

Русснефть – качай, пока есть СИЛЫ

20 ЯНВАРЯ 2023



Русснефть – качай, пока есть силы

- Русснефть входит в десятку ведущих нефтедобывающих компаний в России. При этом масштабы ее бизнеса невелики по сравнению с лидерами рынка: добыча Русснефти составляет около 7 млн т в год, тогда как у Роснефти – 190 млн т. На текущий момент Русснефть – это неоднозначная инвестиционная история, однако у нее есть ряд привлекательных особенностей.
- В 2023 году российская нефтяная отрасль окажется под давлением. По словам министра энергетики Александра Новака, нефтедобыча в РФ упадет с 525-530 млн тонн в 2022 году до 490 млн тонн в 2023 году из-за санкций. Во-первых, введен «потолок» цен на российскую нефть – \$60/барр., который будет корректироваться каждые два месяца начиная с января 2023 года. Кроме того, уже действует эмбарго ЕС на импорт нефти из России – из-за него поставки сократятся, по оценкам МЭА, на 20%, или на 2 млн барр./сут, а по оценкам Platts, на 15%, или на 1,5 млн барр./сут.
- Аналитики SberCIB Investment Research прогнозируют, что в 2023 и в 2024 годах цена Юралз будет на уровне \$65/барр. По их мнению, бизнес Русснефти становится более привлекательным при цене нефти выше \$70/барр. – при таких условиях возможно сокращение долга и выплата дивидендов по обыкновенным акциям, которые торгуются на МосБирже. О возможности выплаты дивидендов акционерам ранее сообщало руководство компании.
- Долг Русснефти – одна из слабых сторон компании, которая неоднократно реструктурировала свои кредиты. Хотя показатель «чистый долг/ЕБИТДА» у Русснефти невысокий – 1,1, ее фактическая долговая нагрузка выше с учетом большого объема предоплат от нефтетрейдеров, который в последние годы увеличивался. Помимо этого, рейтинговое агентство Fitch приравнивает к долгу привилегированные акции Русснефти (33% акционерного капитала), так как компания обязалась платить по ним дивиденды, а также по ним есть опцион на выкуп у банка ВТБ.
- Один из позитивных факторов – довольно высокая рентабельность Русснефти. В 2021 году рентабельность по ЕБИТДА у компании составила 27%, что выше, чем у Лукойла (14,3%) и сопоставимо с показателем Роснефти (26%). Кроме того, в последние четыре года у компании снижалась себестоимость добычи: она упала более чем на 30% – с 422 руб./барр. до 288 руб./барр. Еще один положительный момент для Русснефти – более низкие оценочные коэффициенты, чем у конкурентов: P/E на уровне 0,8 и EV/ЕБИТДА – 1,4.
- В начале года нефтетрейдер Glencore, через которого Русснефть в основном осуществляла поставки в Европу, заявил о выходе из капитала компании. И хотя о закрытии сделки пока не объявлено, этот фактор может осложнить экспортные поставки Русснефти, которые в 2021 году обеспечили 35% продаж.

О компании

■ Русснефть входит в десятку ведущих нефтедобывающих компаний в России. В 2000-х Русснефть создал и возглавил российский миллиардер Михаил Гуцериев. Ее основой стало добывающее предприятие Варьеганнефть. В дальнейшем развивать компанию помогал швейцарский нефтетрейдер Glencore, который на тот момент искал подходящий объект для инвестиций. На начальном этапе Glencore предложил Михаилу Гуцериеву \$300 млн и стал крупным акционером компании. В 2005 году Сбербанк предоставил Русснефти кредит на \$1 млрд, после чего она вошла в десятку крупнейших нефтяных компаний России и сохраняет эти позиции по сей день. Стратегия Русснефти заключалась в том, чтобы скупать недорогие и мелкие месторождения. В итоге их большая часть оказалась в регионах с истощенными запасами и тяжелой нефтью. Русснефть отличается от других компаний отрасли тем, что в ее периметр не входят нефтеперерабатывающие заводы, и она поставляет нефть в том числе на дружественным акционерам НПЗ.

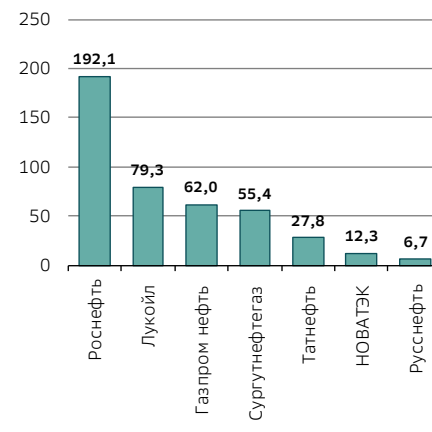
■ **Акционеры.** У Русснефти есть как обыкновенные акции (75% капитала), так и привилегированные (25%). До лета 2021 года компанию контролировал Михаил Гуцериев, однако в 2021 году он попал под санкции ЕС. После этого Михаил Гуцериев продал принадлежавшие ему 27,8% акций Русснефти своему брату Саит-Саламу. В октябре 2022 года Саит-Салам Гуцериев попал под санкции Великобритании и тоже перестал быть акционером Русснефти. В настоящее время ни одному из акционеров компании не принадлежит более 25% акций.

С момента основания Русснефти одним из ее основных акционеров был нефтетрейдер Glencore, многолетний партнер компании, которому принадлежало 31,3% обыкновенных акций (через Rambero Holding AG). Glencore объявил о намерении продать свою долю в декабре 2021 года и планировал закрыть сделку в первой половине 2022 года, однако информации о закрытии сделки нет. Среди других крупных акционеров Русснефти – банк «Траст», созданный в результате санации трех крупных частных банков в 2017 году. Банк «Траст» получил 25% акций Русснефти по итогам санации Бинбанка, принадлежавшего Михаилу Шишханову (племяннику Михаила Гуцериева), в качестве компенсации за недостачу в капитале банка. Сейчас пакет акций Русснефти – это один из крупнейших активов банка «Траст», который должен быть рано или поздно выставлен на продажу. В 2019 году часть капитала Русснефти (8,48%), принадлежавшая банку «Траст», оказалась у структур ВТБ.

■ **Добыча и реализация.** Русснефть добывает в основном нефть, а также в небольших объемах попутный и природный газ. В 2021 году компания добыла 6,7 млн т нефти и 2,17 млрд куб. м газа (в основном это попутный газ). Большую часть нефти и газа Русснефть продает внутри России, что выгодно позиционирует ее в контексте эмбарго стран ЕС.

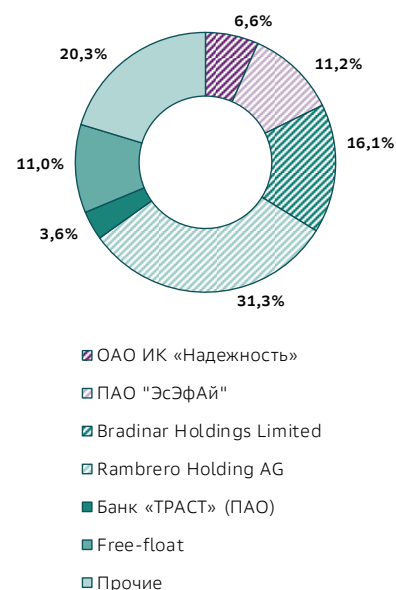
Почти половину реализуемой на внутреннем рынке нефти (2,5 млн т из 5,3 млн т) компания поставляет на Афипский НПЗ, один из крупнейших на юге России. Это дружественный Группе «Сафмар» завод: до сентября 2021 года его контролировал Михаил Гуцериев, а потом

Крупнейшие нефтедобывающие компании России по итогам 2021 года, млн т



Источник: компании

Структура собственности Русснефти



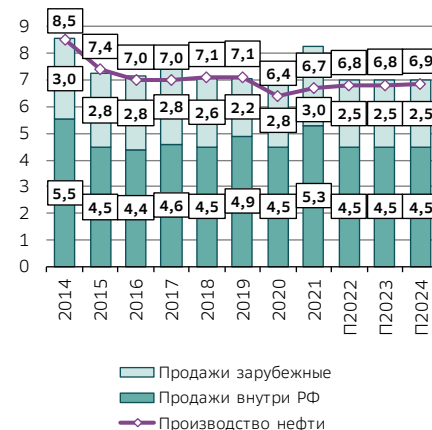
*Заштрихованные поля относились к одному акционеру
Источник: Русснефть

– Саит-Салам Гучериев. Зарубежные продажи компании обеспечивал нефтетрейдер Glencore. Нефть транспортировалась как по морю, так и по магистральным нефтепроводам, идущим в Польшу и Германию, и в небольших объемах направлялась в Белоруссию. Агентство Reuters сообщало, что в определенный момент из-за санкций Glencore перестал покупать нефть у Русснефти, а в начале 2022 года нефть компании направлялась в основном на внутренний рынок. Большую часть газа (примерно 85%) Русснефть продает Сибуру, меньшую (около 15%) – предприятиям Газпрома.

С 2015 года компания реализует нефть за рубежом по цене, не сильно отличающейся от цены Юралз. На внутреннем рынке ее цены тоже сопоставимы со средними по России.

За эти годы Русснефть получила права на три крупных группы нефтяных месторождений: Западно-Сибирскую (где добыча в 2021 году составила 5,28 млн т), Поволжскую (1,135 млн т) и Центрально-Сибирскую (0,269 млн т). Это основной производственный кластер компании. Русснефть ведет добычу на 101 месторождении, доказанные и вероятные запасы которых составляют 116,210 млн т. Для сравнения, у Татнефти 77 нефтяных месторождений и 809 млн т запасов. Русснефть также занимается добычей и разведкой в Азербайджане – ее компания GEA Holding Limited участвует в совместных предприятиях с крупнейшей госкомпанией Азербайджана ГНКАР (SOCAR). Добыча в Азербайджане незначительная, она [измеряется](#) в тысячах тонн.

Объемы производства, внутренние и зарубежные продажи Русснефти, млн т



Источник: SberCIB

Цена Юралз и экспортные цены Русснефти, \$/барр.



Источник: SberCIB

Цены Русснефти внутри России, \$/барр.



Источник: SberCIB

География активов Русснефти

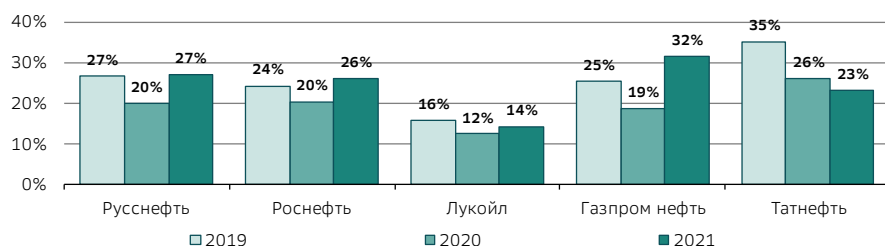


* указаны объемы добычи по группам за 2021 год

Источник: Русснефть

Рентабельность по EBITDA у Русснефти повысилась на 7 п. п. с аномально низкого уровня 2020 года. Теперь этот показатель сопоставим с рентабельностью Роснефти и выше, чем у Лукойла и Татнефти.

Рентабельность по EBITDA российских нефтегазовых компаний



Источник: компании

Риски

- **Долг.** Проблемы с долгом – один из главных минусов Русснефти. У компании всегда были высокие долги – в кризисном 2020 году по ним возникали сложности с выплатами и их приходилось реструктурировать. Сейчас основной кредитор Русснефти – банк ВТБ, долг перед которым сейчас превышает \$1 млрд. ВТБ открыл кредит Русснефти еще в 2015 году, тогда сумма долга составляла \$2,3 млрд с погашением в 2023 году. Кредитное соглашение не раз пересматривалось, его срок пролонгировался до 2026 года, а в марте 2020 года долг был переведен катарскому CQUR Bank, в котором ВТБ принадлежало 19%. В начале 2022 года кредит снова вернулся в ВТБ, так как из-за санкций госбанк лишился пакета акций катарской «дочки». У Русснефти есть ограничения на рост долгового портфеля – такие договоренности были подписаны с ВТБ.
- Еще один фактор риска для компании – большой объем авансовых платежей. По оценкам рейтингового агентства Fitch, предоплаты от нефтетрейдеров в пользу Glencore и ВТБ выросли с 39 млрд руб. до 51 млрд руб. в 2020 году. Агентство приравнивает авансовые платежи к долгу, поскольку по этим поставкам Русснефть уже не получит платежей.
- Третий аспект – пут-опцион ВТБ на продажу Русснефти ее привилегированных акций, который Fitch также причисляет к долгу. Объем опциона – 21 млрд руб., ВТБ может воспользоваться правом на продажу до 2026 года. Кроме того, Русснефть гарантировала ВТБ дивиденды и пообещала увеличить их минимальный объем с \$40 млн до \$60 млн. Соответственно, Fitch рассматривает привилегированные акции исключительно как долг. За 2021 год Русснефть выплатила по ним \$80 млн дивидендов, а за 2020 – \$60 млн на весь пакет привилегированных акций (они не обращаются на бирже). Таким образом, ВТБ, которому принадлежит треть привилегированных акций Русснефти, мог получить уже около \$46 млн.
- Отношение чистого финансового долга к EBITDA у Русснефти в 2021 году было на уровне 1,1, что можно считать приемлемым показателем, однако он не учитывает обязательства по пут-опциону ВТБ и размер предоплат, полученных от нефтетрейдеров. В 2020 году показатель долговой нагрузки был очень высоким: 3,3. Снизился он благодаря значительному росту EBITDA на фоне восстановления цен на нефть после пандемии COVID-19, а также небольшому снижению общей долговой нагрузки – совокупный долг уменьшился на 6%, с 94 млрд руб. до 88 млрд руб.
- ВТБ в начале декабря перестал платить купоны по бессрочным облигациям. Менеджмент объясняет это необходимостью пополнить капитал банка. Экономия от приостановки выплат составила 35 млрд руб. в год. С учетом потребности в капитале ВТБ может реализовать пут-опцион на продажу привилегированных акций Русснефти. В краткосрочной перспективе необходимость выплатить ВТБ 21 млрд руб. создаст стресс для компании, прибыль которой в 2022 году прогнозируется около 3 млрд руб. Однако это избавляет Русснефть от обязательства выплачивать дивиденды по привилегированным акциям и тем самым повышает вероятность дивидендных выплат по обыкновенным акциям.
- **Уход Glencore.** Glencore был основным коммерческим партнером Русснефти по экспортным отгрузкам, но в 2021 году нефтетрейдер заявил,

что хочет выйти из капитала Русснефти. Как отмечалось выше, пока информации о закрытии сделки нет. Потеря Glencore в качестве бизнес-партнера может вызывать проблемы с поставками в дальнее зарубежье, на которое по итогам 2021 года пришлось 60% совокупного экспорта Русснефти и 20% всего объема проданной нефти. Если оценивать эту часть бизнеса в денежном выражении, то экспорт в дальнее зарубежье обеспечивал Русснефти 35% всей выручки и 95% экспортной выручки.

- **Сокращение добычи в России и санкции.** Минэнерго ожидает, что в 2022 году добыча нефти в России составит 525-530 млн т. Это сопоставимо с объемами прошлого года (524 млн т), но больше, чем в кризисном 2020 году (512,7 млн т). Международное энергетическое агентство (МЭА) прогнозирует среднюю добычу нефти в России в 2022 году на уровне 11,04 млн барр./сут против 10,87 млн барр./сут в 2021 году. В текущем и будущем годах ситуация будет осложнена из-за санкций в отношении российской нефти и нефтепродуктов. По оценкам министра энергетики Александра Новака, в 2023 году добыча нефти в России может снизиться до 490 млн тонн. ОПЕК ожидает, что добыча в РФ сократится с 10,9 млн барр./сут. в 2022 году до 10,1 млн барр./сут в 2023. Аналитики SberCIB Investment Research также прогнозируют падение до 10 млн барр./сут. Прежде всего добыча сократится там, где нефть используется для производства нефтепродуктов, если не будут найдены новые возможности их экспорта взамен утраченных.
- Евросоюз с 5 декабря перестал закупать российскую нефть, поставляемую по морю. Теперь компании ЕС, связанные с поставками российской нефти морским транспортом, а также страховщики не смогут участвовать в процессе реализации нефти из РФ. С 5 февраля вступит в силу эмбарго ЕС на морские поставки нефтепродуктов из РФ. Большая часть экспорта российской нефти (92%) осуществлялась танкерами, при этом в «дружественные» страны направлялось всего 30%. Основные объемы поставлялись в ЕС — они составляли 55% совокупного экспорта нефти из РФ.
- «Большая семерка» и ЕС 2 декабря согласовали «потолок» цен на российскую нефть на уровне \$60 за баррель. Этот лимит будет пересмотрен в середине января, а затем будет обсуждаться каждые два месяца. Президент РФ издал [указ](#) об ответных мерах на введение «потолка» цен на российскую нефть. В соответствии с указом, Россия не будет продавать нефть в страны, установившие ценовые ограничения.
- В России довольно высокий внутренний спрос на нефть, но сложно сказать, как будет развиваться ситуация после введения эмбарго. По оценкам МЭА, в результате эмбарго поставки из России зимой сократятся на 20%, или на 2 млн барр./сут, а по мнению Platts — на 15%, или на 1,5 млн барр. сут. Отраслевые аналитики, опрошенные Bloomberg, ожидают более резкого спада: на 30%, или на 3 млн барр./сут.
- Вступление в силу эмбарго на нефть окажет давление на стоимость Юралз. Центробанк понизил прогноз средней цены барреля Юралз на 2022 год с \$80 до \$78. Прогноз на 2023 год сохранен на уровне \$70/барр., на 2024 год — \$60/барр.

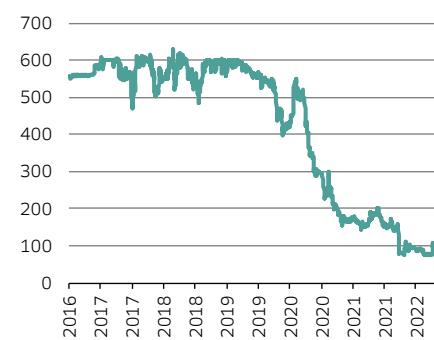
Акции

На МосБирже торгуются только обыкновенные акции Русснефти. Компания провела IPO в ноябре 2016 года, разместив акции по 550 руб. за штуку, – почти в середине индикативного ценового диапазона, который составлял 490-600 руб. за акцию. Акционеры привлекли \$500 млн (32,4 млрд руб.), компания была оценена в \$2,6 млрд (161,8 млрд руб.). Доля акций в Русснефти в свободном обращении (free-float), по данным МосБиржи, составляет 11%. Среднедневной объем торгов в 2021 году достигал 59 млрд руб., а в 2022 году, когда торги возобновились после приостановки в феврале, он составил 64 млрд руб. В сентябре этого года наблюдалась повышенная волатильность: дневной оборот вырос до 2,1 млрд руб., из-за чего акции за день подорожали на 20% до 139 руб. за штуку.

С лета 2020 года капитализация Русснефти резко снижалась, поскольку пандемия ударила по спросу и мировые цены на нефть упали на 28%. Акции компании подешевели с 600 руб. (в 2019 году) до 77 руб. (по состоянию на 28 ноября 2022), что отражало как снижение цен на российскую нефть в связи с геополитическими факторами, так и корпоративные риски, присущие Русснефти.

Русснефть платит дивиденды только по привилегированным акциям, но не исключает и выплат по обыкновенным акциям через два года, если будет погашена большая часть основного долга и на рынке сложится благоприятная ситуация. Однако точные параметры, при которых начнутся выплаты дивидендов, менеджмент компании не назвал. В 2019 году Михаил Гучериев [говорил](#), что компания может начать платить владельцам обыкновенных акций в пределах \$100 млн в год (по курсу 2019 года это около 22 руб. на акцию, что на тот момент предполагало доходность на уровне 3,7%).

Динамика котировок Русснефти с момента IPO, руб./акция



Источник: МосБиржа

Факторы роста

- **Низкий показатель P/E.** По сравнению с другими нефтяными компаниями у Русснефти самый низкий коэффициент P/E – он показывает соотношение рыночной стоимости акций с прибылью, а также за сколько лет компания может себя окупить. Кроме того, у Русснефти самый низкий коэффициент EV/EBITDA – он показывает, за какой период прибыль компании без учета процентов, налогов и амортизации окупит ее стоимость. При этом у Русснефти более высокая долговая нагрузка, чем у других компаний сектора.

Оценочные коэффициенты Русснефти и компаний сектора

	P/E	EV/продажи	EV/EBITDA	Чистый долг /EBITDA
Русснефть	0,8	0,4	1,4	1,1
Роснефть	3,7	0,9	3,3	1,7
Лукойл	3,9	0,4	2,3	0,1
Газпром нефть	4,3	0,8	2,7	0,2
Татнефть	4,2	0,6	2,6	-0,1

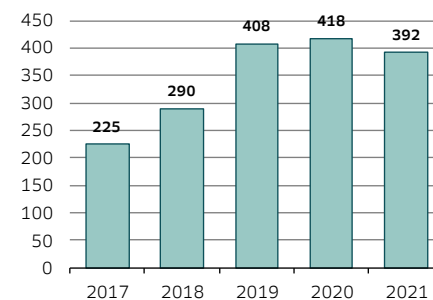
Источник: компании, SberCIB

- **Себестоимость добычи под контролем.** Себестоимость добычи у Русснефти (инвестиции относительно объема добычи) в последние три года остается примерно на одном уровне: около 400 руб. на баррель. По сравнению с другими игроками в отрасли себестоимость Русснефти одна из самых низких. При этом необходимо отметить, что у компаний, которые будут наращивать добычу (например, Роснефть с проектом «Восток Ойл»), инвестиции выше, но потенциал роста больше.

Для сравнения: у Роснефти себестоимость составляет – 713 руб., у Лукойла – 750 руб., у Газпром нефти – 1 052 руб. на баррель. При этом Русснефть указывает в отчетности, что ее средний дебит скважин и удельная эффективность добычи в расчете на одну скважину превышают среднеотраслевые показатели в российском ТЭК.

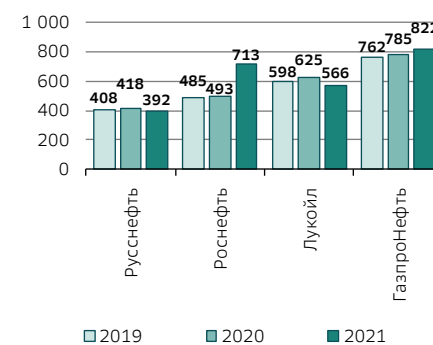
- **Постепенное наращивание добычи.** Компания рассчитывает наращивать добычу небольшими темпами: на 2-4% в год в течение 5 лет, а в долгосрочной перспективе – увеличить добычу до 8 млн тонн к 2028 году. Для сравнения: в 2021 году в целом в России было добыто 524 млн тонн нефти и газового конденсата. Для выполнения планов Русснефть собирается разрабатывать одно из месторождений со значительными запасами (Восточно-Каменное), а также активно вовлекать в разработку запасы, по которым есть льготы, чтобы повысить рентабельность. Компания ожидает, что по итогам 2022 года добыча составит 6,9 млн тонн, а инвестиции в текущем году будут на уровне 29 млрд руб. В 2023 году финансирование будет ориентировочно таким же. Однако траектория роста может скорректироваться из-за сложной ситуации на нефтяном рынке.

Динамика себестоимости добычи Русснефти, руб.



Источник: Русснефть

Себестоимость добычи Русснефти и компаний сектора, руб.



Источник: SberCIB

Инвестиции в добычу, млрд руб.



Источник: Русснефть

Ограничение ответственности