

НЕФТЕГАЗОВЫЙ СЕКТОР

АКТУАЛИЗАЦИЯ ОЦЕНКИ

ПРИВЛЕКАТЕЛЕН ПРИ ОЖИДАЕМОМ РОСТЕ ЦЕН В 2К23

Мы обновили ряд параметров оценки стоимости, что привело к пересмотру целевых цен и рейтингов по акциям анализируемых эмитентов. Негативными факторами стали понижение прогноза по цене Urals на 2023 г. до \$68/барр. (ранее \$75) и повышение безрисковой ставки на 1 п. п. до 10%. Позитивные — повышение прогноза курса USD/RUB (70 в 2023 г. вместо 67) и объема добычи нефти на 2023 г., а также на удивление хороший контроль над затратами, нашедший отражение в отчетности за прошлый год. Мы сохраняем рейтинг «Покупать» по акциям Роснефти, ЛУКОЙЛа, НОВАТЭКа, Сургутнефтегаза (ao) и Транснефти.

Катализаторы: уменьшение дисконта Urals; слабый рубль; дивиденды за 2022 г.

Риски: низкие цены на энергоносители в течение продолжительного времени; падение котировок нефтепродуктов в РФ.

Устойчивость сектора проявилась в стабильных объемах добычи и более медленном, чем ожидалось, росте затрат. В масштабах страны производство ЖУВ увеличилось в 2022 г. на 2% г/г, достигнув 535 млн т, и в 1К23 оставалось стабильным, намного превосходя ожидания рынка. Учитывая сокращение добычи с марта на 5%, мы предполагаем ее снижение в 2023 г. менее чем на 3% г/г. Другой очень позитивный момент — отсутствие взрывного роста затрат, как, например, показала финансовая отчетность Роснефти за прошлый год, где операционные затраты возросли всего на 2%, а капитальные — на 8%.

Прогнозы по ценам энергоносителей понижены из-за низких цен в 1К23, но фундаментальные факторы выглядят сильными. Давление, которое нефтяные цены испытывали в 1К23, мы объясняем монетарным фактором и опасениями, что проблемы финансового рынка распространятся на реальный сектор. Из-за теплой зимы в Европе котировки газа на TTF не достигли уровня середины 2022 г., но летом вполне возможен разворот к росту. Между тем февраль этого года стал первым месяцем, когда мировой спрос превысил допандемийный уровень февраля 2019 г., хотя экономика КНР, которая должна обеспечить половину прироста потребления, еще не набрала полный ход.

Новый риск: оптовые цены на нефтепродукты на внутреннем рынке. От продажи нефтепродуктов вертикально интегрированные компании получают даже больше выручки, чем от реализации сырой нефти. Происходящая сейчас реструктуризация потоков нефтепродуктов стала причиной снижения оптовых цен на них на внутреннем рынке в этом году, хотя на АЗС ценники почти не изменились. Мы исходим из допущения стабильности цен внутри России в этом году. Реальные дисконты, с которыми нефтепродукты из России продаются на мировых рынках, представляют собой еще одну область неопределенности.

Фавориты — Роснефть, ЛУКОЙЛ, НОВАТЭК, Транснефть. Принимая во внимание новые допущения и опубликованную финансовую отчетность за прошлый год, мы понижаем рейтинги Газпрома, Татнефти, Сургутнефтегаза (ап), Башнефти и НКНХ, оставляя без изменения рейтинг «Покупать» по бумагам Роснефти, ЛУКОЙЛа, НОВАТЭКа, Сургутнефтегаза (ao) и Транснефти. Цифры в отчетах о прибылях и убытках мы в этом году ожидаем в целом хуже, чем в 2022 г., но лучше, чем в 2021 г., что позволит инвесторам рассчитывать на хорошую дивидендность.

НЕФТЕГАЗОВЫЕ КОМПАНИИ РФ: РЕЙТИНГИ И КЛЮЧЕВЫЕ КОЭФФИЦИЕНТЫ

	Рейтинг		Целевая цена, руб./акцию		Потенциал роста	P/E		EV/EBITDA		Дивидендная доходность		Доходность FCF 2023П	Чистый долг/EBITDA 2022П
	Прежний	Новый	Прежняя	Новая		2022П	2023П	2022П	2023П	2022П	12 мес.		
Газпром	Покупать	Держать	207	170	0%	1,5	4,1	1,5	2,8	33%	3%	-7%	0,7
НОВАТЭК	Покупать	Покупать	1 280	1 275	9%	5,5	7,4	10,6	11,3	9%	9%	6%	0,02
Роснефть	Покупать	Покупать	413	460	18%	5,1	3,9	2,7	2,9	10%	10%	23%	2,0
ЛУКОЙЛ	Покупать	Покупать	5 300	5 000	12%	2,5	3,7	1,5	2,0	20%	22%	23%	-0,3
Газпром нефть	Держать	Держать	395	468	-4%	2,8	3,5	2,0	2,3	18%	14%	12%	0,1
Сургутнефтегаз (ao)	Покупать	Покупать	28	27	17%	4,3	2,0	н/п	н/п	4%	4%	20%	-5,6
Сургутнефтегаз (ап)	Держать	Продавать	27	26	-13%					8%	8%		
Татнефть (ao)	Покупать	Держать	450	420	8%	3,2	3,9	1,6	2,2	16%	15%	17%	-0,3
Татнефть (ап)	Покупать	Держать	430	400	6%					16%	16%		
Транснефть (ап)	Покупать	Покупать	179 000	168 000	56%	5,1	4,5	2,7	2,7	10%	10%	16%	0,6
Башнефть (ao)	Покупать	Держать	1 120	1 100	-8%	1,1	1,1	1,1	1,1	23%	23%	37%	0,04
Башнефть (ап)	Покупать	Держать	840	940	-2%					28%	28%		
НКНХ (ao)	Держать	Продавать	87	100	-17%	14,4	отриц.	15,8	50,1	3%	3%	-15%	7,8
НКНХ (ап)	Держать	Продавать	74	80	-16%					4%	4%		

Источник: ИБ Синара

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

	С начала года	За месяц
Индекс МосБиржи	16%	10%
Нефть (Brent)	0%	-1%
Газ (TTF)	-35%	13%
Газпром	8%	8%
НОВАТЭК	10%	11%
Роснефть	8%	10%
ЛУКОЙЛ	12%	12%
Газпром нефть	7%	14%
Сургутнефтегаз (ao)	12%	8%
Сургутнефтегаз (ап)	25%	16%
Татнефть (ao)	11%	16%
Татнефть (ап)	12%	13%
Транснефть (ап)	25%	19%
Башнефть (ao)	28%	23%
Башнефть (ап)	42%	21%
НКНХ (ao)	44%	4%
НКНХ (ап)	30%	10%

Источники: Московская Биржа, ИБ Синара

ПРОГНОЗ ЦЕН НА ЭНЕРГОНОСИТЕЛИ

	2023	2024	2025	2026
Новый				
Brent, \$/барр.	95	95	75	77
Дисконт Urals, \$/барр.	27	20	10	10
Urals, \$/барр.	68	75	65	67
Газ (TTF), \$/тыс. м3	1 053	1 379	859	290
Прежний				
Brent, \$/барр.	100	95	75	77
Дисконт Urals, \$/барр.	25	15	5	5
Urals, \$/барр.	75	80	70	72
Газ (TTF), \$/тыс. м3	1 688	1 379	859	290

Источник: ИБ Синара

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

Василий Мордовцев
Аналитик

ОСНОВНЫЕ МОМЕНТЫ ПО АНАЛИЗИРУЕМЫМ КОМПАНИЯМ

Газпром (целевая цена — 170 руб./акцию, рейтинг — «Держать»). Текущий годовой прогноз поставок газа в Европу в 51 млрд м3 (в прошлом году — 85 млрд м3) стал нашей базовой предпосылкой на долгосрочную перспективу. Ожидаемый финальный дивиденд за 2022 г. в 5 руб. на акцию предполагает низкую дивидендную доходность (3%), и Газпром как мы предполагаем, не выплатит промежуточные дивиденды в этом году.

НОВАТЭК (1275 руб., «Покупать»). Наш фаворит в газовом сегменте придерживается своей дивидендной политики и развивает СПГ-проекты даже без оборудования из ЕС и США. Цены на нефть так же важны для финансовых показателей, как и мировые цены на газ, поэтому мы не ожидаем сильного сокращения дивидендов за этот год по сравнению с 2022 г. ОИР по проекту «Обский СПГ» и запуск «Арктик СПГ 2» в этом году должны стать катализаторами цены.

Роснефть (460 руб., «Покупать»). Недавно компания преподнесла положительный сюрприз более высокими, чем прогнозировалось, EBITDA и FCF за 2022 г. благодаря эффективному контролю над расходами. Это побудило нас обновить модель. Благодаря проекту «Восток Ойл», первый танкер с собственного терминала которого должен быть отгружен уже в следующем году, Роснефть обещает стать лучшей «историей роста» в нефтяном секторе.

ЛУКОЙЛ (5000 руб., «Покупать»). Выглядит очень многообещающе с точки зрения мультипликаторов и дивидендной доходности, хотя рынку не известны финансовые результаты компании после 2021 г. Дивидендная доходность на 12 месяцев вперед прогнозируется на уровне 22%, но эта цифра может оказаться волатильной из-за капитальных вложений и изменений в чистом оборотном капитале.

Газпром нефть (468 руб., «Держать»). Мы оцениваем дивиденды за 4К22 в 16 руб. на акцию, что предполагает скромную доходность в 3%, и ожидаем узнать о следующих выплатах только по итогам 9М23. У компании самая высокая доля нефти, экспортируемой по премиальным каналам, и высокое качество нефтепереработки, но финансовые показатели после 2021 г. не публиковались.

СургутНГ (27 руб./ао, «Покупать»; 26 руб./ап, «Продавать»). Ожидаем дивидендов в размере 2,3 руб. на привилегированную акцию (доходность — 8%), но из-за прогнозируемого усиления рубля считаем инвестиционную привлекательность на сегодня не очень высокой.

Татнефть (420 руб./ао, «Держать»; 400 руб./ап, «Держать»). Компания находится в отличном финансовом состоянии с чистой денежной позицией на конец 2022 г., и это дает нам некоторые надежды, что Татнефть может преподнести сюрприз со знаком плюс с точки зрения размера дивидендов.

Транснефть (168 000 руб., «Покупать»). Стабильные объемы транспортировки через трубопроводную систему компании обеспечиваются стабильным же производством ЖУВ в России а также на удивление значительным экспортом нефтепродуктов. Дивидендная доходность на следующие 12 месяцев в 10% — очень хороший показатель для бумаги с низким коэффициентом «бета».

Башнефть (1100 руб./ао, «Держать»; 940 руб./ап, «Держать»). Может показать дивидендную доходность за 2022 г. выше 20%, чему способствовал рост добычи ЖУВ на 31% в прошлом году. Привилегированные акции выросли в цене с начала года на 42%, и мы не рекомендуем увеличивать позиции в этих акциях при текущей цене.

НКНХ (100 руб./ао, «Продавать»; 80 руб./ап, «Продавать»). Обыкновенные и привилегированные акции НКНХ подорожали с начала года на 44% и 30% соответственно. Рынок мог позитивно отреагировать на снижение стоимости нефти, которая находится в сильной корреляции с ценой на нефть, но мы не разделяем оптимизма относительно того, что цена нефти останется низкой и далее в 2023 г.

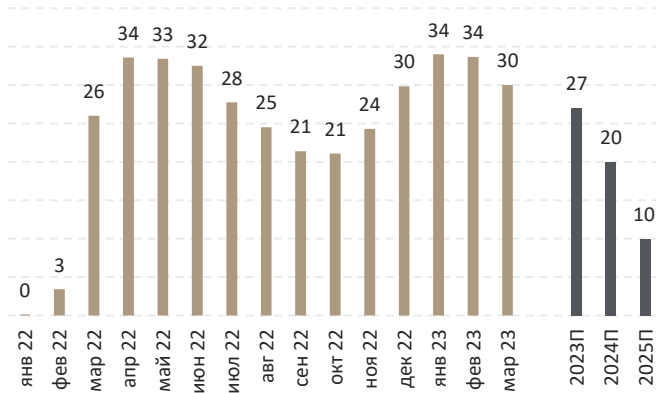
ИЗМЕНЕНИЕ ПРОГНОЗОВ, МЛРД РУБ.

		Выручка		ЕБИТДА		Чистая прибыль		FCF		Дивиденды, руб./акцию	
		2022П	2023П	2022П	2023П	2022П	2023П	2022П	2023П	2022П	2023П
Газпром	Новый	11 950	9 534	4 280	2 290	2 661	974	1 382	-247	56	21
	Прежний	11 950	10 733	4 280	3 197	2 661	1 678	1 382	336	56	35
НОВАТЭК	Новый	1 404	1 309	1 031	933	642	479	311	212	106	79
	Прежний	1 404	1 429	1 031	1 016	642	536	311	197	93	88
Роснефть	Новый	9 045	8 600	2 551	2 377	813	1 046	989	931	38	49
	Прежний	9 045	8 662	2 551	2 260	813	960	989	675	38	45
ЛУКОЙЛ	Новый	12 538	10 652	1 920	1 450	1 234	823	1 183	704	871	911
	Прежний	12 538	11 759	1 920	1 436	1 234	857	1 183	712	871	925
Газпром нефть	Новый	3 837	3 616	1 159	998	817	661	451	286	86	70
	Прежний	3 837	3 692	1 159	1 038	817	700	451	320	86	74
Сургутнефтегаз (ап)	Новый	2 343	2 046	764	574	256	554	487	219	2,3	5,0
	Прежний	2 343	2 050	764	618	256	883	487	161	2,3	8,0
Татнефть	Новый	1 427	1 268	475	346	285	234	176	152	61	50
	Прежний	1 427	1 254	475	341	285	231	176	150	61	50
Транснефть	Новый	1 131	1 141	436	451	154	173	136	127	11 106	11 887
	Прежний	1 131	1 113	436	442	154	168	136	130	11 106	11 403
Башнефть	Новый	1 123	1 089	305	298	193	186	47	75	271	261
	Прежний	1 119	1 095	246	219	145	121	68	80	204	170
НКНХ (ап)	Новый	201	192	19	6	15	-2	-89	-32	3,7	0,1
	Прежний	201	194	19	6	15	-12	-89	-93	3,7	0,1

Источники: данные компаний, ИБ Синара

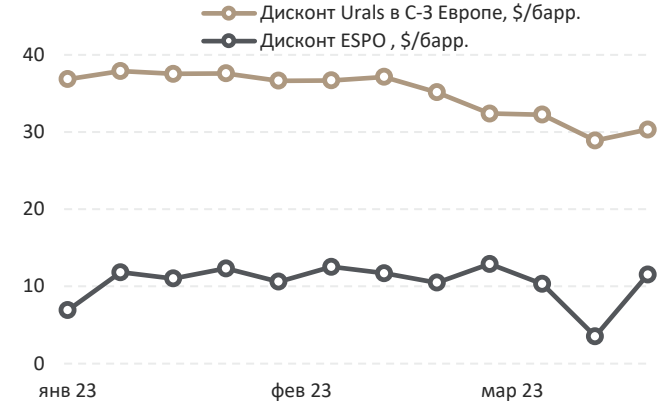
КЛЮЧЕВЫЕ ГРАФИКИ

ЦЕНОВОЙ ДИСКОНТ URALS К BRENT, \$/БАРР.



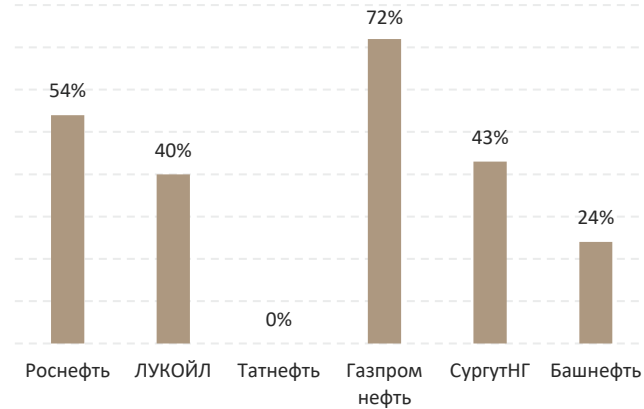
Источники: Минэкономразвития России, ИБ Синара

ВЫИГРЫВАЮТ КОМПАНИИ С ПРЕМИАЛЬНЫМИ КАНАЛАМИ



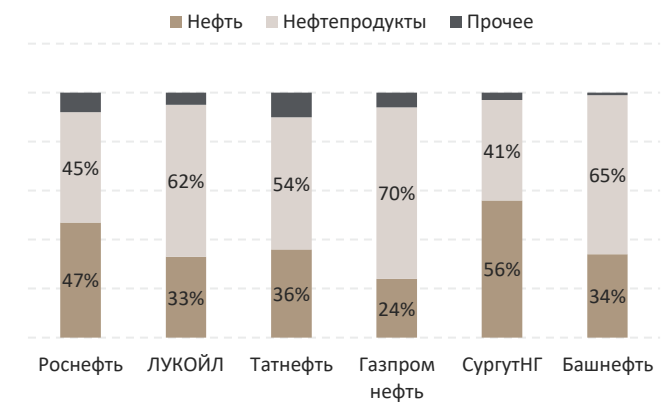
Источник: Argus

ЭКСПОРТ СЫРОЙ НЕФТИ: ДОЛЯ ПРЕМИАЛЬНЫХ КАНАЛОВ



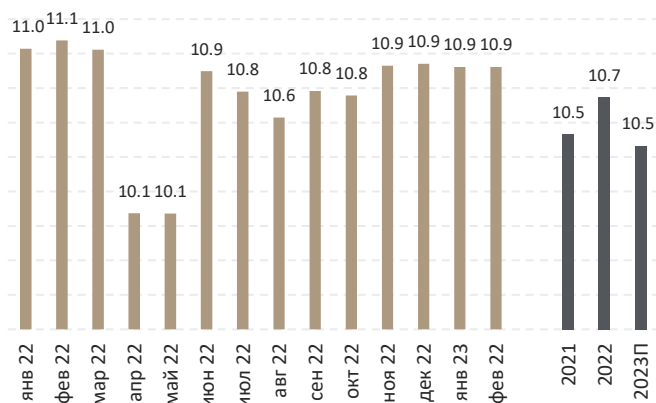
Источники: данные компаний, ИБ Синара

СТРУКТУРА ВЫРУЧКИ ПРИ ТЕКУЩЕЙ КОНЪЮНКТУРЕ



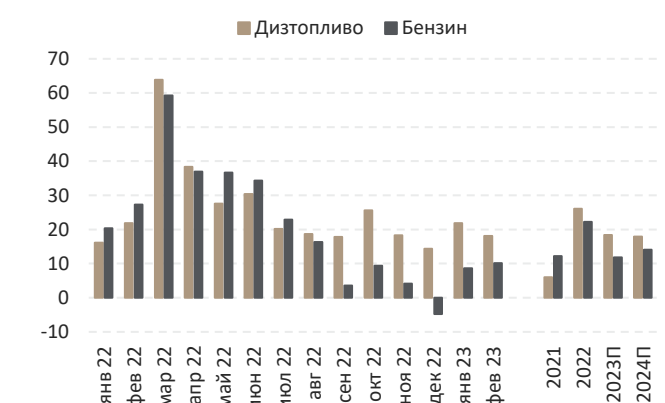
Источник: ИБ Синара

ПРОИЗВОДСТВО ЖИДКИХ УГЛЕВОДОРОДОВ В РФ, МБС



Источники: ИнфоТЭК, ИБ Синара

ДИНАМИКА ДЕМПФЕРНЫХ ПЛАТЕЖЕЙ, ТЫС. РУБ./Т



Источники: ИнфоТЭК, ИБ Синара

ПРЕДПОСЫЛКИ В ОТНОШЕНИИ ЦЕН НА СЫРЬЕ

Сильные фундаментальные показатели на 2023 г., но из-за относительно низких цен в 1К23 прогноз по Brent понижен. Мы полагаем, что причиной мартовского снижения цен на Brent стала нервозность финансовых рынков, спровоцированная проблемами в банковском секторе. Фундаментальные факторы, влияющие на рынок нефти, благоприятствуют росту цен с текущих уровней. Наш обновленный средний по 2023 г. прогноз по Brent — \$95/барр. (-\$5) ввиду низких цен в 1К23.

Теперь прогнозируем дисконт Urals к Brent в 2023 г. в \$27/барр. (ранее — \$25). Добровольное сокращение добычи нефти с марта на 0,5 мбс уже помогло уменьшить спред до \$29 (середина марта) с \$34 (январь – февраль). До середины марта это сокращение не было реализовано в полном объеме, но уже достигнут ощутимый эффект. Учитывая, однако, довольно большой дисконт в 1К23, мы немного повышаем прогноз среднего по году значения до \$27/барр.

Маржа нефтепродуктов остается высокой, несмотря на сокращение с 2022 г. Переработчикам в среднесрочной перспективе на руку должно играть сохранение высокой маржи к сырой нефти, поскольку перенаправление нефтепродуктов из РФ с европейских рынков продолжит, скорее всего, влиять на рентабельность и в 2023 г., при этом инвестиции в новые НПЗ были явно недостаточными в последние годы (в ЕС, к примеру, мощности сократились на 0,7 мбс в 2021 г.).

Прогноз спот-цен на газ (хаб ТТФ) на 2023 г. понижается на 40%. Температуры в Европе в течение отопительного сезона 2022/2023 намного превышали значения зимы 2021/2022, да и сам отопительный сезон начался гораздо позже. Кроме того, низким оказался уровень конкуренции за СПГ со странами Азии. Сейчас ПХГ в Европе заполнены на 55%, тогда как в марте 2022 г. показатель опустился до 26%. Можно предположить, что в 2023 г. благоприятные факторы, из-за чего спрос на газ в ЕС оказался слабее обычного, не сойдутся снова и цены резко развернутся к росту уже в середине текущего года.

С учетом низких цен в 1К23 мы пересмотрели прогнозы на этот год в сторону понижения: Brent — \$95/барр. (-\$5), Urals — \$68/барр. (-\$7)

Но мы по-прежнему оптимистичны в оценке фундаментальных показателей рынка нефти

Добровольное сокращение добычи нефти на 5% уже привело к уменьшению дисконта Urals минимум на \$6/барр.

Маржа нефтепродуктов в мире несколько адаптировалась после потрясения 2022 г., но она останется высокой в 2023 г.

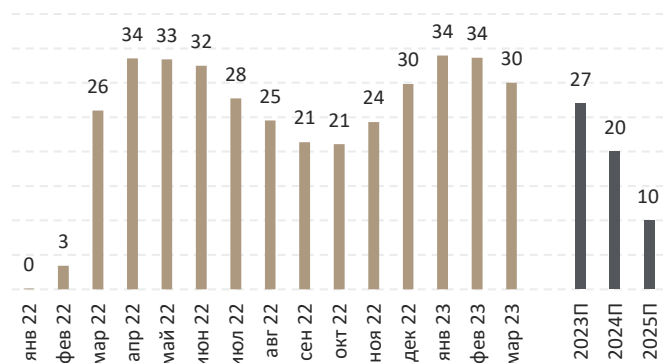
Сочетание факторов, из-за которых спрос на газ в ЕС оказался заметно ниже обычного (-8% г/г в 3К22, например), вряд ли повторится в 2023 г.

ДОПУЩЕНИЯ В ОТНОШЕНИИ МАКРОЭКОНОМИКИ И ЦЕН НА СЫРЬЕ, ЗАЛОЖЕННЫЕ В ФИНАНСОВЫЕ МОДЕЛИ

	2021	2022	2023		2024		2025	
	Факт	Факт	Прежнее	Новое	Прежнее	Новое	Прежнее	Новое
Курс USD/RUB (в среднем за год)	73,7	68,6	67,0	70,0	72,0	71,5	75,6	72,6
Курс USD/RUB (на конец года)	74,7	70,3	69,0	71,0	75,0	72,1	76,1	73,1
Цена на Brent, \$/барр.	70	100	100	95	95	95	75	75
Дисконт Urals к Brent, \$/барр.	1	22	25	27	15	20	5	10
Цена на Urals, \$/барр.	69	78	75	68	80	75	70	65
Цена на дизтопливо в Европе, \$/т	583	1 024	913	909	867	909	684	712
Спот-цена на газ (ТТФ), \$/тыс. м3	547	1 402	1 688	1 053	1 379	1 379	859	859
Цена экспорта Газпрома в дальнее зарубежье, \$/тыс. м3	315	888	887	652	846	747	637	507
Объем экспорта Газпрома в Европу, млрд м3	175	85	63	51	99	51	134	51
Объем экспорта Газпрома в Китай, млрд м3	10	16	22	22	37	37	38	38
Индексация тарифа Транснефти	3,6%	4,3%	6,0%	6,0%	4,0%	6,7%	4,0%	5,2%

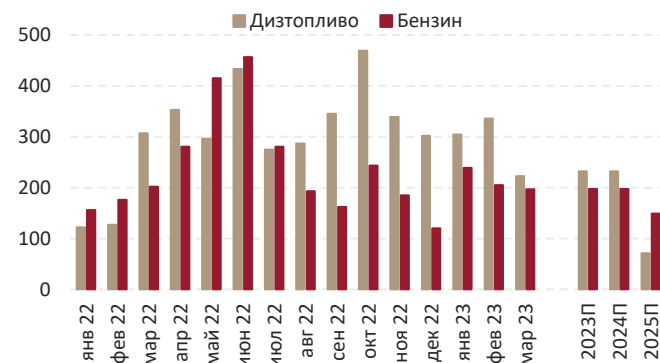
Источники: Bloomberg, данные компаний, ИБ Синара

ЦЕНОВОЙ ДИСКОНТ URALS К BRENT, \$/БАРР.



Источники: Минэкономразвития России, ИБ Синара

ДИФФЕРЕНЦИАЛ НЕФТЕПРОДУКТОВ К BRENT, \$/Т



Источники: Bloomberg, ИБ Синара

СПРОС ДОСТИГНЕТ В 2023 Г. НОВЫХ МАКСИМУМОВ — БЛАГОПРИЯТНО ДЛЯ НЕФТЯНЫХ ЦЕН

Спрос на ЖУВ еще не вернулся на траекторию устойчивого роста. Февраль 2023 г. стал первым месяцем, когда мировой спрос на нефть достиг уровня соответствующего месяца доковидного 2019 г. В последних отчетах ведущие энергетические агентства демонстрировали «бычий» настрой в отношении потребления в 2023 г. (Минэнерго США прогнозирует увеличение на 1,5 мбс г/г, ОПЕК — на 2,3 мбс, МЭА — на 2,0 мбс) ввиду восстановления экономики Китая, как и воздушного сообщения по всему миру. Ожидается, что Китай, увеличив потребление на 0,7 мбс (оценка Минэнерго США), обеспечит половину прогнозируемого прироста всего мирового потребления, которое достигнет новых максимумов по итогам текущего года. Напомним, что в прошлом году потребление в КНР снизилось на 0,1 мбс по сравнению с 2021 г. из-за жестких антиковидных ограничений.

Большие продажи нефти из стратегического резерва США уже завершились. Правительство США серьезно вмешалось в мировой баланс, продав 37% своих стратегических резервов нефти с начала 2022 г. Чтобы снизить внутренние цены, за прошлый год США вывели на рынок 221 млн барр., увеличив мировое предложение на 0,6 мбс. В результате резервы уменьшились до минимального с 1984 г. объема. Намерение США продать скромные 26 млн барр. в этом году не повлияет на баланс рынка.

Участники ОПЕК+ приняли решение поддержать цену на нефть. Несколько участников ОПЕК+ объявили 3 апреля о дополнительных добровольных сокращениях добычи суммарным объемом 1,16 мбс. С учетом сокращения производства в России на 500 тбс с марта, мировой объем добычи в мае, вероятно, окажется на 1,66 мбс ниже, чем в феврале, и на 2,6–2,7 мбс — чем в сентябре 2022 г., когда началась коррекция в ценах Brent. В этой связи мы ожидаем, что дефицит на мировом рынке возникнет уже в 2К23.

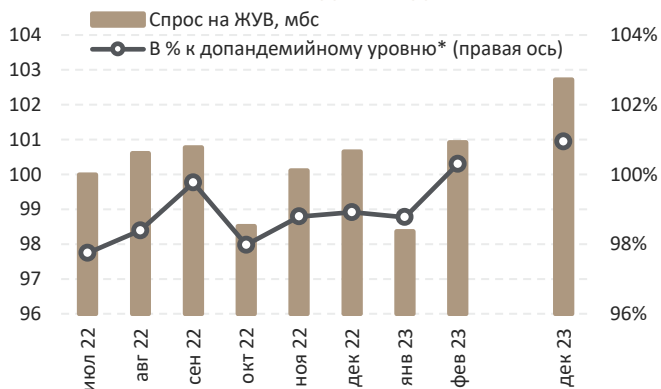
В феврале 2023 г. спрос в мировом масштабе превысил допандемический уровень

Китай, отменив ограничения, может наполовину обеспечить прирост мирового потребления в этом году

США планируют продать 26 млн барр. в 2023 г. — с минимальным влиянием на мировой баланс

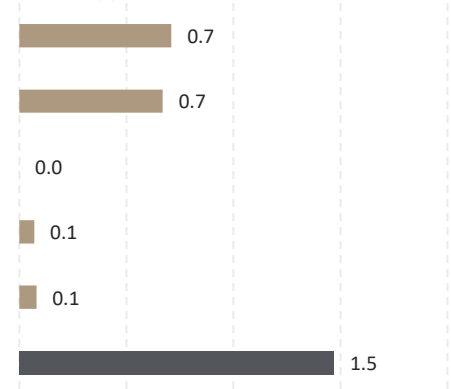
Ряд стран ОПЕК+ неожиданно решили сократить добычу на 1,16 мбс с мая, из-за чего мы ждем дефицита на рынке уже в 2К23

СПРОС В ФЕВРАЛЕ ВЫШЕЛ НА ДОКОВИДНЫЙ УРОВЕНЬ



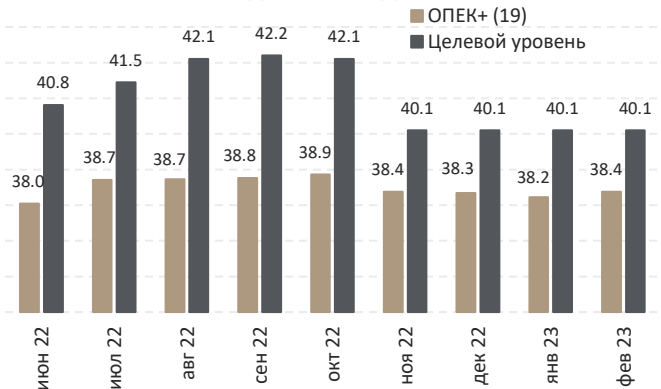
* Сопоставимый месяц
Источники: Минэнерго США, ИБ Синара

РАЗВИВАЮЩИЕСЯ РЫНКИ — ДРАЙВЕРЫ СПРОСА 2023 Г., МБС



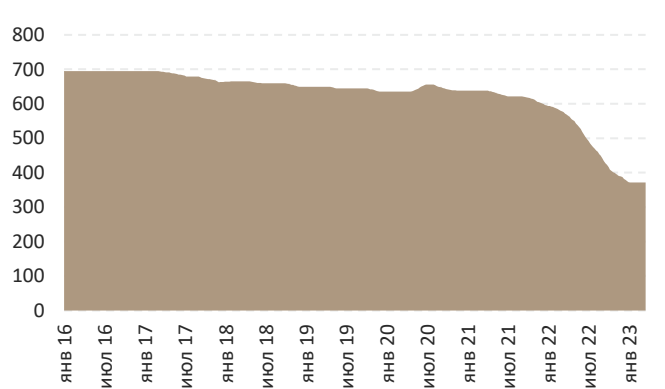
Источники: Минэнерго США, ИБ Синара

СТРАНЫ ОПЕК+ СОБЛЮДАЮТ СВОИ ДОГОВОРЕННОСТИ, МБС



Источники: МЭА, ОПЕК

ОБЪЕМ СТРАТЕГИЧЕСКОГО РЕЗЕРВА НЕФТИ В США, МЛН БАРР.



Источники: Минэнерго США, ИБ Синара

КОМПАНИИ ПОЛАГАЮТСЯ НА НЕФТЕПРОДУКТЫ И ПРЕМИУМ-КАНАЛЫ ЭКСПОРТА СЫРОЙ НЕФТИ

Рублевая цена Urals снизится в этом году на 12% по сравнению с прошлым, но «жирная» маржа в премиальных каналах никуда не денется. Мы прогнозируем менее благоприятную для российского сегмента добычи ценовую конъюнктуру в 2023 г., с ценами Urals в районе 4 800 руб./т, ввиду как менее низкой стоимости Brent, так и увеличения дисконта Urals к Brent. Тем не менее, на Urals приходится порядка 60% экспорта сырой нефти, притом что другие марки продаются с меньшими дисконтами к Brent (ESPO, например, стоит всего на \$15/барр. дешевле). Позитивный для нефтяных компаний фактор заключается в том, что налоги рассчитываются по Urals, и это обеспечивает производителям приличную маржу при продаже по премиальным каналам. По доле премиального экспорта выгодно выделяются Роснефть и Газпром нефть (54% и 72% соответственно).

Хорошие дифференциалы в нефтепродуктах, но точный размер дисконта для компаний из РФ неизвестен. Данные за февраль показали, что дифференциалы к Brent в Северо-Западной Европе остаются на 11% (бензин) и 75% (дизтопливо) выше уровней годичной давности, что позволяет отечественным вертикально интегрированным компаниям получать выгоду от сложившейся конъюнктуры, если только цена реализации не ограничивается ценовым «потолком». Мы в финансовые модели дисконты не закладываем.

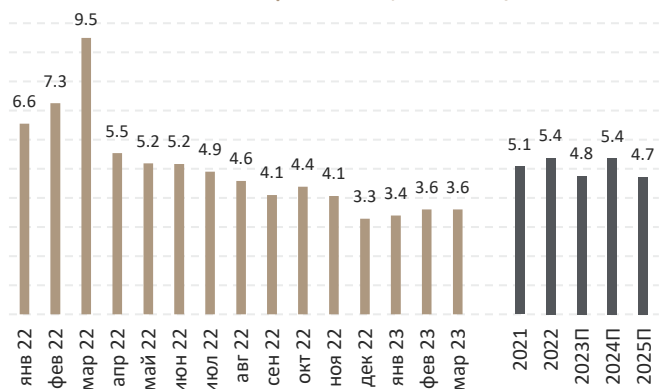
Видим риски для оптовых цен на нефтепродукты в 2023 г. В рамках базового сценария мы оставляем на неизменном по сравнению с прошлым годом уровне цены реализации, которые по сути представляют сочетание розничных цен, в последнее время почти не изменившихся, и оптовых, которые, возможно, еще не приспособились к внешним ограничениям, вступившим в силу в феврале.

Цена на Urals в рублях снизится в этом году на 12% к прошлогодней, однако производители, имеющие доступ к премиальным каналам экспорта, получают фору ввиду привязки налогов к Urals

Вертикально интегрированным компаниям продажа нефтепродуктов приносит намного больше выручки, чем сырая нефть

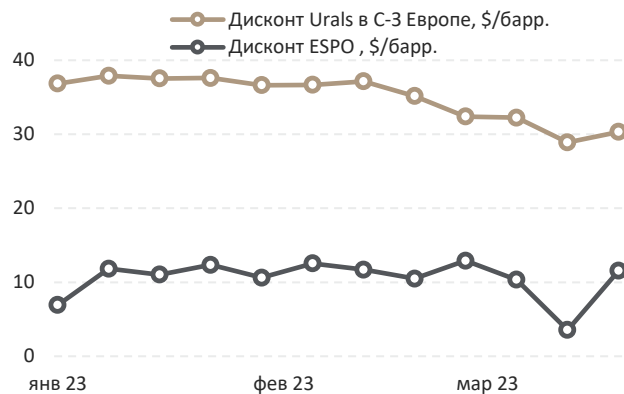
Внутренние цены на нефтепродукты и реальные дисконты к мировым котировкам попали теперь в зону неопределенности

ВЫРАЖЕННАЯ В РУБЛЯХ ЦЕНА URALS, ТЫС. РУБ./БАРР.



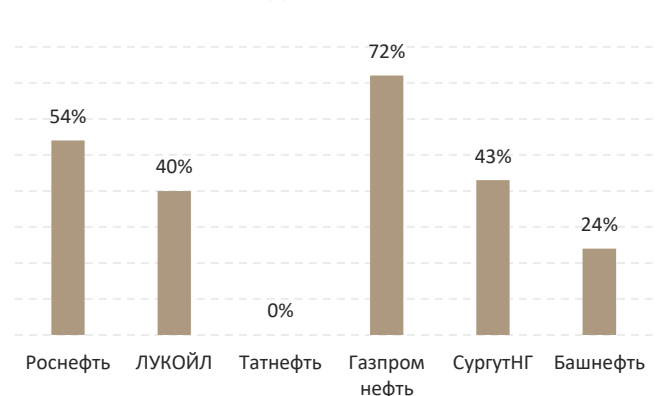
Источники: Минэкономразвития России, ИБ Синара

ВЫИГРЫВАЮТ КОМПАНИИ С ПРЕМИАЛЬНЫМИ КАНАЛАМИ



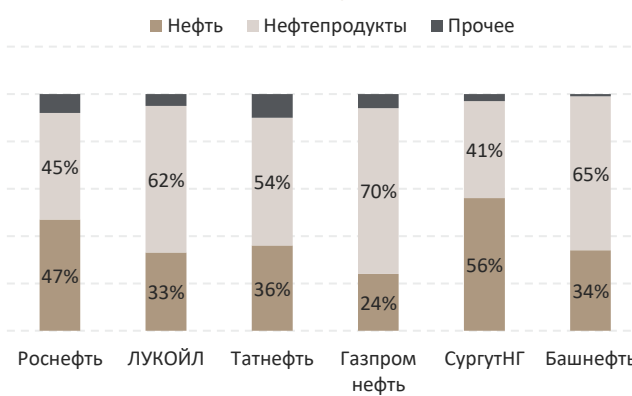
Источник: Argus

ЭКСПОРТ СЫРОЙ НЕФТИ: ДОЛЯ ПРЕМИАЛЬНЫХ КАНАЛОВ



Источники: данные компаний, ИБ Синара

СТРУКТУРА ВЫРУЧКИ ПРИ ТЕКУЩЕЙ КОНЪЮНКТУРЕ



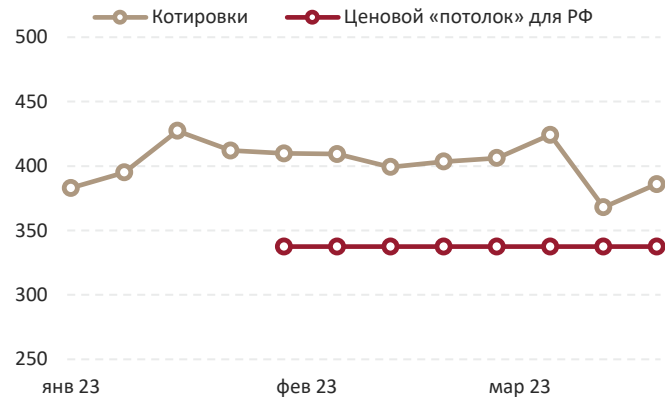
Источник: ИБ Синара

ЦЕНА НА ДИЗТОПЛИВО В С-3 ЕВРОПЕ В 2023 Г., \$/Т



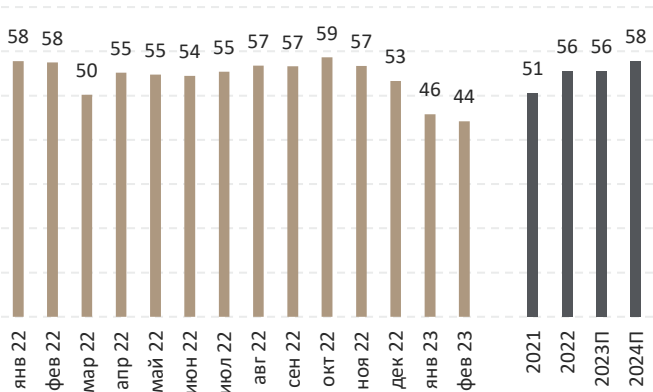
Источники: Argus, ИБ Синара

ЦЕНА НА МАЗУТ В С-3 ЕВРОПЕ В 2023 Г., \$/Т



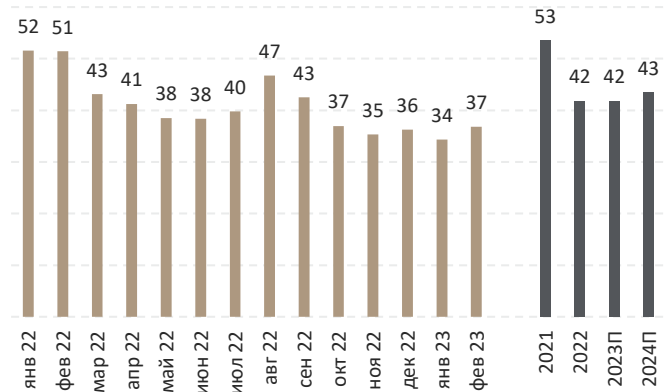
Источники: Argus, ИБ Синара

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



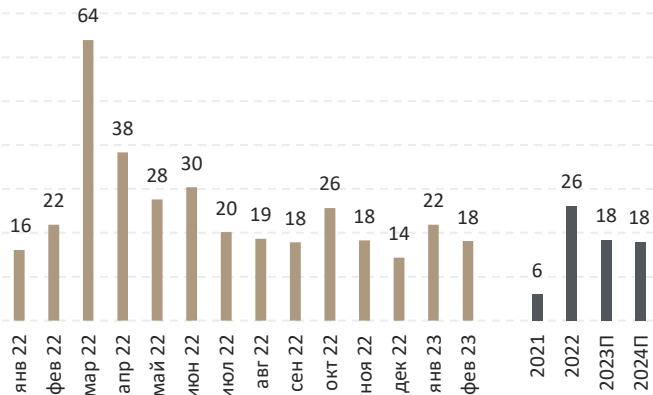
Источники: ФАС России, ИБ Синара

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



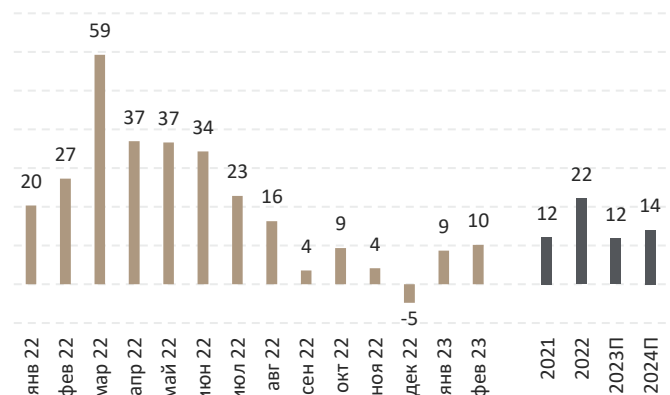
Источники: ФАС России, ИБ Синара

ДЕМПФЕРНЫЕ ПЛАТЕЖИ ПО ДИЗТОПЛИВУ, ТЫС. РУБ./Т



Источник: ИБ Синара

ДЕМПФЕРНЫЕ ПЛАТЕЖИ ПО БЕНЗИНУ, ТЫС. РУБ./Т



Источник: ИБ Синара

ВНЕШНИЕ ОГРАНИЧЕНИЯ НА ОБЪЕМАХ НЕ СКАЗЫВАЮТСЯ

Переориентация на Азию позволила сохранить объемы экспорта и добычи. Процесс перенаправления поставок нефти прошел безболезненно для отрасли, поскольку на нефть теперь находятся покупатели в Азии (80% продаж), а Индия стала покупателем № 1, если брать в расчет морские поставки нефти. Лавры крупнейшего покупателя в Европе перешли к Болгарии, на долю которой приходится всего 4% экспорта из РФ и которая получила от Евросоюза право продолжить импорт из России до конца 2024 г.

Экспорт нефтепродуктов адаптировался — и даже лучше, чем мы ожидали. Предварительная статистика за 1К23 не показывает снижения производства и экспорта нефтепродуктов, хотя ранее мы предполагали 20%-ное падение их экспорта из-за нехватки танкерного флота. Сокращение добычи, реализуемое с марта, затронет менее прибыльный экспорт сырой нефти, но не сегмент переработки и сбыта.

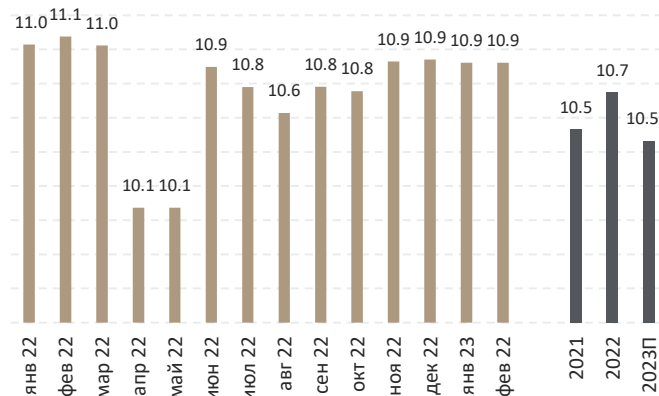
Поставки Транснефти стабильны в годовом сопоставлении: падение поставок по «Дружбе» компенсируется экспортом по морю. Отказ Германии и Польши от приема с 2023 г. российской нефти, вызвавший падение поставок через «Дружбу», полностью компенсировался увеличением объемов экспорта нефти через порты Балтики и Козьмино на Дальнем Востоке. Кроме того, мы пересмотрели в сторону повышения прогноз по росту тарифов Транснефти, сохранив оптимистичный взгляд на ее акции.

В январе – феврале производство ЖУВ в России составляло 10,9 мбс, не замечая ни эмбарго ЕС, ни ценовых «потолков»

Добровольное сокращение производства больше затенет менее прибыльный экспорт сырой нефти, нежели сегмент переработки

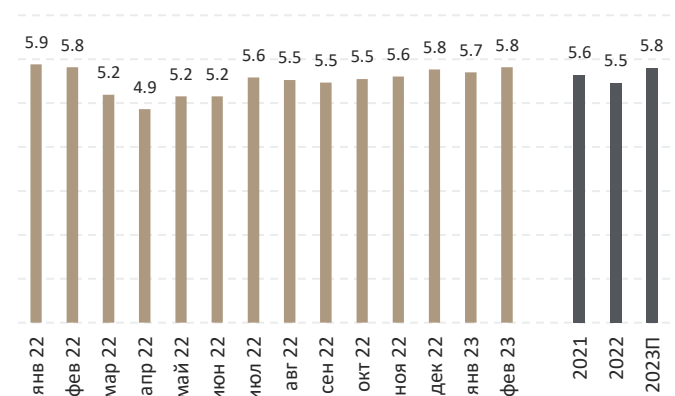
Потоки в системе Транснефти не мелели в 1К23, так как экспорт морем компенсирует падение трубопроводных поставок в Германию и Польшу

ПРОИЗВОДСТВО ЖИДКИХ УГЛЕВОДОРОДОВ В РФ, МБС



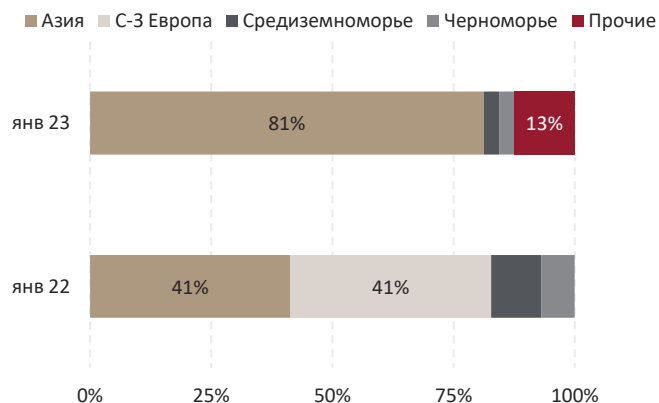
Источники: ИнфоТЭК, ИБ Синара

ПЕРЕРАБОТКА НЕФТИ В РФ, МБС



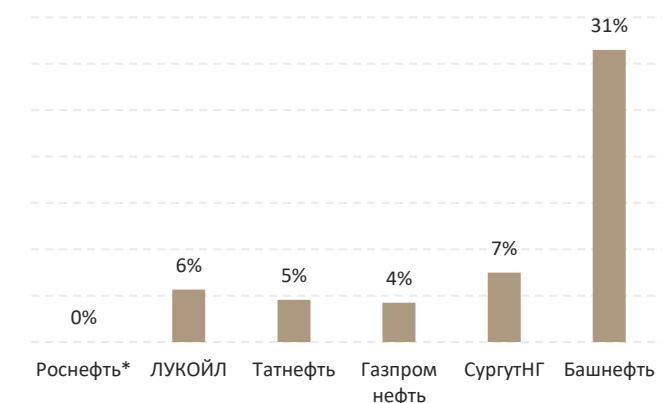
Источники: ИнфоТЭК, ИБ Синара

ИМПОРТЕРЫ СЫРОЙ НЕФТИ ИЗ РФ (МОРСКОЙ ТРАНСПОРТ)



Источник: Bloomberg

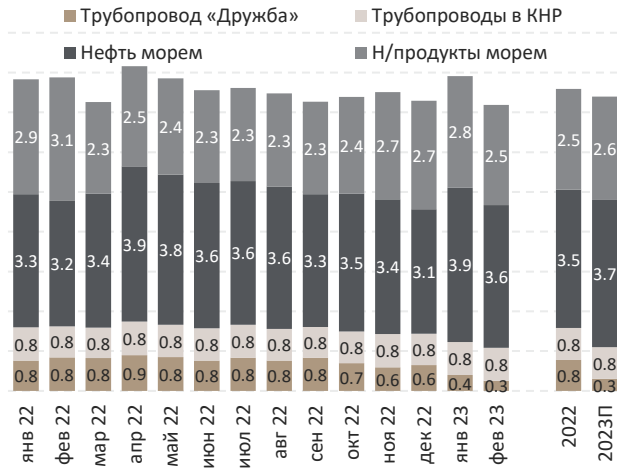
ДИНАМИКА ДОБЫЧИ ЖИДКИХ УВ В 2022 Г. В РФ (Г/Г)



* Вкл. Башнефть

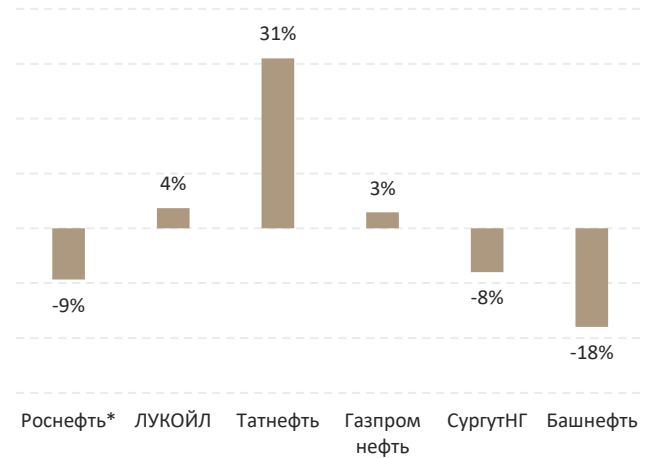
Источник: ИнфоТЭК

ЭКСПОРТ СЫРОЙ НЕФТИ И НЕФТЕПРОДУКТОВ, МБС



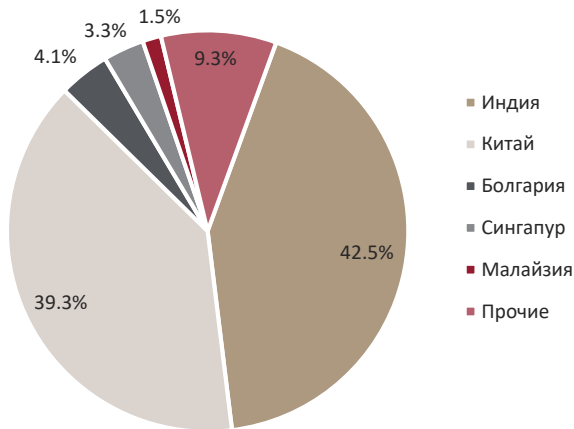
Источники: ИнфоТЭК, Argus, ИБ Синара

ДИНАМИКА НЕФТЕПЕРЕРАБОТКИ В РФ В 2022 Г. (Г/Г)



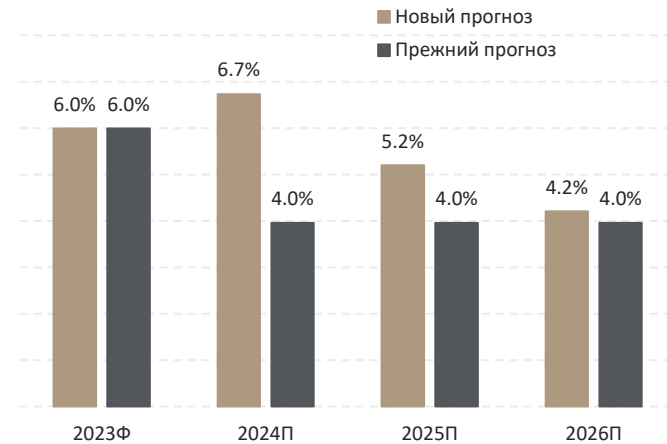
* Вкл. Башнефть
Источник: ИнфоТЭК

ОСНОВНЫЕ ИМПОРТЕРЫ НЕФТИ ИЗ РФ МОРЕМ В ЯНВАРЕ



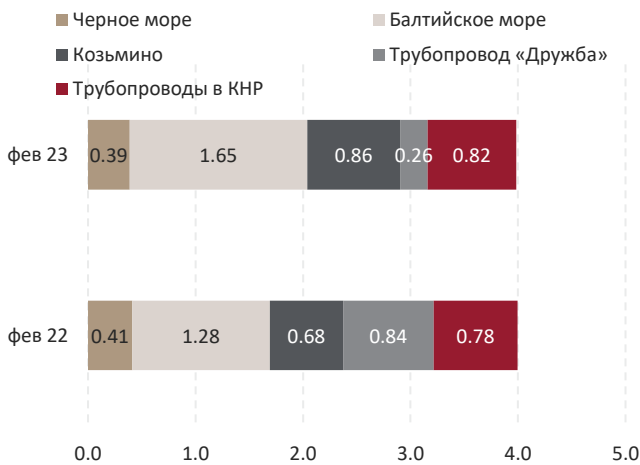
Источник: Vortexa

ТРАНСНЕФТЬ: ПРОГНОЗ РОСТА ТАРИФОВ



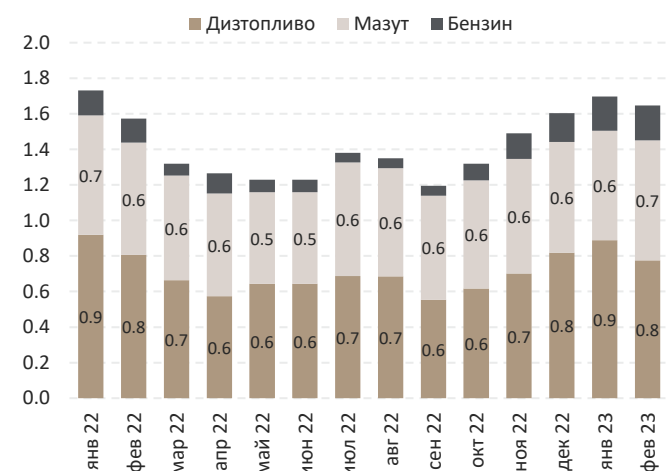
Источники: данные компании, ИБ Синара

ПОСТАВКИ ЧЕРЕЗ СИСТЕМУ ТРАНСНЕФТИ, МБС



Источник: Argus

ЭКСПОРТ ОСНОВНЫХ НЕФТЕПРОДУКТОВ ИЗ РФ, МБС



Источники: ИнфоТЭК, ИБ Синара

ИЗМЕНЕНИЕ НАЛОГОВ: ОГРАНИЧЕННОЕ ВЛИЯНИЕ НА EBITDA

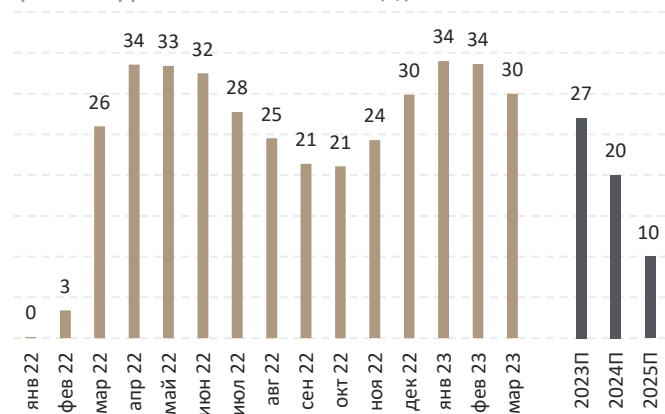
Новые поправки в налогообложении касаются дисконта Urals и демпфера. Во-первых, с 1 апреля в целях налогообложения максимальный дисконт Urals составляет \$34/барр. Каждый последующий месяц он уменьшается на \$3/барр. а с июля фиксируется на уровне \$25/барр. Апрельский дисконт Urals к Brent в \$34/барр. — точно такой же, как фактический дисконт в январе – феврале 2023 г. Поскольку мы ожидаем, что этот дисконт уменьшится, а он уже начал снижаться в марте, изменение налогообложения не окажет воздействия на операционные расходы компаний.

Во-вторых, на период с апреля по июнь включительно максимальный дисконт для бензина к нефти Urals в формуле демпфера увеличивается с \$146/т до \$182,5/т. С июля такая предельная величина дисконта на бензин уже не предусмотрена. Новое законодательство устанавливает максимальную скидку на дизтопливо к цене Urals в размере \$73/т до конца года.

Негативное влияние корректировки демпфера на EBITDA составляет менее 4%. Корректировки демпфера, на наш взгляд, достаточно умеренны: на уровне EBITDA их влияние не должно превышать 4%. В текущих условиях вертикально интегрированные компании, которые мы анализируем, продолжают получать выгоду от действия демпферного механизма.

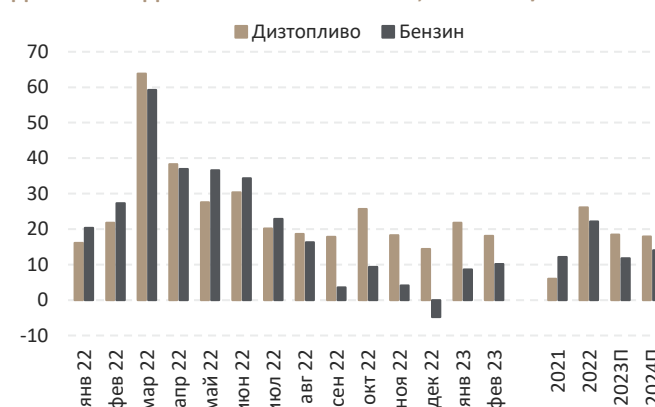
Введение максимальной скидки на Urals не должно повлиять на налоги компаний, так как мы не ожидаем применения данного дисконта на практике

ЦЕНОВОЙ ДИСКОНТ URALS К BRENT, \$/БАРР.



Источники: Минэкономразвития России, ИБ Синара

ДИНАМИКА ДЕМПФЕРНЫХ ПЛАТЕЖЕЙ, ТЫС. РУБ./Т



Источники: ИнфоТЭК, ИБ Синара

ИЗМЕНЕНИЯ В МЕХАНИЗМЕ ДЕМПФЕРА (В МАКРОЭКОНОМИЧЕСКИХ УСЛОВИЯХ ЯНВАРЯ 2023 г.)

	До корректировки	После корректировки	Δ
Формула демпфера:			
максимальный дисконт на бензин, \$/т	146	182,5	
максимальный дисконт на дизтопливо, \$/т	Не применимо	73	
Демпфер на бензин, руб./т	8 659	6 597	-24%
Демпфер на дизтопливо, руб./т	21 835	17 893	-18%
Стандартный НДС, руб./т	15 984	15 843	-1%

Источник: 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

Зарубежные рынки акций

Сергей Вахрамеев

VahrameevSS@sinara-finance.ru

Российский рынок акций

Нефть и газ

Кирилл Таченников

TachennikovKV@sinara-finance.ru

Металлургия

Дмитрий Смолин

SmolinDV@sinara-finance.ru

Стратегия

Кирилл Таченников

TachennikovKV@sinara-finance.ru

Кирилл Бахтин

BakhtinKV@sinara-finance.ru

Василий Мордовцев

MordovtsevVO@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

Девелопмент

Ирина Фомкина

FomkinaIA@sinara-finance.ru

Электрэнергетика, транспорт

Матвей Тайц

TaitsMV@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

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 ней событий на дату выхода материала без обязательства их последующего обновления.

Иностранные 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 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 (список актуален на дату составления материала): АК «АЛРОСА» (ПАО), ООО «Брусника. Строительство и девелопмент», АО «Бизнес-Недвижимость», АО «ЧТПЗ», 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», Petrolavovsk PLC, АО «ГК «Пионер», Polymetal International PLC, ПАО «Группа Позитив», PPF Group, ПАО «НК «Роснефть», ОАО «РЖД», ПАО «ГК «Самолет», ПАО Сбербанк, ПАО «Северсталь», АО «Группа Синара», ПАО АК «Система», ПАО «Татнефть» им. В. Д. Шашина, TCS Group Holding PLC, ПАО «ТМК», МКПАО «ОК РУСАЛ», PLLC Yandex N.V, ООО «АРЕНЗА-ПРО», АО «ГК «ЕКС», ООО «ИА ТБ-1», ООО «ЛЕГЕНДА», АО «ЭТАЛОН-ФИНАНС», АО ХК «Новотранс», АО «ПКБ», ГК «Промомед» (АО «Промомед»/ООО «Промомед ДМ»), ООО «РЕСО-Лизинг», ООО «Славянск ЭКО», ООО «ТАЛАН-ФИНАНС», ПАО «Трансфин-М», АО «Экспобанк», АО «Коммерческая недвижимость ФПК «Гарант-Инвест», ПАО «Сежега Групп», ПАО «Синара - Транспортные Машины», ООО ВИС-ФИНАНС.

При оценке финансовых инструментов и эмитентов ценных бумаг в настоящем материале были использованы следующие методы и предпосылки для оценки: метод дисконтированных денежных потоков, сравнительно-сопоставительный анализ и (или) дисконтированная дивидендная либо купонная модель. В случае использования в настоящем материале рейтинговых оценок такие оценки предполагают следующую возможную отклонение прогнозной цены ценной бумаги от цены, использованной при оценке, на горизонте 12 месяцев: «Покупать» > 5% + расчетная стоимость собственного капитала эмитента, 5% + расчетная стоимость собственного капитала эмитента > «Держать» > расчетная стоимость собственного капитала эмитента, «Продавать» < расчетная стоимость собственного капитала эмитента. 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 №065-08844-100000 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.