э. н., CFA

Старший аналитик

Василий Мордовцев

Аналитик

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	460	575	21%	5,0	4,3	4,2	3,7	10%	22%	2,0
ЛУКОЙЛ	Покупать	Покупать	5 000	5 740	6%	4,1	4,2	2,0	2,0	19%	21%	-0,6
Газпром	Держать	Держать	177	177	5%	4,4	4,2	3,1	3,2	12%	2%	1,9
НОВАТЭК	Держать	Держать	1 540	1 450	3%	8,5	7,2	11,1	10,1	6%	10%	-0,3
Газпром нефть	Держать	Держать	468	550	5%	3,6	4,2	2,4	2,4	14%	13%	0,0
Сургутнефтегаз (ao)	Покупать	Покупать	27	35	24%	1,5	3,9	-	-	3%	19%	-7,9
Сургутнефтегаз (ап)	Продавать	Покупать	26	42	1%					20%		
Татнефть (ao)	Держать	Держать	420	500	2%	3,8	4,4	2,3	2,7	13%	18%	-0,4
Татнефть (ап)	Держать	Держать	400	490	1%					13%		
Транснефть (ап)	Покупать	Покупать	168 000	170 000	21%	4,8	5,0	2,6	2,6	12%	13%	0,7
Башнефть (ao)	Держать	Покупать	1 100	2 340	23%	2,8	3,2	2,0	2,1	9%	30%	0,2
Башнефть (ап)	Держать	Покупать	940	2 000	44%					12%		
НКНХ (ao)	Продавать	Продавать	100	103	-18%	4,8	4,2	4,4	1,0	2%	3%	1,5
НКНХ (ап)	Продавать	Продавать	80	78	-8%					2%		

Источник: ИБ Синара

ОСНОВНЫЕ МОМЕНТЫ ПО АНАЛИЗИРУЕМЫМ КОМПАНИЯМ

Роснефть (575 руб./акцию, «Покупать») — здесь и далее на этой странице в скобках указаны: целевая цена и тип акций (если применимо), затем рейтинг). Отмечаем высокую дивидендность за 2023 г. (не менее 10%) и потенциал роста добычи после запуска проекта «Восток Ойл» в 2024–2025 гг. Роснефть демонстрирует эффективный контроль над затратами: в 2022 г. операционные и капитальные расходы выросли соответственно всего на 2% и 8% г/г. Отличной можно признать отчетность за 1К23: рентабельность по EBITDA достигла 37% против 29% в 4К22 и 28% в 2022 г. 1К23 должен внести 15 руб. в дивиденды за 1П23.

ЛУКОЙЛ (5740 руб./акцию, «Покупать»). Бумаги представляются недооцененными по коэффициентам EV/EBITDA, по дивидендной доходности и доходности FCF за 2023 г. Однако проблема в том, что рынку неизвестны финансовые результаты позднее 2021 г. Возможно, дивиденды за 2П22, составившие 438 руб. на акцию, оказались меньше из-за увеличения оборотного капитала, однако в среднесрочной перспективе полугодовые дивиденды вполне могут превышать 500 руб.

Газпром* (177 руб./акцию, «Держать»). Спрос на газ в ЕС и цена на него, вероятнее всего, начнут расти только в сентябре — в силу сезонности. В базовом сценарии прогнозируем на 2023 г. цену на TTF в \$700/тыс. м3, что предполагает дивиденды в 21 руб./акцию (доходность — 12%). При цене в \$500 дивиденды уже уменьшатся до 13 руб./акцию, что все равно дает доходность в солидные 8%. На дальнем горизонте главный риск — отказ ЕС от ископаемого топлива из РФ с 2027 г.

НОВАТЭК (1450 руб./акцию, «Держать»). Рост стоимости акций, считается, продолжится, когда компания примет окончательное инвестиционное решение по «Обскому СПГ», запустит «Арктик СПГ-2» или сообщит подробную информацию о строительстве в Мурманской области или о сделке с СПГ-активами «Сахалин-2». В частности, наша осторожная оценка влияния сделки с проектом «Сахалин-2» добавит 112 руб. к целевой цене. Если исходить из 50%-ного коэффициента выплаты дивидендов, то за 2023 г. их сумма, в прошлом году достигшая трехзначных величин (106 руб. на акцию), впервые в истории может уменьшиться.

Газпром нефть (550 руб./акцию, «Держать»). По итогам 2023 г. дивиденды, по нашим расчетам, уменьшатся на 12% г/г до 72 руб. на акцию (доходность — 14%), так как в 2022 г. конъюнктура была лучше. Компания может похвастаться не только самой большой долей экспорта нефти по премиальным каналам, но и высоким технологическим уровнем своих НПЗ. Однако в последний раз финансовые результаты она раскрывала за 2021 г., при этом свободный денежный поток в 2023 г. не ожидается высоким из-за традиционно значительных капзатрат.

Сургутнефтегаз (35 руб./ао, «Покупать»; 42 руб./ап, «Покупать»). После прошлогодней турбулентности в центре общего внимания сейчас вновь оказывается «денежная подушка» (\$63 млрд на конец 2022 г.). Процентный доход (свыше 160 млрд руб. за 2022 г.) покрыв, скорее всего, программу капвложений, открывая перед компанией два пути: продолжать накапливать средства, причем более высокими темпами, или решиться наконец на увеличение коэффициента дивидендных выплат. В случае привилегированных акций мы применяем метод DDM и считаем 2023 г. крайне благоприятным в плане дивидендов ввиду ожидаемого низкого курса рубля: при курсе USD/RUB на уровне 75 на конец 2023 г. расчетная дивидендная доходность составит 20%, а при курсе в 85 может достигнуть 36%. Без учета курсовых разниц «префы» должны приносить по 5 руб. на акцию в год в виде дивидендов (доходность — 12%).

Татнефть (500 руб./ао, «Держать»; 490 руб./ап, «Держать»). Ожидаемая дивидендная доходность за 2023 г. (13%) выглядит скромной на фоне других компаний сектора. Татнефть, располагая чистой денежной позицией, еще может поднять коэффициент выплаты (в 2022 г. компания распределила 55% прибыли по МСФО или 65% от FCF без учета банковских операций). 1К23 сложно назвать особо успешным, так как прибыль по РСБУ внесет в дивиденды за 1П23 всего 11 руб./акцию.

Транснефть (170 000 руб./ап, «Покупать»). Перенаправление нефти в Азию поддерживает стабильные объемы прокачки; помогает и на удивление обильный экспорт нефтепродуктов. Для ценной бумаги с низким коэффициентом «бета» дивидендная доходность на год вперед в 12% выглядит весьма хорошей. Регуляторный режим, в котором работает Транснефть, остается стабильным.

Башнефть (2340 руб./ао, «Покупать»; 2000 руб./ап, «Покупать»). Башнефть наверняка продолжит занимать первое место по доходности FCF (с поправкой на дебиторскую задолженность). Привлекательной компания выглядит и по фундаментальным показателям.

ННХ (103 руб./ао, «Продавать»; 78 руб./ап, «Продавать»). В среднесрочной перспективе дивидендная доходность вряд ли превысит 3% при коэффициенте выплаты в 15%. Положительный момент — рост чистой прибыли по РСБУ на 15% г/г по итогам 2022 г. Отрицательный — по чистой прибыли до корректировок коэффициент выплаты составляет лишь 6%, при этом FCF уйдет в ближайшие годы в область отрицательных значений в связи со строительством крупных установок пиролиза и производства полиолефинов.

* Подробнее см. наш посвященный Газпрому обзор [«Трилогия: наиболее вероятные варианты развития до 2030 г.»](#) от 21.06.2023.

ИЗМЕНЕНИЕ ПРОГНОЗОВ НА 2023 Г., МЛРД РУБ.

	Выручка		EBITDA		Чистая прибыль		FCF		Дивиденды, руб./акцию	
	Прежний	Новый	Прежний	Новый	Прежний	Новый	Прежний	Новый	Прежний	Новый
Роснефть	8 600	8 146	2 377	2 552	1 046	1 012	931	1 085	49	48
ЛУКОЙЛ	10 652	11 374	1 450	1 563	823	919	704	778	911	1 017
Газпром	8 828	8 828	2 214	2 214	972	972	96	96	21	21
НОВАТЭК*	1 472	1 388	1 010	952	537	500	251	432	88	82
Газпром нефть	3 616	3 339	998	971	661	683	286	322	70	72
Сургутнефтегаз (ао)	2 046	2 255	574	652	554	909	219	248	5,0	8,4
Татнефть	1 268	1 428	346	427	234	303	152	208	50	65
Транснефть	1 141	1 208	451	498	173	209	127	129	11 887	16 842
Башнефть	1 089	1 025	298	213	186	116	75	98	261	163
ННХ	192	282	6	54	-2	46	-32	7	0,1	2,0

* EBITDA с учетом долей в EBITDA совместных и зависимых предприятий

Источник: ИБ Синара

КЛЮЧЕВЫЕ ГРАФИКИ

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



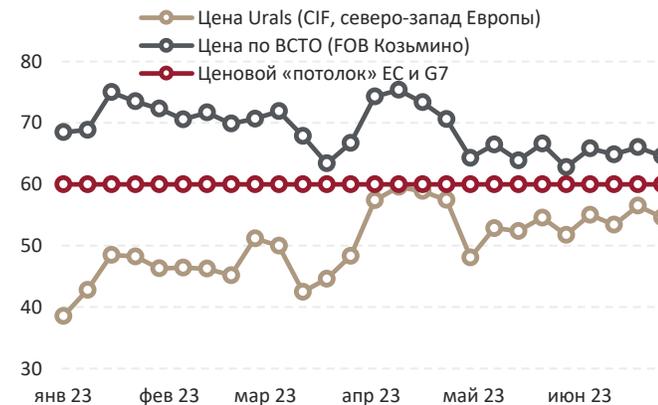
Источники: Минэкономразвития России, ФАС России, ИБ Синара

РУБЛЕВАЯ ЦЕНА URALS, ТЫС. РУБ./БАРР.



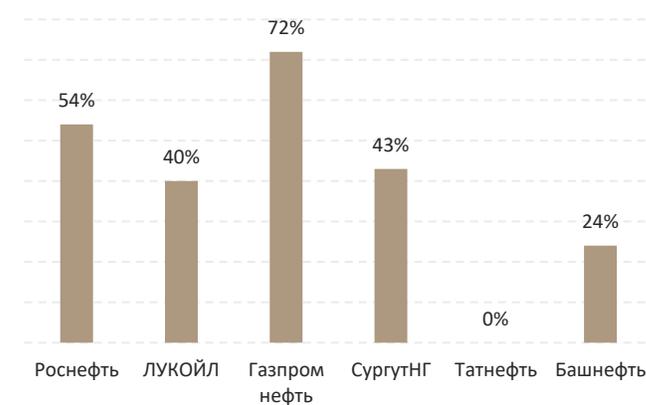
Источники: Минэкономразвития России, ИБ Синара

ВЫИГРЫВАЮТ ПРОИЗВОДИТЕЛИ С ДОСТУПОМ К ПРЕМИАЛЬНЫМ КАНАЛАМ, \$/БАРР.



Источники: Argus, ИБ Синара

ДОЛЯ ПРЕМИАЛЬНЫХ КАНАЛОВ В ЭКСПОРТЕ СЫРОЙ НЕФТИ



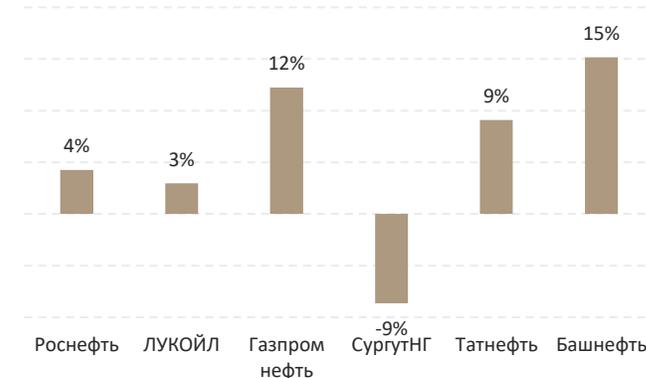
Источники: данные компаний, ИБ Синара

СТРУКТУРА ВЫРУЧКИ НЕФТЯНЫХ КОМПАНИЙ В 2023 Г.



Источник: ИБ Синара

ПОТЕНЦИАЛЬНОЕ НЕГАТИВНОЕ ВЛИЯНИЕ НА ЕВТДА ИЗ-ЗА СОКРАЩЕНИЯ ДЕМПФЕРНЫХ ВЫПЛАТ



Сургутнефтегаз может сэкономить на уплате НДС на нефть, при этом демпферных выплат компания получает мало.
Источник: ИБ Синара

ВОЗМОЖНЫЕ ИЗМЕНЕНИЯ В НАЛОГАХ С СЕНТЯБРЯ 2023 Г.

Для налогообложения нефтяной отрасли максимальный ценовой дисконт Urals к North Sea Dated могут уменьшить до \$20/барр. Поправки в НК, согласно которым для расчета «налоговой» цены Urals применяется ценовой дисконт, вступили в силу в апреле и до сих пор не обеспечили дополнительные поступления в бюджет. Все потому, что фактические дисконты, с которыми нефтяники продают Urals, к июню составляли уже менее \$20/барр., а значит, даже применение предельного размера дисконта в \$20 вместо \$25 за баррель не поможет собирать с компаний больше налогов.

Риски повышения нефтяных налогов все же присутствуют, если в бенчмарк включить котировки в Козьмино. По информации агентства «Интерфакс» в новом налоговом режиме как ценовой бенчмарк может использоваться не только максимальная из двух цен (фактической цены Urals и цены North Sea Dated, уменьшенной на \$20), но и среднее значение трех котировок: в портах Балтийского моря и Новороссийска (FOB), при поставке по нефтепроводу «Дружба» и в дальневосточном порте Козьмино. В последнем случае нефть продается гораздо дороже, с чем и связаны риски роста налогов. Источники агентства рассказали, что методику сейчас просчитывает ФАС, затем ее должен утвердить Минфин. По нашим расчетам, повышение налогов на \$5/барр. уменьшит EBITDA за 2024 г. на 9–19%, и, при прочих равных, EBITDA просядет тем больше, чем выше отношение НДС к НДСП.

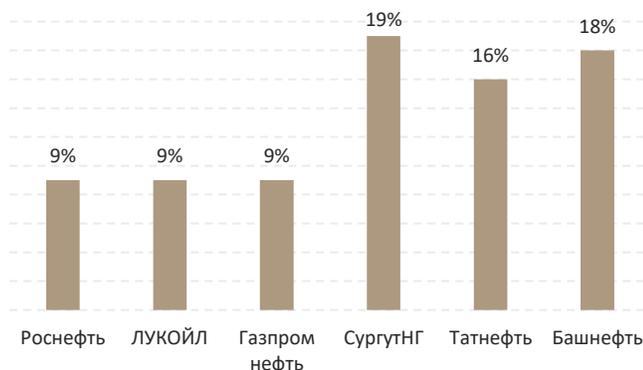
В следующем году 20%-ную льготу по НДСП в режиме НДС для истощенных месторождений не предоставят. Сам по себе отказ от предоставления скидки не приведет к увеличению налоговых поступлений в бюджет, но позволит ему сэкономить 186 млрд руб. Мы считаем, Татнефть, чье крупное Ромашкинское месторождение переведено в третью группу НДС, могла бы стать главным бенефициаром введения льготы.

Применение дисконта Urals к North Sea Dated в \$20/барр. не должно увеличить налоговую нагрузку, так как фактический дисконт уже сейчас менее \$20

Вариант включения цены в Козьмино в расчет нефтяного бенчмарка для налогов — плохой для нефтяников сценарий

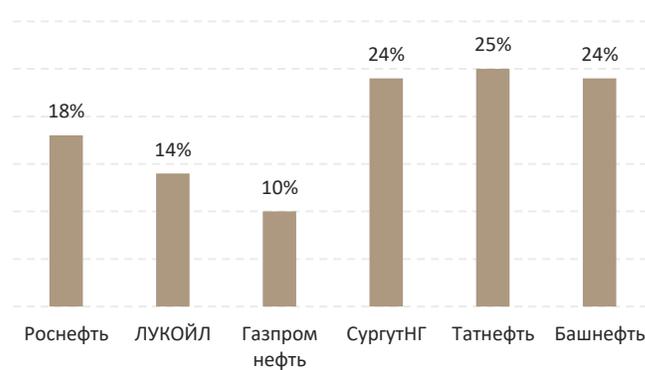
На льготу по НДСП (20%) в режиме НДС для выработанных месторождений вряд ли можно рассчитывать в 2024–2026 гг., но это изменение планов не усилит налоговую нагрузку на сегмент добычи

ПОТЕНЦИАЛЬНОЕ НЕГАТИВНОЕ ВЛИЯНИЕ НА EBITDA ЗА 2024 Г. В СЛУЧАЕ ПОВЫШЕНИЯ СТАВКИ НАЛОГА НА \$5/БАРР.



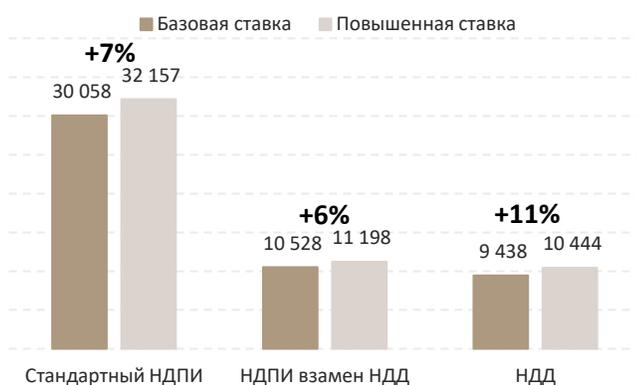
Источник: ИБ Синара

ОТНОШЕНИЕ ОБЪЕМА НДС К НДСП В 2023 Г.



Источник: ИБ Синара

ИЗМЕНЕНИЕ СТАВОК НАЛОГОВ В СЛУЧАЕ ПОВЫШЕНИЯ БЕНЧМАРКА ДЛЯ НАЛОГОВ НА \$5/БАРР., РУБ./Т



Источник: ИБ Синара

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



Источники: Минэкономразвития России, ФАС России, ИБ Синара

Демпфирующие платежи снизят вдвое с сентября 2023 г. и до конца 2026 г.

Изменение, как мы его видим, коснется и формулы НДС по нефти ввиду ее демпферной составляющей, что в некоторой мере компенсирует нефтяникам недополученные выплаты. Если точнее, предполагаем обнуление элемента H_{6yr} в НДС, и тогда ставка НДС снизится до 5%.

На уровне EBITDA нефтяники недосчитаются 5%, но потери распределяются очень неравномерно.

На данный момент мы не учитываем в финансовых моделях возможное урезание демпферов, так как точные формулы расчета НДС еще не известны. Анализ чувствительности показывает, что Роснефть и ЛУКОЙЛ понесут умеренные потери (3–4% EBITDA за год), тогда как Татнефть и Газпром нефть, которые в большей степени зависят от внутреннего рынка, могут недосчитаться уже 9–12%. Ориентированный на экспорт Сургутнефтегаз может даже оказаться в выигрыше от поправок за счет меньшего НДС.

ЛУКОЙЛ и Татнефть выиграют от перевода сверхвязкой нефти на НДС.

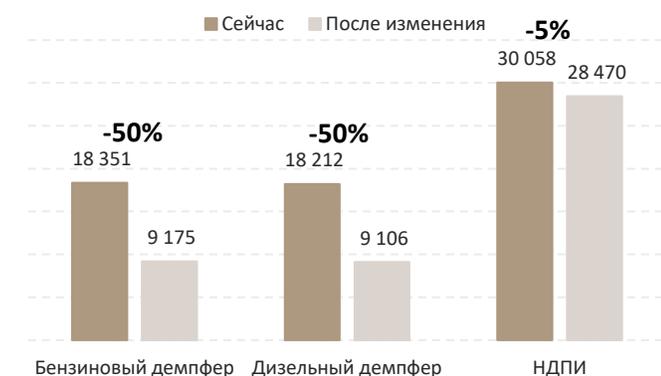
В случае ЛУКОЙЛа и Татнефти, производящих сверхвязкую нефть в объеме соответственно 5 млн т и 3,5 млн т в год (6% и 12% от их общего объема добычи), сумма налогов уменьшится. (Напомним, что налоговая льгота для месторождений высоковязкой нефти была отменена в январе 2021 г.) По сравнению со стандартным НДС в 30 200 руб./т на 2024 г. расчетная экономия составит 10 800 руб./т. Мы прогнозируем 4%-ный рост EBITDA в 2024 г. для ЛУКОЙЛа и 10%-ный — для Татнефти.

Уменьшение вдвое демпфирующих выплат, скорее всего, отчасти компенсируется корректировкой формулы НДС по нефти

Изменение демпфера окажет, по нашей оценке, умеренное негативное воздействие на Роснефть и ЛУКОЙЛ, более сильное — на Газпром нефть и Татнефть, которые проявляют больше активности на отечественном рынке нефтепродуктов

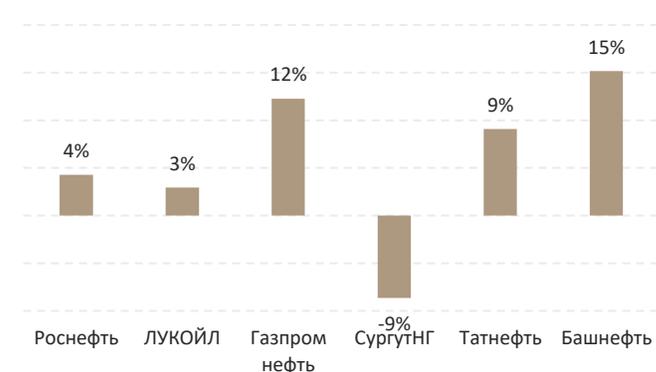
ЛУКОЙЛ и Татнефть, скорее всего, получат опцию снизить налоговую нагрузку при производстве сверхвязкой нефти

ИЗМЕНЕНИЕ СТАВОК НАЛОГОВ В 2024 Г. В СВЯЗИ С СОКРАЩЕНИЕМ ДЕМПФИРУЮЩИХ ВЫПЛАТ, РУБ. /Т



Источник: ИБ Синара

ПОТЕНЦИАЛЬНОЕ НЕГАТИВНОЕ ВЛИЯНИЕ НА EBITDA ИЗ-ЗА СОКРАЩЕНИЯ ДЕМПФИРУЮЩИХ ВЫПЛАТ



Источник: ИБ Синара

Большие выплаты по демпферу сохранились после апрельского изменения.

Формула дизельного демпфера теперь включает дисконт в \$10 на баррель (\$73/т) к ценам на дизтопливо за рубежом, а дисконт по бензину увеличен с \$20 до \$25 на баррель (с \$146 до \$182,5 на тонну). По сравнению с прежними нормами размер выплаты в апреле, к примеру, уменьшился на 25% и 13% в случае дизтоплива и бензина соответственно. Впрочем, в абсолютном выражении выплаты остаются весьма значительными.

Форму демпферов с апреля пересмотрели, но выплаты остаются большими

ДИЗЕЛЬНЫЙ ДЕМПФЕР, ТЫС. РУБ./Т



Источник: ИБ Синара

БЕНЗИНОВЫЙ ДЕМПФЕР, ТЫС. РУБ./Т



Источник: ИБ Синара

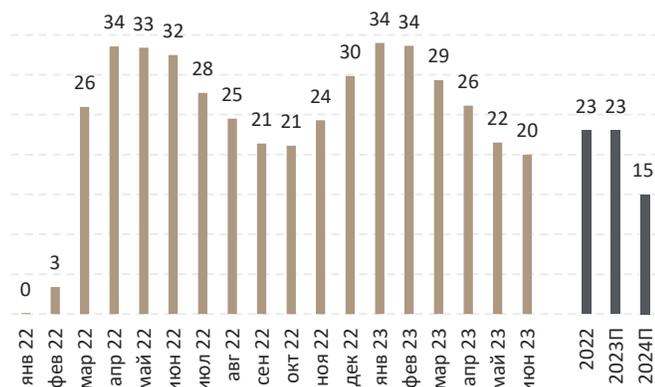
ДОПУЩЕНИЯ В ОТНОШЕНИИ ЦЕН НА СЫРЬЕВЫЕ ТОВАРЫ

Прогноз по Brent пересмотрен в сторону понижения в связи со сложившимися ценами в 1П23, но фундаментальные показатели 2П23 выглядят хорошими. В новом прогнозе на 2023 г. мы понизили цену Brent по сравнению с прежним на \$5 (до \$90/барр.) ввиду относительно низких цен в 1П23, когда инвесторы сомневались в перспективах роста мировой экономики и спросе на жидкие углеводороды (ЖУВ) в частности. Фундаментальные факторы указывают на рост цен с текущего уровня: (1) все главные энергетические агентства ожидают, что потребление ЖУВ увеличится в этом году как минимум на 1,6 мбс в сравнении с 2022 г. до нового рекордного значения, при этом Китай обеспечит примерно половину прогнозируемого прироста; (2) правительство США, продав с начала года 6% нефти из стратегических резервов, теперь намеревается приобрести до конца года 12 млн баррелей; (3) от участников ОПЕК+ ожидается более четкое соблюдение квот, вдобавок Саудовская Аравия и Россия в августе предпримут новые шаги по сокращению предложения.

Дисконт Urals в 2023 г. может составить в среднем \$23, что соответствует уровню 2022 г. Принимая во внимание стремительное уменьшение дисконта Urals к североморской нефти (с \$34 в январе до \$20 в июне), мы прогнозируем среднее за 2023 г. значение в \$23/барр. против предыдущей оценки в \$27. Вероятно, уменьшению способствовало добровольное сокращение добычи нефти РФ на 0,5 мбс начиная с марта. Помешать дальнейшему уменьшению дисконта может ситуация, когда цена Urals начнет превышать ценовой потолок в \$60 за баррель, установленный ЕС и «Большой семеркой», хотя на Дальнем Востоке продажа сорта ESPO (FOB Козьмино) по цене выше этого ограничения не вызывает каких-либо сложностей.

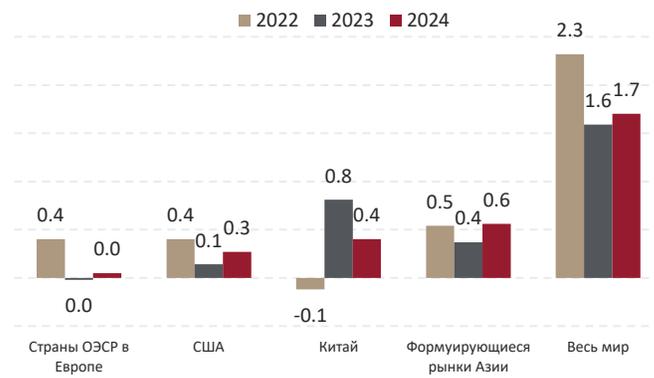
Прогноз стоимости нефти в 2023 г. мы пересмотрели в сторону уменьшения (-\$5/барр. до \$90/барр. по марке Brent), но дисконт Urals может быть меньше, чем мы ранее предполагали

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



Источники: Минэкономразвития России, ФАС России, ИБ Синара

СПРОС НА ЖИДКИЕ УГЛЕВОДОРОДЫ (Г/Г), МБС



Источники: Минэнерго США, ИБ Синара

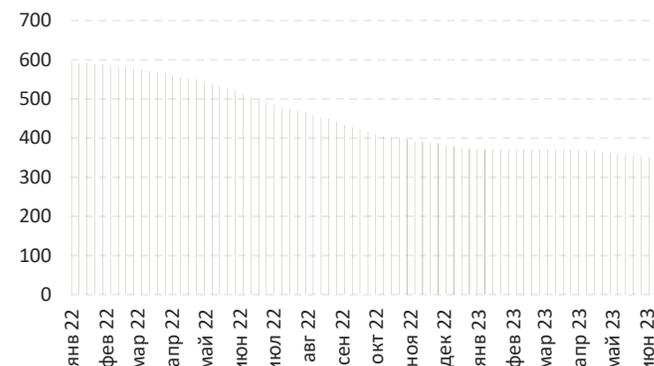
ПРОИЗВОДСТВО НЕФТИ В 19 СТРАНАХ ОПЕК+, МБС



* С учетом добровольного сокращения добычи РФ на 0,5 мбс с конца марта 2023 г.

Источники: МЭА, ОПЕК, ИБ Синара

США МОГУТ ОСТАНОВИТЬ ПРОДАЖУ НЕФТИ ИЗ СТРАТЕГИЧЕСКОГО РЕЗЕРВА В 2023 Г., МЛН БАРР.



Источники: Минэнерго США, ИБ Синара

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

	2021	2022	2023		2024		2025	
	Факт	Факт	Прежнее	Новое	Прежнее	Новое	Прежнее	Новое
ИПЦ на конец года, % г/г	8	12	7	6	6	6	5	4.5
Курс USD/RUB в среднем за год	74	68	70	75	72	72	73	74
Курс USD/RUB на конец года	75	70	71	75	72	72	73	76
Нефть Brent, \$/барр.	70	101	95	90	95	95	75	85
Нефть Urals, \$/барр.	69	78	68	67	75	80	65	75
Дизельное топливо в Европе, \$/т	589	1042	909	834	909	839	712	766
Бензин в Европе, \$/т	667	978	909	876	909	912	712	839
Природный газ (спот) на ТТФ, \$/тыс. м3	547	1402	1053	700	1379	700	859	600
Газ по контрактам Газпрома со странами дальнего зарубежья, \$/тыс. м3	315	888	652	580	747	522	507	467
Индексация тарифов Транснефти, % г/г	3.6	4.3	6.0	6.0	6.7	4.0	5.2	4.0

Источники: Bloomberg, данные компаний, ИБ Синара

В рублях цена на Urals упадет в этом году на 7%, но в премиальных каналах сохранится солидная маржа. На 2023 г. прогнозируем менее благоприятную для сегмента добычи конъюнктуру и цену Urals на уровне 5000 руб. за баррель. Прогноз повышен с 4800 руб./барр. с учетом как более высокого курса USD/RUB, так и меньшего дисконта в цене Urals. Положительный для нефтяников момент в том, что налоги считаются по Urals, и это позволяет добывающим компаниям рассчитывать на высокую маржу в экспорте по премиальным каналам.

Urals, как ожидается, подешевеет в этом году на 7% по сравнению с 2022 г.

Однако экспортеры с большой долей экспорта по премиальным каналам находятся в хорошем положении, так как налоги считаются по Urals

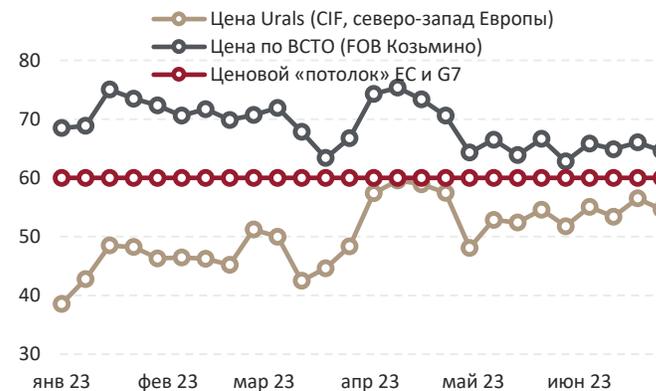
Прогноз по газу (ТТФ) на 2023–2024 гг. понижен до \$700/тыс. м3. Прежние оценки (\$1053 в 2023 г. и \$1400 в 2024 г.) пересмотрены с учетом средней цены реализации за 5M23 (\$497/тыс. м3) и допущений, что благодаря вводу в строй новых мощностей по производству СПГ предложение газа в мировом масштабе увеличится в 2023–2024 гг. на 24–30 млрд м3 в год. Как мы увидели в 2022 г., из-за высоких цен на 4% сократилось потребление газа даже на развивающихся рынках Азии (например, в Индии — на 6%, а импорт СПГ — на 17%).

ЦЕНА URALS, ТЫС. РУБ./БАРР.



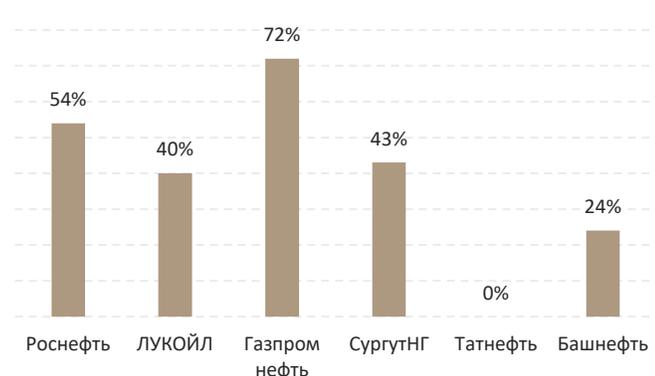
Источники: Минэкономразвития России, ИБ Синара

СЕЙЧАС ВЫИГРЫВАЮТ ПРОИЗВОДИТЕЛИ С ДОСТУПОМ К ПРЕМИАЛЬНЫМ КАНАЛАМ, \$/БАРР.



Источники: Argus, ИБ Синара

ДОЛЯ ПРЕМИАЛЬНЫХ КАНАЛОВ В ЭКСПОРТЕ СЫРОЙ НЕФТИ



Источники: данные компаний, ИБ Синара

СТРУКТУРА ВЫРУЧКИ В 2023 Г.



Источник: ИБ Синара

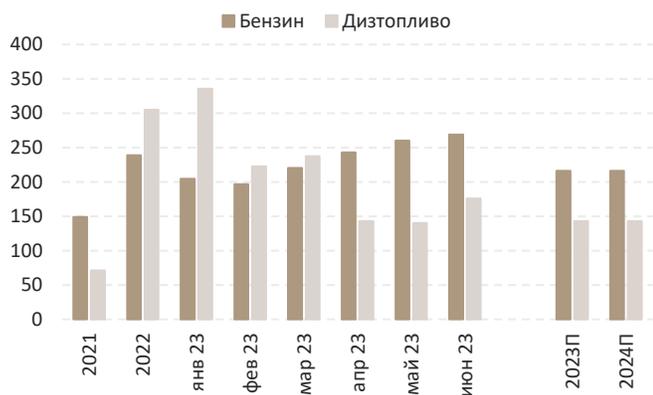
Маржа в ценах на нефтепродукты уменьшилась, но остается высокой по прежним меркам. В среднесрочной перспективе переработчиков по всему миру, скорее всего, продолжит радовать существенная маржа к сырой нефти. На показатели рентабельности влияют как отток нефтепродуктов российского происхождения из Европы, так и недостаточные в последние годы инвестиции в мощности (в ЕС, к примеру, мощность НПЗ сократилась на 0,7 мбс в 2021 г.). Так как ряд компаний вообще не публиковали отчетность позднее чем за 2021 г., а другие лишь выборочно раскрывают данные, рынок не может получить точное представление о фактических дисконтах к мировым бенчмаркам, с которыми продаются нефтепродукты из РФ, как и о соотношении этих цен с «потолками», установленными на уровне \$100 и \$45 за баррель светлых нефтепродуктов и мазута соответственно.

Проблема высоких оптовых цен актуальна, вероятно, только для АИ-95. На внутреннем рынке оптовые цены на АИ-92 в июне близки к котировкам лета 2021 г., и цены на дизтопливо в июне оказались ниже, чем во многие месяцы 2021–2022 гг., но, нужно признать, выше, чем в начале 2023 г., когда на рынке царил нервозность из-за эмбарго ЕС. Причину высоких цен на АИ-95 видим в сезонном проведении ремонтных работ на НПЗ в мае и разговорах о сокращении демпфирующих выплат, так как нефтепродукты в РФ зависят от экспортных нетбэксов. Отметим, что АИ-92, на долю которого приходится ~60% рынка, популярнее АИ-95. Применительно к нефтяным компаниям, которые анализируем, мы исходим из допущения, что их продажи бензина и дизтоплива поровну распределяются между розничным рынком, где годовой рост цен измеряется несколькими процентами, и оптом, где в рамках демпфирующего механизма заложено повышение индикативных цен на 3% в годовом сопоставлении.

Высокая маржа в ценах нефтепродуктов за рубежом сохраняется, однако рынок не имеет возможности отслеживать дисконты в ценах на российские нефтепродукты

Оптовые цены на бензин АИ-92 и дизельное топливо совсем не так высоки в сравнении с 2021–2022 гг.

ЕВРОПЕЙСКИЕ ЦЕНОВЫЕ ДИФФЕРЕНЦИАЛЫ К NSD, \$/Т



Источники: ФАС России, ИБ Синара

ЦЕНЫ НА НЕФТЕПРОДУКТЫ В С-З ЕВРОПЕ В 2023 Г., \$/Т



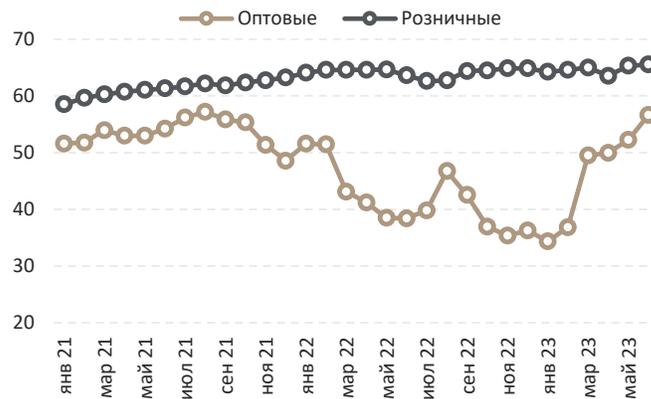
Источники: Argus, ИБ Синара

ОПТОВЫЕ ЦЕНЫ НА НЕФТЕПРОДУКТЫ В РФ, ТЫС. РУБ. /Т



Источники: ФАС России, ИБ Синара

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



Источники: ФАС России, «ИнфоТЭК», ИБ Синара

ПРОИЗВОДСТВО ЖУВ В 2023 Г. СИЛЬНО НЕ СОКРАТИТСЯ

По итогам 2023 г. ожидаем сокращения добычи жидких углеводородов на 3,5% г/г, в 2024 г. — на 1,8% г/г. Это прогнозируемое уменьшение связано исключительно с добровольным сокращением добычи, осуществляемым РФ как участником соглашения ОПЕК+. Производство ЖУВ не падало после того, как ЕС и «Большая семерка» ввели в декабре прошлого года ограничения на сырую нефть, а в феврале 2023 г. и на нефтепродукты. Совсем наоборот, до начала традиционных по весне ремонтов производство ЖУВ продолжало восстанавливаться, составив 11 мбс в среднем в 1К23 и сравнявшись с началом 2022 г. Наша оценка потенциального сокращения добычи в 2023 г. (-19 млн т) очень близка к расчетам Минэнерго. В рамках ОПЕК+ российская квота на 2024 г. согласована в объеме 9,828 мбс (491 млн т/г) без учета добровольного сокращения на 0,5 мбс (25 млн т/г), которое РФ обещала оставить в силе. Кроме того, никак не ограничивается объем добычи газового конденсата, составивший в прошлом году 41 млн т. Пока непонятно, скажется ли на добыче уменьшение экспорта сырой нефти в августе на 0,5 мбс, так как НПЗ могут увеличить объемы переработки сырья с нынешних 5,6 мбс до 5,9 мбс (январь 2022 г.), и насколько продолжительным окажется это самоограничение. Ответы на данные вопросы могут повлиять на наши ценовые допущения.

В центре внимания оказался экспорт бензина ввиду заметного роста оптовых цен с начала года. Мы полагаем, «ручное управление» экспортом, в форме квотирования или даже запрета, вряд ли навредит экономическим принципам ценообразования, потому что 90% производимого бензина и так потребляется внутри страны (для сравнения, в случае дизтоплива эта доля составляет 52%, мазута — 24%). Демпфер компенсирует 68% разницы между ценой на бензин за границей и индикативными ценами, а применение механизмов контроля может в конечном итоге привести к возникновению дефицита.

Учитывая хороший показатель 1К23 (11 мбс), по итогам 2023 г. ожидаем сокращения добычи жидких углеводородов на 3,5% г/г, в 2024 г. — на 1,8%

Сокращение с августа экспорта на 0,5 мбс может мало отразиться на добыче: отрасль способна активнее задействовать НПЗ

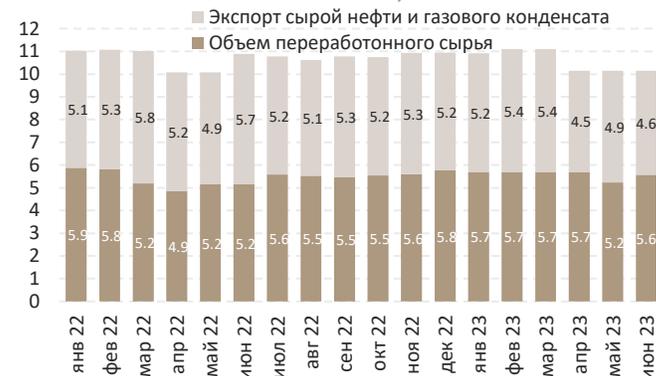
Требование нарастить продажи бензина на внутреннем рынке вряд ли сильно охладит цены, если механизмы ценообразования останутся прежними

ПРОИЗВОДСТВО ЖИДКИХ УГЛЕВОДОРОДОВ В РФ, МЛН Т



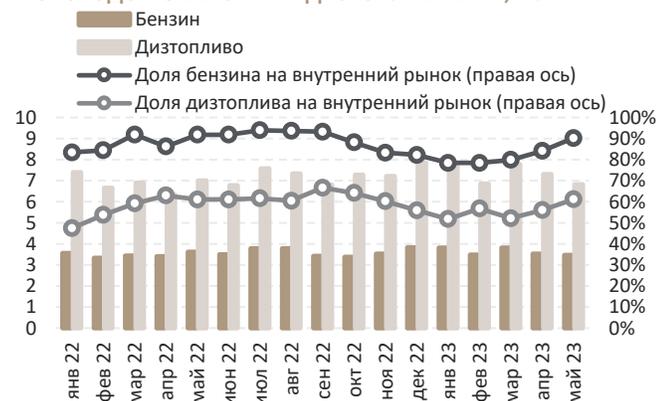
Источники: «ИнфоТЭК», ИБ Синара

НЕФТЕПЕРЕРАБОТКА И ЭКСПОРТ ЖУВ, МБС



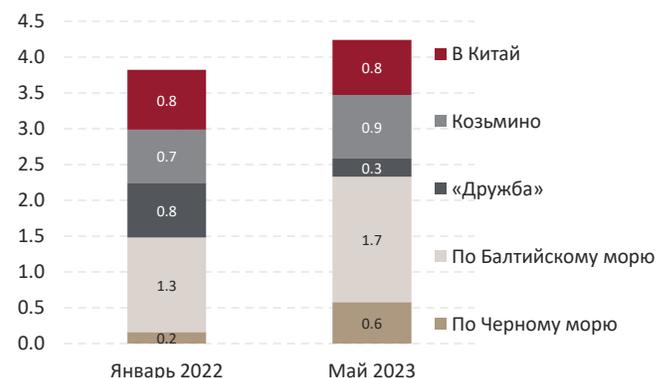
Источники: «ИнфоТЭК», «Коммерсантъ», ИБ Синара

ПРОИЗВОДСТВО БЕНЗИНА И ДИЗТОПЛИВА В РФ, МЛН Т



Источники: «ИнфоТЭК», ИБ Синара

ЭКСПОРТ НЕФТИ ИЗ РФ ПО СИСТЕМЕ ТРАНСНЕФТИ, МБС



Источники: Argus, ИБ Синара

Аналитический департамент

Sinara_Research@sinara-finance.ru

Директор департамента

Кирилл Таченников
TachennikovKV@sinara-finance.ru

Макроэкономика

Сергей Коныгин
KonyginSS@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

Финансовый сектор

Ольга Найдёнова
NaidenovaOA@sinara-finance.ru

Девелопмент

Ирина Фомкина
FomkinaIA@sinara-finance.ru

Рынок облигаций

Александр Афонин
AfoninAK@sinara-finance.ru

Александр Гайда
GaidaAS@sinara-finance.ru

Металлургия

Дмитрий Смолин
SmolinDV@sinara-finance.ru

Технологии, телекоммуникации, ретейл

Константин Белов
BelovKA@sinara-finance.ru

Электрэнергетика, транспорт

Матвей Тайц
TaitsMV@sinara-finance.ru

Георгий Горбунов
GorbunovGI@sinara-finance.ru

Зарубежные рынки акций

Сергей Вахрамеев
VahrameevSS@sinara-finance.ru

Ирина Фомкина
FomkinaIA@sinara-finance.ru

Георгий Горбунов
GorbunovGI@sinara-finance.ru

Стратегия

Кирилл Таченников
TachennikovKV@sinara-finance.ru

Василий Мордовцев
MordovtsevVO@sinara-finance.ru

Группа выпуска

Василий Мордовцев
MordovtsevVO@sinara-finance.ru

Станислав Захаров
ZakharovSV@sinara-finance.ru

Инна Драч
DrachIG@sinara-finance.ru

Себастьян Барендт
BarendtSF@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 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 его 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 офертой, предложением сделать 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 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 «Ожуралзолото Групп Компаний», ООО «Балтийский лизинг», ООО «Борец Капитал», АО «Уральская Сталь», ООО «ОКЕЙ», ПАО «ТК-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 «Маннит», ПАО «ММК», ПАО «Мечел», ПАО «ГМК «Норильский никель», ПАО «МТС», ПАО «НОВАТЭК», ПАО «НЛМК», Petropavlovsk PLC, PolyMetal International PLC, ПАО «НК «Роснефть», ПАО Свобанк, ПАО «Северсталь», ПАО «Система», ПАО «Татнефть», TCS Group Holding PLC, МКПАО «ОК РУСАЛ», PCLL 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 ожидается 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.