

Сырьевое противостояние: что происходит с акциями нефтегазового сектора?

30 ИЮНЯ 2023

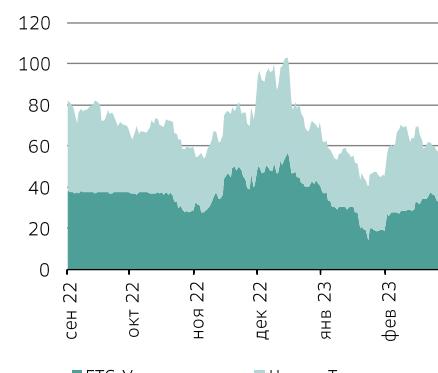
Нефтегазовые войны

- С прошлого года Европа и Россия находятся в сырьевом противостоянии – Россия наполовину сократила поставки трубопроводного газа в Европу, а страны «большой семерки» и ЕС ввели эмбарго на российскую нефть и установили «потолок» цены на нее – \$60 за баррель. В 2022 году нефтяные экспортные потоки из РФ активно перенаправлялись в основном в Китай и Индию. Также были подорваны две нитки «Северных потоков», и экспорт газа рухнул. Добыча газа в России в 2022 году упала на 12% и, как ожидает Минэнерго, продолжит сокращаться в 2023 году.
- Один из вопросов, которые больше всего волнуют рынок, – сколько стоит российская нефть? Минфин ежемесячно публикует расчет цены Юралз на основе данных Argus, однако из-за эмбарго этот показатель стал нерепрезентативным. В январе – мае официальная средняя цена Юралз [составляла](#) \$51,5 за баррель против \$83,5 годом ранее. Однако в действительности российская нефть стоит дороже, например, сибирский сорт нефти ВСТО, который поставляется в основном в Китай, в апреле [продавался](#) по \$73 за баррель. Из-за этого российское правительство изменило расчет налогообложения для отрасли, установив предельный дисконт Юралз к Брент.
- Благодаря высоким ценам на нефть поступления в бюджет от нефтяного сектора в прошлом году выросли более чем на 30% – с 8 трлн руб. до 10,7 трлн руб. с учетом НДД. За первые пять месяцев нефтегазовые доходы бюджета [упали](#) в два раза по сравнению с тем же периодом 2022 года до 2,9 трлн руб. Аналитики SberCIB Investment Research считают, что в текущем году дефицит бюджета составит 4 трлн руб.
- В конце мая аналитики SberCIB Investment Research на фоне ослабления рубля повысили целевые цены по всем компаниям нефтегазового сектора, кроме Газпрома. Газовый концерн больше других пострадал от сырьевого конфликта и получил оценку Продавать после отмены дивидендов за 2022 год и публикации отчетности по МСФО. Оценка Покупать есть у трех компаний сектора – Лукойла, Роснефти и Татнефти. Акции Лукойла могут обеспечить 20%-ю дивидендную доходность в течение года, у Роснефти прибыль в этом году может остаться на уровне прошлого года благодаря выгодным продажам нефти за рубеж в восточном направлении, а для Татнефти позитивные факторы – это большие инвестиции в добычу и максимальная загрузка НПЗ Танеко.

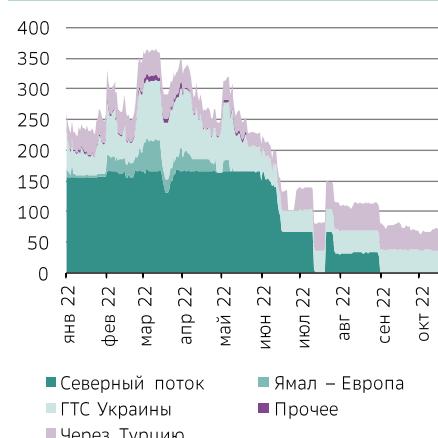
Газовый кризис

- «Мир никогда не лицезрел настолько масштабного, глубокого и сложного энергетического кризиса. И возможно, что мы еще не видели самого плохого», – заявил летом прошлого года исполнительный директор Международного энергетического агентства Фатих Бироль. До сих пор крупнейшим в истории считался нефтяной кризис 1970-х. Однако на этот раз конфликт затронул практически весь мир. Отношения между Россией и Европой в энергетической сфере были напряженными уже за несколько лет до кризиса 2022 года. По оценкам Bloomberg, текущий кризис уже обошелся Европе в \$1 трлн и, скорее всего, рынок будет лихорадить вплоть до 2025 года, пока США и Катар не нарастят экспортные мощности СПГ.
- Проблемы с газом в Европе начались еще в 2021 году. Котировки росли стремительно: если в марте 2021 года цена газа составляла около \$215 за тыс. куб. м., то в декабре она уже достигала \$2 200. Такая динамика объяснялась ралли на мировых сырьевых рынках – после пандемии коронавируса возник серьезный разрыв между спросом и предложением, и начали стремительно расти цены на металлы, древесину, удобрения и газ. Зима 2020 года в Европе была аномально холодной, и запасы газа в подземных хранилищах истощились. Весной они были заполнены лишь до 30% и даже менее. Этот дефицит можно было бы ликвидировать летом за счет СПГ, но на азиатских рынках цены были намного выгоднее, и танкеры со сжиженным газом направлялись не в Европу. В целом 2021 год оказался очень удачным для Газпрома, несмотря на то, что поставки газа почти не росли.
- С февраля 2022 г. ситуация стала меняться. Даже на фоне высоких цен на газ в 2021 году поступления от газовой отрасли составили всего 14% совокупных доходов бюджета РФ, поэтому эти изменения не были чрезмерно болезненны для России. В 2022 году в ответ на национализацию Польшей Gazprom Germania российская сторона запретила использование газопровода «Ямал – Европа», который идет через Белоруссию и Польшу в Германию. Летом 2022 года начался спор из-за возвращения турбины Siemens для «Северного потока» из Канады, где она ремонтировалась, и до решения этого вопроса Газпром сократил поставки по трубопроводу. В сентябре экспорт газа по «Северному потоку» полностью остановился после подрыва обеих ниток газопровода. В 2021 году по нему транспортировалось почти 60 млрд куб. м газа. В начале марта СМИ писали о том, что Газпром, по-видимому, откажется от эксплуатации этих газопроводов.
- Сотрудничество РФ и Европы в газовой отрасли было очень тесным: ЕС покупал у России около 60% газа, поставляемого ею за рубеж, что приносило около 70% общей выручки от экспорта газа. В основном это был газ, поставляемый Газпромом по трубопроводам – в 2021 году поставки составили 174 млрд куб м из 185,1 млрд куб. м., экспортированных газовой монополией в дальнее зарубежье. Теперь газовому концерну придется обходиться без Европы. Его экспорт в дальнее зарубежье упал почти в два раза до 100,9 млрд куб. м. по сравнению с

Импорт газа из России, млн куб. м/сут



Импорт российского газа в ЕС по трубопроводам, млн куб. м/сут

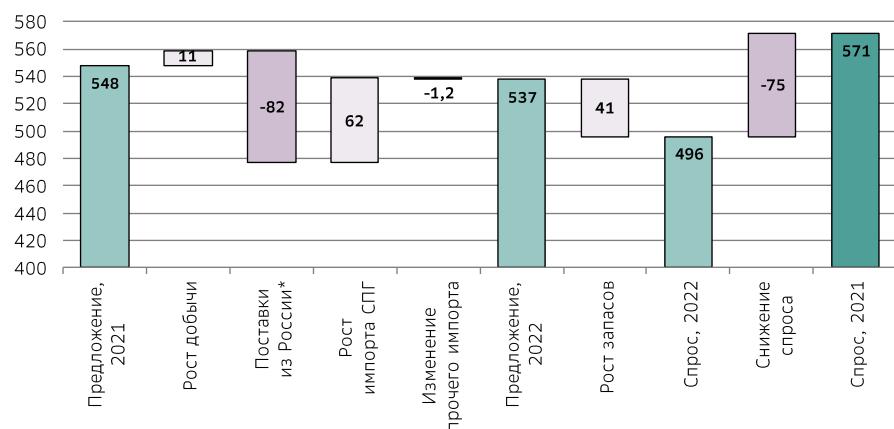


2021 годом. В Европу газ теперь поступает только через Украину и по «Турецкому потоку» и «Голубому потоку», пролегающим по дну Черного моря (часть этих поставок остается в Турции), но объемы падают.

Зима 2022-2023 года оказалась не такой холодной, как обычно: средняя температура была близка к максимальной за последние годы, а новогодняя ночь в Европе стала самой теплой за всю историю. Европейские хранилища газа в феврале 2023 года были заполнены более чем на 50%. После зимы газ в Европе подешевел на 74% – с \$1 550 за тыс. куб. м в конце ноября до \$397 за тыс. куб. м на конец мая, это минимум за последние два года.

Евросоюз начал наращивать закупки сжиженного природного газа, чтобы компенсировать отсутствие поставок российского трубопроводного газа, и по итогам 2022 года стал крупнейшим в мире покупателем СПГ, обойдя Китай, Японию и Южную Корею. Импорт СПГ в ЕС в прошлом году составил 137 млрд куб. м, что сопоставимо с закупками российского газа в 2021 году – 174 млрд куб. м. Однако, по оценкам консалтингового агентства Vygon Consulting, ключевым поставщиком СПГ в Европу все равно осталась Россия, которая обогнала Катар.

Изменение баланса на рынке газа в Европе



Источник: SberCIB Investment Research

Нефть и нефтепродукты

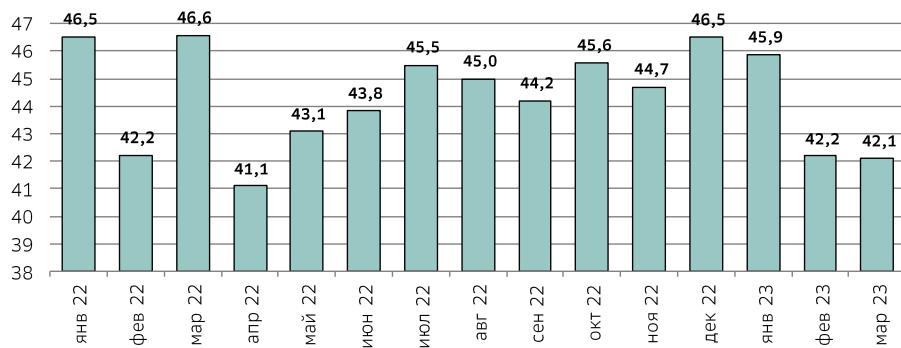
- В начале декабря страны «большой семерки», Евросоюз, Австралия и Норвегия согласовали «потолок цен» на российскую нефть, перевозимую по морю, на уровне \$60 за баррель. Это значит, что западным компаниям запрещается оказывать услуги доставки, фрахта, страхования и маркировки российской нефти, если она продается дороже \$60 за баррель.

С 5 февраля ЕС и страны «большой семерки» ввели ограничение на экспорт нефтепродуктов из России – дорогие нефтепродукты, такие как дизельное топливо, нельзя продавать по цене выше \$100/барр., а дешевые (мазут) – выше \$45/барр. Основным потребителем российских нефтепродуктов была Европа – в 2021 году туда направлялось более 60% экспортных поставок, в основном мазут (60 млн т) и дизтопливо (40 млн т).

Несмотря на введенные ограничения, российские экспортеры нефти и нефтепродуктов сумели перенаправить поставки. В феврале 2023 года они экспорттировали по морю нефть и нефтепродукты в объеме 7,32 млн барр./сут. Как отмечает Bloomberg со ссылкой на данные Kpler, это такой же объем, как в декабре 2022 года, и он всего на 9% ниже исторического максимума января 2022 года.

Добыча. За 2022 год российские нефтяники нарастили добчу нефти на 2%, больше всех она выросла у Сургутнефтегаза (на 7%), Лукойла (на 6%) и Газпром нефти (на 5%).

Добыча нефти в РФ по месяцам, млн т



Источник: SberCIB Investment Research

В марте Россия сократит добчу нефти на 500 тыс. барр./сут. Сначала эта мера ограничивалась одним месяцем, но затем правительство решило продлить ограничение до июня. По оценкам Минэнерго РФ, в текущем году нефтедобыча может снизиться на 3,7% с января по декабрь. По словам вице-премьера Александра Новака, который курирует нефтегазовую отрасль, «это незначительный объем». Если же сравнивать добчу в 2022 году с прогнозом на 2023 год, то эксперты Керт (бывш. KPMG) ожидают более существенного сокращения российской нефтедобычи – на 7-13%. Они отмечают высокую степень неопределенности из-за санкций и считают, что многое будет зависеть от того,

насколько успешно нефтяники переориентируют экспорт нефтепродуктов. А по мнению аналитиков SberCIB Investment Research, в целом в 2023 году добыча будет на 1-2% ниже, чем в 2022.

Что касается нефтепереработки, то, несмотря на санкции, ее объем пока не изменился, – за первую половину марта среднесуточная переработка снизилась лишь на 1% после начала весенних ремонтов на НПЗ. Похоже, что компании успешно перенаправили экспортные потоки нефтепродуктов из Европы в дружественные страны, а маржа переработки оставалась достаточно высокой, чтобы обеспечить приемлемую доходность даже для относительно технологически простых НПЗ.

Чего ждать в долгосрочной перспективе? В ВР ожидают, что добыча нефти в России к 2035 году сократится до 7-9 млн барр/сут. Для сравнения, в 2022 году она составила примерно 10,4 млн барр/сут. По мнению консалтингового агентства «Яков и партнеры» (ранее McKinsey), в долгосрочной перспективе негативным фактором для нефтедобычи в РФ может быть зависимость нефтесервисного сегмента от западных компаний и импортного оборудования. Агентство отмечает, что около 20% нефтесервисных услуг в России обеспечивают иностранные компании. Если ситуация не изменится, к 2030 году российская нефтедобыча может упасть на 20% с текущего уровня. Впрочем, вполне возможно, что этот фактор окажется не таким значимым, поскольку технологические санкции действуют в отношении российских компаний с 2014 года, и многие виды работ они уже научились выполнять самостоятельно.

Куда потекла российская нефть? Российское правительство сразу заявило, что Россия не будет продавать нефть по любой цене ради объемов. Ранее ЕС и страны «большой семерки» (США, Канада, Великобритания, Франция, Германия, Италия и Япония) были крупнейшими потребителями российской нефти и нефтепродуктов – в 2021 году на них приходилось 68-70% российского экспорта. В 2022 году основным покупателем стала Индия – как пишет Bloomberg, в основном российскую нефть приобретали частные НПЗ, а произведенное из нее дизельное топливо частично направлялось в ЕС. Экспорт российской нефти в Индию в прошлом году вырос в 22 раза. За два месяца этого года Россия стала лидером по экспорту нефти в Китай вместо Саудовской Аравии. По словам вице-премьера Александра Новака, в 2023 году более 80% экспорта нефти и около 75% нефтепродуктов из России будет направлено в дружественные страны. Изменилась и логистика. Прокачка по трубопроводу «Дружба» в январе – апреле упала на 64,8% по сравнению с тем же периодом прошлого года – от российской нефти отказались Германия, Польша, снизили закупки Словакия и Венгрия. С конца июня ЕС запретил транспортировку нефти по северной ветке «Дружбы».

Санкции привели к резким изменениям в сфере партнерства с нефтетрейдерами – крупнейшие западные компании Vitol и Trafigura отказались работать с российскими производителями. Однако на смену им пришли малоизвестные компании с регистрацией в Сингапуре, Гонконге и т. д. Эти компании транспортируют нефть на Шри-Ланку, в Индию, Турцию, Китай и Южную Корею. На них пришлось 1,4 млн барр./сут из совокупного экспорта нефти из России, который в 2022 году составил 2,4 млн барр./сут.

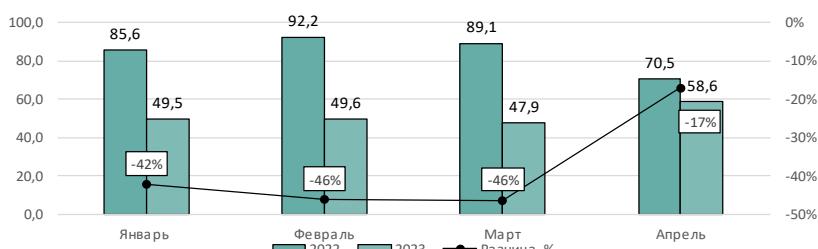
Дисконт к Юралз. Российская нефть марки Юралз подешевела после введения ценового «потолка» – на европейский рынок приходилось около 85% продаж этого сорта. Раньше дисконт к Брент составлял \$1-3 за баррель и был связан с чуть более низким качеством Юралз – эта нефть тяжелее и из нее вырабатывается меньше легких нефтепродуктов, (например, бензина). Сейчас дисконт превышает \$20, если исходить из официальных данных Минфина.

Однако рынок по-прежнему не знает, сколько сейчас стоит российская нефть, и точного ответа на этот вопрос нет. Минфин продолжает публиковать официальную цену Юралз, но она неточно отражает реальный уровень.

Где раньше можно было посмотреть цены на сорт Юралз? Минфин на протяжении многих лет использовал котировки ценового агентства Argus, которые рассчитывались на основе контрактов на поставки нефти в европейские порты – нидерландский Роттердам и сицилийский Аугуста. Именно в этих портах была наибольшая торговая ликвидность. Однако в прошлом году ситуация изменилась: нефть перенаправили в Индию, Китай и Турцию, и в европейских портах ликвидность стала нулевой. Все нефтяные потоки сосредоточились в российских портах – Приморске, Усть-Луге и Новороссийске.

Поскольку налоговый кодекс РФ по-прежнему использует цены на Юралз в Европе, агентство Argus было вынуждено изменить подход к их расчету. Теперь агентство использует цены в российских портах отгрузки и прибавляет к ним затраты на транспортировку нефти (фрахт, страховку и другие сопутствующие расходы) из Приморска в Роттердам и из Новороссийска в Аугусту. Эти расчетные цены и используют сейчас Минфин.

Минфин: средняя цена на нефть в январе–апреле 2022 и 2023 гг.



Источник: Минфин

Однако котировки российской нефти определяются и в других географических точках. По данным Argus, в мае средняя цена Юралз составила на основе поставок в европейские порты (Роттердам/Аугуста) \$53,5 за баррель, на основе отгрузки в российских портах – \$49,9 за баррель, а в Индии – \$63,8.

Помимо сорта Юралз, отгружаемого в западном направлении через балтийские и черноморские порты, а также по трубопроводу «Дружба», есть и другие российские экспортные сорта нефти. Так, например, сред-

ние за май котировки сорта ВСТО, отгружаемого по нефтепроводу Восточная Сибирь – Тихий океан в направлении порта Козьмино и по сухопутному ответвлению Сковородино – Мохэ в Китай, находились на уровне \$65,44/барр. (FOB Козьмино), что соответствует скидке \$8,7/барр. к азиатскому сорту Дубай.

Сейчас правительство обсуждает возможность перехода на независимые российские источники информации о ценах на нефть, которые будут отражать реальный баланс спроса и предложения. В Минэнерго говорят, что этот вопрос может быть решен уже в 2023 году. Идея перехода на отечественный бенчмарк – не новая, она возникла пять лет назад, но сейчас в этом направлении ведется активная работа.

Дисконт стал угрозой для российского бюджета, который на 2023 год сверстан исходя из цены \$70,2 за баррель Юралз. Поэтому Минфин решил ограничить расчетный дисконт, применяемый в целях налогообложения. В мае он не должен превышать \$31/барр., в июне – \$28/барр., в июле – \$25/барр. Недавно Роснефть предложила поменять базовую цену, к которой применяются эти скидки, и использовать азиатский бенчмарк Дубай.

Давление на бюджет. Благодаря высоким ценам на нефть поступления в бюджет от нефтяного сектора в прошлом году выросли более чем на 30% – с 8 трлн руб. до 10,7 трлн руб. с учетом НДД. Оценить негативное влияние нефтяного эмбарго на российский бюджет сейчас сложно, тем более что правительство изменило базу расчета цены Юралз для бюджета. Однако за первые четыре месяца этого года нефтегазовые поступления в бюджет РФ [снизились](#) в два раза по сравнению с тем же периодом 2022 года, и МЭА признало нефтяное эмбарго эффективным. Аналитики SberCIB Investment Research полагают, что нефтегазовые доходы российского бюджета в этом году сократятся, а дефицит бюджета составит 4,5 трлн руб. (2,9% ВВП).

Нефтепереработка под давлением. С 5 февраля вступило в силу эмбарго на российские нефтепродукты. Кроме того, Еврокомиссия [установила «потолок» цен](#) на уровне \$100/барр. для дизельного топлива и \$45/барр. для мазута. В конце марта дизтопливо торговалось по \$107/барр., а мазут – на уровне \$53/барр. Россия экспортирует в основном дизтопливо, мазут и нафту. На долю Европы приходилась существенная доля этих поставок – 42%.

Качество НПЗ у нефтяных компаний разное. Некоторые из них почти завершили программу модернизации заводов – это Лукойл или Татнефть, которой принадлежит Танеко, один из лучших НПЗ в России. В то же время у Роснефти, например, есть много заводов с устаревшим оборудованием. С декабря 2022 года объемы переработки нефти на российских НПЗ остаются стабильными – похоже, что компании успешно перенаправили экспортные потоки нефтепродуктов из Европы в дружественные страны, а маржа переработки оставалась на приемлемом уровне.

Акции нефтегазового сектора

- Прошлый год был очень удачным для нефтегазового сектора, и компании могут показать рекордные прибыли. Однако дать точные прогнозы довольно сложно из-за недостатка информации – полную отчетность по МСФО за 2022 год раскрыли всего две компании (Татнефть и Газпром). Остальные эмитенты публикуют данные в сокращенном виде. Недоступной [стала](#) и общенациональная статистика добычи нефти и газа до апреля 2024 года.
- Самую высокую доходность в нефтегазовом секторе с начала 2022 года демонстрировали акции Газпром нефти: сейчас они торгуются на историческом максимуме с учетом дивидендов, выплаченных с начала прошлого года. Аналитики сохраняют рекомендацию Держать для акций. Самая низкая доходность с начала 2022 года по бумагам Газпрома: с учетом рекордных дивидендов за первую половину 2022 года акционеры потеряли 35% первоначальных вложений.

Полная доходность акций с начала 2022 г.



- В конце мая аналитики SberCIB Investment Research повысили оценки для всех эмитентов нефтегазового сектора, кроме Газпрома, учитывая ослабление рубля. Самый большой потенциал роста у Лукойла – аналитики ждут, что в течение года он покажет хорошую дивидендную доходность благодаря высокому коэффициенту дивидендных выплат (100% от свободного денежного потока), тогда как прочие компании платят 50% от чистой прибыли.

Целевые цены и рекомендации

	Рекомендация		Целевая цена, руб		Потенциал роста
	Прежняя	Текущая	Прежняя	Текущая	
Лукойл	ПОКУПАТЬ	ПОКУПАТЬ	6 400	7 000	37%
Татнефть	ПОКУПАТЬ	ПОКУПАТЬ	495	560	12%
Роснефть	ДЕРЖАТЬ	ПОКУПАТЬ	350	520	9%
Новатэк	ДЕРЖАТЬ	ДЕРЖАТЬ	1 220	1 500	13%
Газпром нефть	ДЕРЖАТЬ	ДЕРЖАТЬ	530	600	14%
Транснефть прив.	ПОКУПАТЬ	ДЕРЖАТЬ	130 000	135 000	-4%
Газпром	ДЕРЖАТЬ	ПРОДАВАТЬ	160	145	-5%

Источник: SberCIB Investment Research

- В этом году результаты нефтегазовых компаний будут куда скромнее, чем в 2022, поскольку аномальное укрепление рубля сменится умеренным ослаблением, а цены на газ вернутся к среднеколичественным уровням. Единственная компания, которая сможет сохранить прибыль

на уровне 2023 года – Роснефть, которая реализует нефть в восточном направлении (через ВСТО), где цены выше, чем цена Юралз.

- Сейчас инвесторов прежде всего интересует дивидендная доходность компаний. По этому параметру лидирует Лукойл – его дивидендная доходность в ближайший год может составить 18%. Неплохой потенциал у акций Татнефти, которая увеличила инвестиции и может как нарастить производство, так и повысить дивиденды. Также интересны бумаги Роснефти, которая в этом году сможет сохранить высокую прибыль благодаря продаже нефти по восточному маршруту по более высоким ценам.

Ожидаемые дивиденды

	Финальные за 2022 г руб дох-ть	Промежуточные в 2023 г руб дох-ть	Всего за след 12 мес руб дох-ть	
Лукойл	438	8%	508	10%
Роснефть	18	4%	27	6%
Транснефть прив.	11 567	9%	0,00	0%
Газпром нефть	12	2%	30	6%
Татнефть	28	6%	24	6%
НОВАТЭК	61	5%	43	3%
			946	18%
			45	11%
			11 567	9%
			42	8%
			52	12%
			104	8%

Источник: SberCIB Investment Research

- Без учета дивидендов за последние пять лет в нефтегазовом секторе значительно всего подорожали акции Газпром нефти (на 59%), а подешевели больше всего акции Татнефти (на 33%). Индекс МосБиржи за этот период снизился на 19%. С начала 2023 года существенное всего выросли в цене акции Транснефти – вероятно, после слов одного из топ-менеджеров, что компания планирует выплатить дивиденды за 2022 год. Заседание совета директоров Транснефти, скорее всего, пройдет в июне. Нефтяные перевозки – одна из самых стабильных сфер в нефтегазовом секторе, так как тарифы ежегодно индексируются на инфляцию.

Динамика акций нефтегазовых компаний за последние пять лет

	Газпром нефть	НОВАТЭК	Лукойл	Газпром	Транснефть	Татнефть	МосБиржа
Динамика акций за 5 лет	59%	54%	35%	12%	-23%	-33%	19%
Динамика акций с начала года	15%	23%	27%	3,0%	59%	42%	27%

Примечание. Данные на 30.05.2023

Источник: МосБиржа

Газпром

В прошлом году благодаря высоким ценам на газ Газпром заработал рекордную прибыль: по оценкам SberCIB Investment Research, 2,2 трлн руб., что превысило суммарный показатель за два предыдущих года.

В конце мая 2023 года аналитики SberCIB Investment Research снизили оценку акций компании до Покупать с прогнозом цены 145 руб. за акцию, что предполагает снижение на 10% относительно текущей цены. Оценка была пересмотрена после публикации отчетности за 2022 год и отмены финальных дивидендов, а также дивидендов по итогам прошлого года.

Сокращение экспорта почти до нуля отразилось на показателях компании. Чистая прибыль за 2022 год упала на 41% до 1,22 трлн руб., а EBITDA уменьшилась на 2% до 3,6 трлн руб. Аналитики ожидают, что дивидендная доходность компании в ближайшие три года снизится на 6-7%.

Неожиданные списания. Газпром неожиданно списал дебиторскую задолженность на 420 млрд руб., из-за чего упала чистая прибыль, на основе которой рассчитываются дивиденды. Это сильно усложняет прогнозирование показателей газового монополиста. На конец 2022 года у Газпрома оставалось 3 трлн руб. дебиторской задолженности (26% чистой выручки). В настоящее время невозможно оценить, какая доля этой дебиторской задолженности может быть в будущем признана проблемной.

Прокачка газа снизилась – расходы сохранились. У Газпрома есть постоянные контракты по принципу «качай или плати», из-за которых он вынужден платить по контрактам за прокачку газа, несмотря на снижение объемов. Например, это контракты за прокачку по «Северным потокам». Таким образом, несмотря на падение экспорта в два раза, расходы на транзит топлива в 2022 году снизились всего на 13% г/г. Аналитики считают, что в 2023 и в 2024 годах эти расходы должны быть оптимизированы, но в первую очередь благодаря пересмотру договоренностей с Украиной. Какова судьба контрактов по «Северным потокам», сказать сложно.

НДПИ. В середине прошлого года правительство решило поднять НДПИ для Газпрома на 416 млрд руб. до конца года. В итоге бюджет пополнился на 1,25 трлн руб. С начала 2023 года Минфин увеличил налоговую нагрузку на компанию в период до 2025 года еще на 50 млрд руб. в месяц. Таким образом, Газпром должен заплатить в общей сложности 1,8 трлн руб. за три года. Однако для компании может оказаться непосильной выплата такой суммы одновременно со строительством трубопровода «Сила Сибири – 2».

Уничтожение инфраструктуры. Главный канал поставок газа в Европу – газопровод «Северный поток» (доля Газпрома в проекте – 51%) – после подрыва больше не функционирует и, судя по всему, не будет восстановлен. Также прекратилась прокачка газа по трубопроводу «Ямал – Европа» и сократились поставки газа через Украину. В 2022 году экспорт газа Газпрома в Европу составил 85 млрд куб. м против 174 млрд куб. м в 2021, а в 2023 году аналитики SberCIB Investment Research ожидают снижения до 50 млрд куб. м.

Газпром

GAZP

Оценка	Продавать
Целевая цена	145 руб./акция
Потенциал роста	-5%
Дивидендная	–
доходность 2023	–
P/E 2023	8,4

Источник: SberCIB Investment Research

Динамика акций



Источник: Московская биржа

Акционеры



Источник: компания

Газ будет дешеветь. Теплая зима в Европе привела к снижению потребления газа и падению цен с декабряских \$1 500/тыс. куб. м до \$300/тыс. куб. в [конце мая](#). Аналитики SberCIB Investment Research понизили прогноз цен на газ в Европе и Турции на 2023 год на 34%, на 2024 год – на 33%, а на 2025 – на 18%. Это будет негативным фактором для EBITDA Газпрома.

Альтернативные направления. Значимый объем экспорта Газпрома сейчас приходится на Турцию, но на этом направлении тоже есть проблемы. Из-за ослабления лиры Турция лоббирует снижение цен по контрактам с Газпромом в обмен на увеличение поставок. При этом СПГ и азербайджанский газ стали недоступны для Турции.

Среди положительных моментов – стабильный рост поставок газа в Китай, согласно изначальному договору. Поставки по газопроводу «Сила Сибири» в 2022 году [достиgли](#) рекордного уровня – 15,5 млрд куб. м, что на 50% больше, чем годом ранее. В январе Россия [вышла](#) на первое место по объему поставок газа в Китай, который планирует [увеличить](#) закупки газа с 15 млрд куб. м в 2022 году до 22 млрд куб. в 2023, а к 2027 году – до 38 млрд куб. м в год. Однако это намного меньше 140 млрд куб. м, которые были поставлены в ЕС в 2021 году.

Наращивать поставки газа из России [планировал](#) Казахстан – в стране растет потребление газа, а собственных ресурсов недостаточно. Для этого может быть построен трубопровод из Омска или Барнаула, однако стоимость газа для Казахстана не будет высокой: возможны как прямые субсидии, так и цена с учетом платы за прокачку российского газа в Узбекистан и Китай.

Роснефть

В конце мая аналитики SberCIB Investment Research дали оценку Покупать акции Роснефти. Это единственная нефтяная компания, у которой в этом году прибыль может оказаться больше, чем в следующем, если не будет никаких обесценений и списаний. Финансовые результаты Роснефти за первый квартал 2023 года, опубликованные в виде пресс-релиза, были сильными: чистая прибыль компании выросла на 45% по сравнению с четвертым кварталом 2022 года, а EBITDA – на 25%. По итогам года дивидендная доходность может составить 12% (52 руб. на акцию).

Дивидендная доходность за прошлый год была невысокой: 8,6%. По итогам 2022 года компания выплатила в общей сложности 38,3 руб. на акцию (20,39 руб. за 9 месяцев и 19,7 руб. – финальные дивиденды). Однако чистая прибыль Роснефти была занижена из-за списания ее долей в трех НПЗ в Германии. В результате показатель составил 813 млрд руб. против 883 млрд руб. в 2021 году. Власти Германии объяснили национализацию предприятий угрозой энергетической безопасности – для одного из НПЗ нефть поставлялась по трубопроводу «Дружба».

С начала года акции Роснефти выросли на 31%, а индекс МосБиржи – на 24%. В прошлом году бизнес Роснефти оказался довольно устойчивым, особенно в четвертом квартале, и за год EBITDA компании выросла на 9%. Бумаги Роснефти не пользуются большим спросом у розничных инвесторов – они заняли восьмую строчку в «народном портфеле» по итогам марта.

Акционер – государство. Крупнейший пакет Роснефти находится в собственности государства: 40,4% принадлежит госструктуре «Роснефтегаз». Еще 19,75% владеет британская BP, которая объявила, что выйдет из капитала компании, но пока этого так и не сделала. Катарскому фонду QH Oil Investments принадлежит 18,46% акций, а еще 10% – структурам Роснефти. Доля акций в свободном обращении – 11%. В отличие от частных нефтегазовых компаний, вокруг Роснефти не цirkулируют слухи о возможной продаже крупных пакетов акций, а присутствие государства в структуре собственности делает обязательной выплату не менее 50% прибыли в виде дивидендов.

Большая доля экспорта по ВСТО. Около четверти добываемой нефти, или половину своего экспорта, Роснефть реализует по трубопроводу «Восточная Сибирь – Тихий океан» (ВСТО), который идет в Китай. По трубопроводу направляется марка ВСТО – смесь видов нефти, добываемой в Восточной Сибири. У нее нет такого диконта к Брент, как у Юралз. На начало января цена Брент составляла \$81/барр., в то время как ВСТО – \$73, а Юралз – \$59. В декабре прошлого года ВСТО, по данным трейдеров, продавалась на 32% дороже ценового «потолка».

Переориентация экспорта. За январь – сентябрь Роснефть сумела перенаправить экспортные поставки с европейских рынков в Азию. Глава компании Игорь Сечин сообщил, что за девять месяцев 2022 года экспорт нефти в страны дальнего зарубежья вырос на 4,8% относительно уровня

Роснефть

ROSN

Оценка	Покупать
Целевая цена	520 руб./акция
Потенциал роста	9%
Дивидендная доходность 2023	12%
P/E 2023	3,5

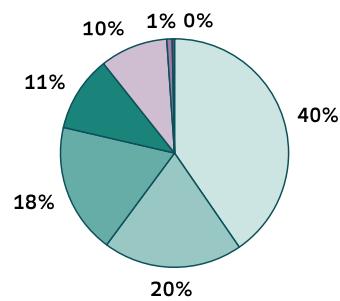
Источник: SberCIB Investment Research

Динамика акций



Источник: Московская биржа

Акционеры



- Роснефтегаз
- BP
- QH Oil Investments
- Free-float
- РН-НефтьКапиталИнвест
- РН-Капитал
- Миноритарии

Источник: компания

годичной давности до 77,6 млн т, из которых 52,4 млн т пришлось на Азию – экспорт по этому направлению увеличился почти на треть.

Риски

Модернизация НПЗ. Более десяти лет назад, в 2011 году, на фоне дефицита нефтепродуктов в России была запущена программа модернизации НПЗ сроком до 2015 года. Цель – увеличение доли светлых нефтепродуктов с 62% до 72% в 2030–2035 годах. Однако в 2015 году компании попросили отложить программу модернизации на пять лет, поскольку цены на нефть упали, а в отрасли начал действовать налоговый маневр. Крупные нефтегазовые компании – Лукойл, Газпром нефть, Газпром и Сургутнефтегаз – почти [выполнили](#) план модернизации к 2018 году, тогда как у Роснефти планы [сдвинулись](#) на 2027 год. Это не удивительно, поскольку у Роснефти самая масштабная программа модернизации стоимостью 1,5 трлн руб. – 13 крупных НПЗ (против четырех у Лукойла и двух у Газпром нефти). Аналитики SberCIB Investment Research не исключают консервации некоторых НПЗ. Однако для бизнеса Роснефти это не столь значимо – на переработку и сбыт приходится лишь 8% операционной прибыли компании.

Восток Ойл. «Ноев ковчег мировой экономики» [стоимостью](#) 10 трлн руб., или около 7% ВВП России, – так проект по освоению месторождений на Таймыре с запасами 2,2 млрд т нефти назвал глава компании Игорь Сечин. Это одна десятая всех [запасов](#) нефти в России на 2021 год. Кластер появился в результате обмена активами между Роснефтью и Независимой нефтегазовой компанией (ННК) Эдуарда Худайнатова в 2020 году. ННК эта сделка нужна была для того, чтобы расплатиться с долгами, а Роснефти – для консолидации месторождений проекта «Восток Ойл». Ключевой актив, отошедший Роснефти, – Пайяхское месторождение, запасы которого составляют 1,2 млрд т нефти. Это одно из крупнейших в мире месторождений. Роснефть заплатила за актив \$9,6 млрд. В целом сумма, выплаченная за такой объем запасов, была в два раза меньше, чем его средняя рыночная стоимость.

Если проект будет полностью реализован, то доля Роснефти в совокупном объеме нефтедобычи в России составит 20%, а в мире – 2%. Проект долгосрочный – компания намерена достичь уровня добычи более 2 млн барр./сут к 2030 году, а отдельные планы охватывают период до 2042 года. Однако само по себе наличие такого проекта делает Роснефть одной из самых перспективных компаний нефтегазового сектора в ближайшие десятилетия. Правда, основной вопрос в том, насколько реально будет воплотить все планы, описанные в презентации от 2020 года. Особое значение для реализации проекта «Восток Ойл» имело вхождение в его капитал (10%) давнего партнера Роснефти – международного нефтетрейдера Trafigura в конце 2020 года, которому его доля обошлась в 7 млрд евро, а позже – другого нефтетрейдера Vitol (5%).

Присутствие таких участников сулило огромные инвестиции и сыграло значительную роль в пересмотре стоимости компании – зарубежные инвестбанки начали называть Роснефть своим фаворитом, например,



J.P. Morgan оценил проект «Восток Ойл» в \$127 млрд. Однако геополитический конфликт, возникший в начале 2022 года, многое изменил. Зарубежные нефтетрейдеры вышли из капитала Восток Ойл, что снижает потенциальные инвестиции и ограничивает использование западных технологий. В 2022 году инвестиции в проект составили 350 млрд руб.

В проект входит уже работающее Ванкорское месторождение, где объемы добычи сейчас составляют 30 млн т. В настоящее время Роснефть строит порт в Карском море, через который должна будет экспортirоваться эта нефть. Также ведется строительство нефтепровода, который соединит месторождение и порт. Для транспортировки по Северному морскому пути (СМП) на европейские и азиатские рынки необходимы танкеры ледового класса Arc7. Однако из-за технологических санкций ЕС их строительство сейчас невозможно. Отечественных аналогов оборудования пока нет, поэтому запуск первого танкера откладывается минимум на год. К 2030 году Восток Ойл для бесперебойного функционирования нуждается в 30 танкерах.



Лукойл

У Лукойла самый высокий потенциал роста в течение года среди российских нефтегазовых компаний – 37%, что обусловлено низкой оценкой его акций.

Почему акции Лукойла оценены так дешево? Во-первых, у частных компаний риск отмены дивидендных выплат всегда выше, чем у государственных, которые обязаны распределять в виде дивидендов как минимум 50% чистой прибыли. Хотя ситуация с Газпромом в этом году показала, что правило может не выполняться в полной мере. Во-вторых, в прошлом году бумаги Лукойла просели в цене сильнее, чем у других российских компаний сектора: котировки снизились не только в кризисном марте вместе со всем рынком, но также упали на 30% с апреля по начало августа.

Лукойл – единственная компания нефтегазового сектора, которая платит дивиденды исходя из свободного денежного потока, выплаты производятся два раза в год и составляют 100% от показателя. Из-за этого их сложнее прогнозировать. Компания, пусть и не сразу, но все же выплатила финальные дивиденды за 2021 год и первую половину 2022 года. С дивидендами за 2022 год задержек не было – в мае акционеры утвердили выплаты в размере 438 руб. на акцию, или 694 руб. с учетом промежуточных выплат. Это меньше, чем в 2021 году, когда акционеры получили 877 руб. на акцию. Скромный объем дивидендов в этом году объясняется активностью компании в сфере M&A в прошлом году – на эти цели ушло \$3,8 млрд, что уменьшило свободный денежный поток. С другой стороны, такие сделки способствуют росту бизнеса Лукойла в среднесрочной перспективе. В отсутствие новых сделок по покупке активов Лукойл может выплатить 900 руб. на акцию в 2023 году.

Качественные нефтеперерабатывающие мощности в России. Преимущество Лукойла в том, что он почти завершил модернизацию своих нефтеперерабатывающих заводов и они в хорошем состоянии. Благодаря развитой сети АЗС 12% нефтепродуктов компания реализует в России.

Благоприятный сценарий с зарубежными НПЗ. Ситуация с зарубежными нефтеперерабатывающими мощностями Лукойла оказалась достаточно благоприятной, в отличие от Роснефти, германский бизнес которой был национализирован. Нефтеперерабатывающий бизнес Лукойла охватывает три страны: Болгарию, Румынию и Италию, где компания играла значимую роль. По оценкам аналитиков SberCIB Investment Research, в 2021 году это направление обеспечивало около 8% EBITDA Лукойла. Сицилийский нефтеперерабатывающий завод ISAB – самый крупный из зарубежных бизнесов, который компании удалось продать (пусть с дисконтом) – за 1,5 млрд евро против \$3,4 млрд, за которые он был когда-то приобретен. Болгарский бизнес по решению местных властей [продолжит](#) работать до 2024 года. На НПЗ Румынии также [продолжает](#) поставляться нефть, добываемая Лукойлом.

Лукойл

ЛКОН

Оценка	Покупать
Целевая цена	7 000 руб./акция
Потенциал роста	37%
Дивидендная доходность 2023	18,7%
P/E 2023	4,1

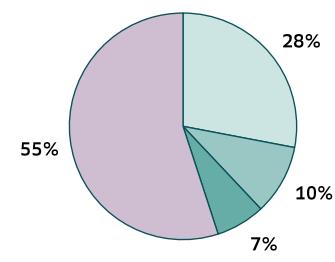
Источник: SberCIB Investment Research

Динамика акций



Источник: Московская биржа

Акционеры



■ Лукойл ■ Вагит Алексперов
■ Леонид Федун ■ Менеджмент
■ Free-float

Источник: компания

Сделки M&A. Прошедший год оказался удачным для Лукойла с точки зрения слияний и поглощений (M&A). Если ранее компания делала акцент на зарубежные проекты, то в прошлом году она приобрела долю в совместном с Газпром нефтью предприятии «Меретояхнефтегаз». Совокупный потенциал добычи Меретояхинского месторождения в прошлом году Газпром оценивал в 9,1 млн т нефти и 21 млрд куб. м газа в год – почти 2% от текущей добычи нефти и 4% – от текущей добычи газа. После приобретения АЗС у покинувшей Россию Shell розничная сеть Лукойла увеличилась до 3 100 станций. Это позволит компании увеличить поставки нефтепродуктов на внутренний рынок, что, в свою очередь, снижает риски, связанные с эмбарго и «потолком» цен на нефтепродукты в ЕС. Третья сделка – расширение энергетического бизнеса за счет покупки 27% в ЭЛ5-Энерго (бывшая Энел Россия), с последующим увеличением этой доли до 56%. Лукойл и ранее присутствовал на рынке электроэнергетики. Еще в конце 2000-х годов компания приобрела ТГК-8, расположенную на юге России. Для самого Лукойла бизнес незначителен, а рыночная доля ТГК-8 составляет около 3%. Сделка по приобретению ЭЛ5-Энерго позволяет рассчитывать на эффект синергии: Лукойл может поставлять добываемый им газ на электростанции ТГК-8. Кроме того, это может стать хорошей портфельной инвестицией – компания стоит дешево (ее акции на бирже торгуются по 0,54 руб. против 1,5 руб. пять лет назад), при этом предыдущие акционеры инвестировали значительные средства в ее развитие.



Транснефть

Транснефть – государственный оператор и монополист на рынке нефтепроводов. Оценка – Покупать, потенциал роста – 8%. Прокачка нефти – стабильный и предсказуемый бизнес, с учетом того, что тарифы Транснефти индексируются на инфляцию минус 0,1%. С начала 2023 года произошла традиционная [индексация](#) – на 6%. При этом компания достаточно закрытая, правительство разрешило Транснефти не публиковать отчетность до 2024 года.

На бирже можно приобрести лишь привилегированные акции Транснефти, их доля в свободном обращении составляет 21%. Бумаги Транснефти самый дорогие на Московской бирже (около 124 тыс. руб./акция), поэтому для большинства розничных инвесторов они не очень доступны – акции не входят в топ-10 бумаг так называемого народного портфеля. У этого есть свои плюсы: капитализация Транснефти не подвержена резким колебаниям из-за хаотичных действий розничных инвесторов, которые стали ключевым фактором для фондового рынка после кризиса 2022 года.

С начала года котировки Транснефти выросли на 40%, существенно опередив индекс МосБиржи. Дивидендная доходность по акциям Транснефти снизилась до 9%, поэтому оценка бумаг снижена с Покупать на Держать.

Транснефть – самая крупная трубопроводная компания не только России, но и всего мира. По ее магистралям поставляется более 80% российской нефти. Самые известные трубопроводы – «Дружба» и «Восточная Сибирь – Тихий океан» (ВСТО). «Дружба» соединяет Татарстан с десятью странами Восточной Европы, заключительные участки этого трубопровода – северная ветка в Германии и южная в Чехии. По ВСТО нефть из Восточной Сибири поставляется в Китай. Трубопроводы Транснефти в хорошем состоянии: масштабные программы модернизации были завершены, а для поддержания текущего состояния не требуется серьезных капитальных вложений.

Как монетизируется работа трубопровода? Плату за транспортировку нефти перечисляет либо производитель нефти, либо потребитель. На зарубежных участках трубопроводов страны-транзитеры периодически повышают тарифы. Например, Украина в 2023 году подняла плату за прокачку нефти на 18,3%. Эти индексации также перекладываются на конечного потребителя.

Прокачка по «Дружбе» снижается, а прибыль растет. В прошлом году доля экспорта через трубопровод «Дружба» составила 16% от всего экспорта нефти из России (почти 40 млн т). Усиление антироссийских санкций и введение «потолка» цен на нефть из РФ привели к существенным изменениям в объемах прокачки российской нефти по трубопроводу «Дружба». Что касается северной ветки нефтепроводной системы, то Германия отказалась от поставок из России, заменив их казахстанской нефтью, а прокачка в Польшу сократилась

Транснефть

TRNFP

Оценка	Держать
Целевая цена	135 000 руб./акция
Потенциал роста	-4%
Дивидендная доходность 2023	9,2%
P/E 2023	4,3

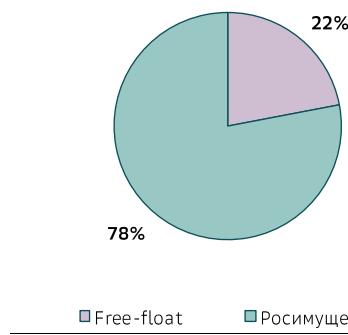
Источник: SberCIB Investment Research

Динамика акций



Источник: Московская биржа

Акционеры



Источник: компания

вдвое. Страны, куда нефть поступает по Южной ветке – Венгрия, Чехия и Словакия – выступили за сохранение поставок, увеличив прокачку. Однако в 2023 году вряд ли удастся суммарно увеличить поставки нефти по трубопроводу «Дружба», скорее, они даже снижаются.

Парадокс в том, что прибыль Транснефти от снижения объемов прокачанной нефти по «Дружбе» не пострадает, а наоборот, может вырасти. Причина в том, что компании больше нефти отправляют не на НПЗ, а на экспорт, из-за чего расстояние прокачки увеличится.

Перспективы дивидендов. У Транснефти нет проектов развития, а долг снизился почти до нуля и с 2023 года может стать отрицательным. Компания может направлять на дивиденды больше 50% чистой прибыли, и, по нашим оценкам, они выплатили за 2022 год более 65%.



Татнефть

У акций Татнефти самый большой потенциал роста после Лукойла. У компании нет основного контролирующего акционера: Республике Татарстан принадлежит 34% акций Татнефти, а также «золотая акция», которая дает право вето по ключевым вопросам управления компанией. В 2021 году добыча Татнефть составила 27,8 млн т – это 5,3% от общероссийских объемов и в девять раз меньше, чем у Роснефти.

Нефтедобывающие активы компании расположены не только в пределах Татарстана, но и в Ненецком автономном округе, Ульяновской и Самарской областях, а также в других регионах. На экспорт в 2021 году ушло 55% добываемой нефти и 42% нефтепродуктов. Сеть АЗС Татнефти насчитывает 750 заправок – это 3% российского розничного рынка. Розница – один из основных каналов реализации нефтепродуктов компании, через него в 2021 году было продано 5,7 млн т нефтепродуктов из 9,3 млн т.

Основной актив компании – НПЗ «Танеко». Это нефтеперерабатывающий завод, построенный в Татарстане в 2000-х годах – первый в стране НПЗ, где можно перерабатывать высокосернистую нефть. В прошлом году его загрузка выросла, а выход светлых нефтепродуктов увеличился на 7 п. п. до 85%. Объем переработки на заводе продолжает расти – в феврале он был на 13% больше, чем за этот же месяц прошлого года.

Добыча Татнефти в прошлом году выросла на 4,7% после увеличения на 7% в 2021. По прогнозам аналитиков, в этом году добыча повысится на 2–3% благодаря переводу части истощенных месторождений на особый налоговый режим – будет применяться налог на дополнительный доход от добычи полезных ископаемых (НДД), который снижает НДПИ и позволяет больше инвестировать в рост добычи.

Факторы роста

Прошлый год стал лучшим для Татнефти. Татнефть – одна из немногих компаний, которые обнародовали отчетность за 2022 год по международным стандартам. Прошлый год оказался лучшим за всю историю Татнефти. EBITDA выросла на 60% до 473 млрд руб., а чистая прибыль – на 44% до 285 млрд руб. Особенно впечатляют результаты в сегменте переработки: его вклад в EBITDA по итогам года почти утроился. Современный НПЗ «Танеко» позволил Татнефти хорошо заработать благодаря высоким крек-спредам на дизельное топливо и бензин в 2022 году.

Экспорт по «Дружбе». В прошлом году почти все экспортные объемы поставлялись в Европу по трубопроводу «Дружба». Цена реализации по таким поставкам привязана к цене Юралз в Европе, поэтому на показатели Татнефти влияет увеличение дисконта. В этом году ситуация с ценой реализации может улучшиться по двум причинам. Во-первых, снизится дисконт к Юралз, благодаря чему Татнефть выигрывает больше других компаний, а во-вторых, она может перенаправить потоки, которые сейчас не идут по «Дружбе» в Германию и Польшу, в порты, где есть возможность минимизировать расходы.

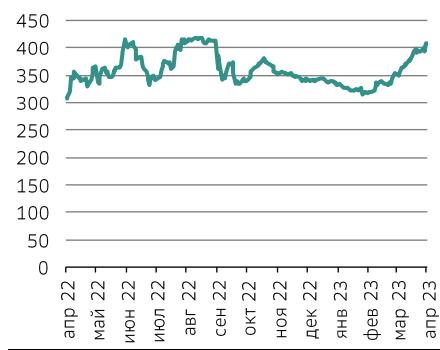
Татнефть

TATN

Оценка	Покупать
Целевая цена	560 руб./акция
Потенциал роста	12%
Дивидендная доходность 2023	14,2%
P/E 2023	4,5

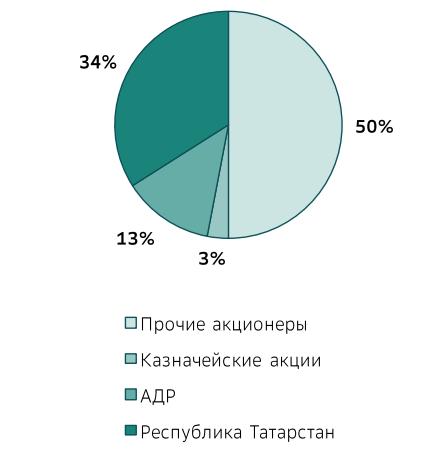
Источник: SberCIB Investment Research

Динамика акций



Источник: Московская биржа

Акционеры



Источник: компания

Дивиденды. Последние несколько лет Татнефть распределяла в виде дивидендов 50% чистой прибыли по МСФО. Финальные дивиденды компании составили 27,7 руб. на акцию. Это на 30% выше, чем ожидали аналитики SberCIB Investment Research. Дивидендная доходность составила почти 7%. Решение совета директоров Татнефти подтверждает, что у компании есть достаточный свободный денежный поток, чтобы выплатить в виде дивидендов более половины чистой прибыли. С учетом промежуточных дивидендов (39,57 руб. на акцию) Татнефть распределит среди акционеров 96% свободного денежного потока от небанковского бизнеса за 2022 год. В целом способность компании выплачивать дивиденды зависит от интенсивности инвестиционной программы, которая в среднесрочной перспективе может снизиться. Рост дивидендных выплат может положительно повлиять на котировки.

Риски

Покупка шинного завода. В начале марта 2023 года Татнефть закрыла сделку по покупке российского шинного бизнеса Nokian Tyres за 285 млн евро у финского акционера. Это довольно крупный завод – в 2021 году его доля на российском рынке составляла почти 17%. Производственная мощность завода – 17 млн шин в год, при этом в России ежегодно производится в общей сложности 30–40 млн шин. Ранее компания поставляла шины в страны Центральной Европы. Оценить эффективность этой сделки сложно – неясно, получится ли у Татнефти использовать приобретенный завод на полную мощность и эффективно перестроить цепочки поставок.

Газпром нефть

Весь акционерный капитал Газпром нефти, кроме акций в свободном обращении, принадлежит Газпрому. Доля акций в свободном обращении низкая – лишь 4,3%, из-за чего бумаги компании могут быть подвержены волатильности. Газпром нефть ведет добычу в России, Ираке и Сербии, основные перерабатывающие мощности находятся в России и Сербии. На НПЗ NIS в Сербии продолжает поставляться российская нефть, поскольку страна добилась освобождения от санкций. Однако президент Сербии не исключает национализации этого актива. Из всего объема реализации нефти в 2020 году на Россию у Газпром нефти пришлось 18%, а на зарубежье – 82%.

Рекордная прибыль. На российском рынке Газпром нефть занимает четвертое место по добыче – по итогам 2022 года на компанию пришлось 11% добываемой нефти (60 млн т из 535 млн т) и 7,5% газодобычи (50,5 млрд куб. м из 673 куб. м). Газпром нефть планирует сохранить в этом году добычу и нефтепереработку на рекордных уровнях 2022 года. Компания добывает арктическую нефть – на нее приходится 30% всей ее нефтедобычи. Эта нефть направляется в основном в Китай и Индию по более высоким ценам, чем сорт Юралз, на который установлен ценовой предел \$60 за баррель. В 2021 году прибыль Газпром нефти была рекордной – 503 млрд руб. Компания не стала публиковать отчетность за 2022 год, но по размеру дивидендов можно предположить, что чистая прибыль достигла очередного рекорда – 775 млрд руб. Произошло это в первую очередь благодаря высокой маржинальности нефтепереработки – на российских НПЗ компания она составила \$30/барр., что чуть выше среднего уровня по рынку.

Дивиденды. Газпром нефть регулярно платит дивиденды и последние три года направляла на выплату 50% чистой прибыли по МСФО. За четвертый квартал 2022 года дивиденды составили 12,16 руб. на акцию.

У Газпром нефти современные НПЗ – Московский и Омский, которые совместно производят 32,5 млн т нефтепродуктов в год. Также компания владеет 50% акций Ярославского НПЗ (еще 50% принадлежит Роснефти). Московский и Омский НПЗ сейчас в процессе модернизации. Эти предприятия имеют высокий коэффициент загрузки мощностей, ориентированы на внутренний рынок, отличаются хорошими показателями выхода светлых нефтепродуктов и меньше зависят от поставок на экспортные рынки.

Среди российских компаний сектора у Газпром нефти самая высокая доля собственной переработки нефти относительно добычи: почти 70% в 2022 году. В этом есть и минус – НПЗ получают субсидии при переработке нефти в бензин для продажи внутри России – топливный демпфер, который компенсирует разницу с зарубежными ценами. Однако в этом году правительство из-за дефицита бюджета предлагает снизить эти субсидии в два раза. Газпром нефть может оказаться более чувствительной к таким изменениям, чем другие российские нефтедобывающие компании. Однако менеджмент компании утверждает, что в 2023 году

Газпром нефть

SIBN

Оценка	600 руб./акция	Держать
Целевая цена	600 руб./акция	
Потенциал роста	14%	
Дивидендная доходность 2023	7,8%	
P/E 2023	4,6	

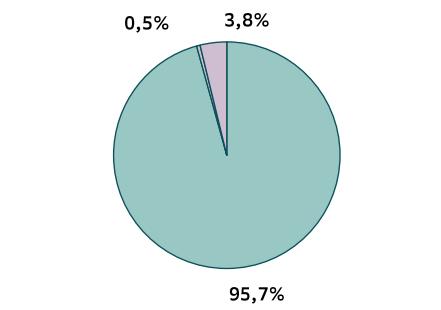
Источник: SberCIB Investment Research

Динамика акций



Источник: Московская биржа

Акционеры

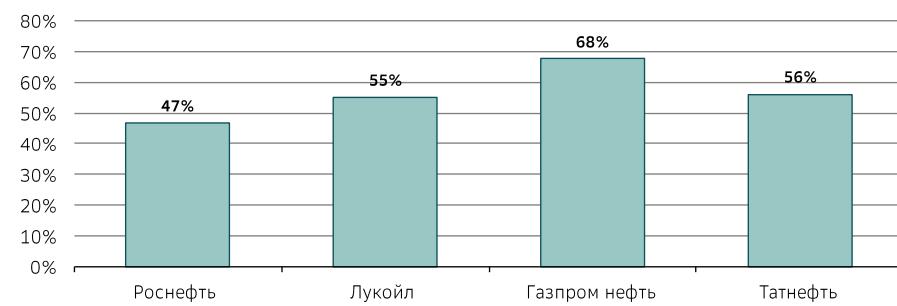


■ Газпром ■ Казначейские акции ■ Free-float

Источник: компания

объемы нефтепереработки должны остаться на рекордном уровне прошлого года.

Доля нефтепереработки от добычи в 2022



Источники: компания, SberCIB Investment Research

Перспективы на 2023 год. В этом году может продолжиться рост добычи Газпром нефти, несмотря на запрет покупать российскую нефть дороже \$60 за баррель. Судя по всему, в 2022 году компания продолжила инвестиции в развитие новых месторождений. При этом действующие месторождения Газпром нефти имеют значительной потенциал наращивания добычи. Однако нельзя исключать снижения маржинальности НПЗ из-за сокращения демпфера Минфином.

НОВАТЭК

НОВАТЭК – крупнейший производитель сжиженного природного газа в России. С начала года котировки его акций выросли на 21%. По итогам 2022 года компания обеспечила 12% совокупной добычи газа в стране. Ключевые проекты НОВАТЭКа – Ямал СПГ и Арктик СПГ – 2, в которых ему принадлежит соответственно 50% и 60%. Ямал СПГ уже введен в эксплуатацию, в 2022 году он произвел 21 млн т СПГ. Запуск первой очереди «Арктик СПГ 2» запланирован в 2023 году.

Компания больше других выиграла от высоких цен на газ в Европе в прошлом году, и по итогам 2022 года должна показать рекордную прибыль, что хорошо для акционеров – они могут получить рекордные дивиденды – 89 руб. на акцию (доходность – около 10%). Однако итоги 2023 года могут оказаться скромнее из-за падения цен на СПГ. Помимо снижения цен на СПГ, росту прибыли компании также могут мешать низкие цены на нефть (второй по значимости экспортный продукт компании) на европейском и мировом рынках.

Покупка доли Shell. После того, как Shell заявила о выходе из всех российских проектов, НОВАТЭК сообщил, что готов приобрести ее долю в «Сахалин-2» – 27,5%. В апреле этого года правительство разрешило компании приобрести проект за 95 млрд руб. Сделка может повысить справедливую стоимость НОВАТЭКа на \$4,0-4,5 млрд, или 9% от текущей рыночной стоимости. В прошлом году этот проект произвел 11,5 млн т СПГ – это 35% от совокупного производства СПГ в России.

Танкеры. Сжиженный газ с проекта «Арктик СПГ – 2» планировалось перевозить танкерами, которые строят российская судоверфь «Звезда». НОВАТЭК планировал сформировать флот из 21 танкера: из них 15 должна была построить «Звезда», а шесть – южнокорейская Daewoo Shipbuilding & Marine Engineering. Ожидалось, что «Звезда» спустит на воду первый танкер в марте 2023 года. Однако из-за западных санкций сроки строительства сдвигаются до конца этого года. НОВАТЭК сообщает, что первая очередь этого проекта готова на 95%, ее запуск может стать дополнительным катализатором для роста котировок. Кроме того, в море можно перегружать СПГ с одного танкера (Arc7) на обычный и таким образом не будет необходимости строить много танкеров ледового класса.

Отказ Европы от российского СПГ. Еврокомиссия предлагает не продлевать контракты на покупку российского СПГ, чтобы освободить рынок для «надежных» поставщиков. Для НОВАТЭКа этот риск незначителен, так как единственный контракт компании в Европе – соглашение с испанской Naturgy на поставку СПГ объемом 2,5 млн тонн в год до 2038 года. СПГ можно перенаправить на другие рынки, но это будет дороже.

Реализация нового СПГ-проекта. В 2023 году НОВАТЭК должен принять инвестиционное решение по новому проекту – «Обский СПГ». Ожидается, что его мощность составит 6 млн т (две линии по 3 млн т), – это 18% от всего СПГ, произведенного в России по итогам 2022 года. Стоимость завода может составить \$10-15 млрд.

Новатэк

NVTK

Оценка	Держать
Целевая цена	1 500 руб./акция
Потенциал роста	13%
Дивидендная доходность 2023	8,2%
P/E 2023	7,7

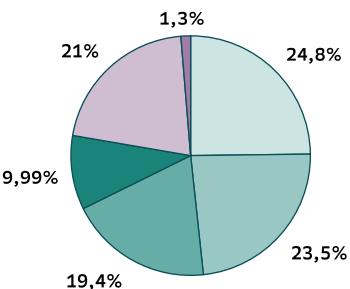
Источник: xxx

Динамика акций



Источник: Московская биржа

Акционеры



Источник: компания

Планы на четвертый СПГ-проект. В конце мая Коммерсант со ссылкой на источники сообщил, что НОВАТЭК планирует реализовать еще один крупный проект по производству СПГ в Мурманской области. Его мощность составит 20,4 млн т – три линии по 6,8 млн т каждая. Запуск первых двух планируется в 2027 году, а третьей – в 2029. В целом эта новость повышает инвестиционную привлекательность НОВАТЭКа. Новые проекты компании могут стать поводом для пересмотра оценки ее бумаг.

