

# Энергетический кризис: сценарии и возможности

Октябрь 2021 года



# Энергетический кризис: сценарии и возможности

- Цены на газ в Европе в начале октября в моменте превышали \$1 900 за тыс. куб. м. В базовом сценарии мы считаем, что рынок природного газа «перегрет» и ждем значительной коррекции цен в Европе. В то же время при определенных обстоятельствах рост цен на природный газ может продолжиться.
- Цены на нефть достигли \$85/барр. впервые с октября 2018 года. Мы полагаем, что справедливый диапазон цен на нефть в 4К21 – \$80-85/барр. При этом политика ФРС США является основным риском для цен на нефть в текущем квартале.
- Сложившаяся ситуация благоприятна для компаний нефтегазового сектора, которые могут получить сверхприбыль в 2021-2022 годах. На российском рынке мы выделяем акции Газпрома, ЛУКОЙла, Татнефти и Газпром нефти, а на зарубежном – ConocoPhillips, ExxonMobil и Valero.

Мы обращаем внимание на беспрецедентно высокие цены на природный газ в Европе, а также на растущие вслед за ними цены на нефть. Увеличение цен на энергоносители уже привело к банкротству ряда компаний в Европе, а официальные лица европейских стран бьют тревогу перед отопительным сезоном, говоря об энергетическом кризисе.

- **Цены на газ в Европе в начале октября в моменте превышали \$1 900 за тыс. куб. м.** Газ начал дорожать уже в начале лета (График 1), но в 3К21 его котировки стали расти еще быстрее. Газохранилища в Европе в преддверии зимы пополнялись медленно (График 2), и высока вероятность, что после начала отопительного сезона конкуренция за ограниченные объемы поставок значительно усилится. Низкий уровень заполнения европейских газохранилищ обусловлен холодной погодой в первом квартале, высоким спросом на газ в промышленности в летний период, а также тем, что основной поставщик – Газпром – пополнял в первую очередь собственные газохранилища.
- **Базовый сценарий: рынок природного газа «перегрет», ждем значительной коррекции цен в Европе.** Она может начаться в случае частичного пуска в эксплуатацию трубопровода “Северный поток – 2” или из-за более теплой погоды в этом отопительном сезоне. В конце концов в прошлом году всплеск спроса на газ был обусловлен необычно холодной зимой и значительным импортом СПГ на азиатские рынки. Из-за этого, в свою очередь, Европе в текущем году сложно наладить закупки СПГ. Соответственно, если грядущая зима будет мягкой, поставки СПГ в Европу увеличатся. Такой сценарий предусматривает, что цены на газ останутся сравнительно высокими (График 3), однако будут заметно ниже текущих рекордных показателей.
- **Альтернативный сценарий: рост цен на природный газ продолжится.** Если же предстоящая зима окажется холоднее, чем обычно, это может радикально изменить конъюнктуру газового рынка. Дальневосточным потребителям (Китаю, Южной Корее и Японии) потребуется больше СПГ, а это предполагает, что его предложение для Европы сократится. Товарные запасы газа в Европе и Азии истощатся до такой степени, что ожесточенная конкуренция между двумя регионами за поставки СПГ продолжится до лета 2022 года, а, возможно, и до следующей зимы, стимулируя дальнейший рост цен на газ.

График 1. Спотовые цены на газ бьют рекорды, \$/тыс. куб. м

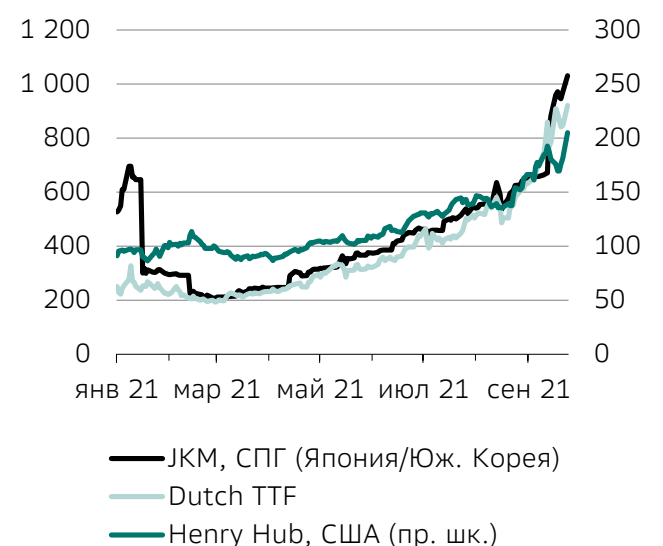


График 2. Запасы в газохранилищах в Европе ниже среднего уровня

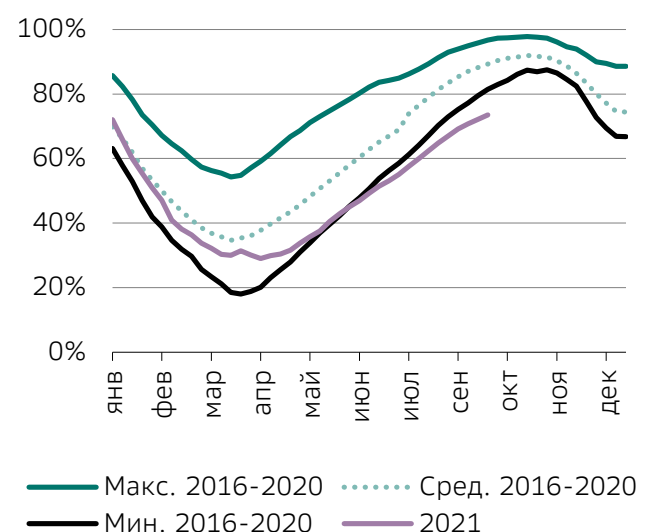
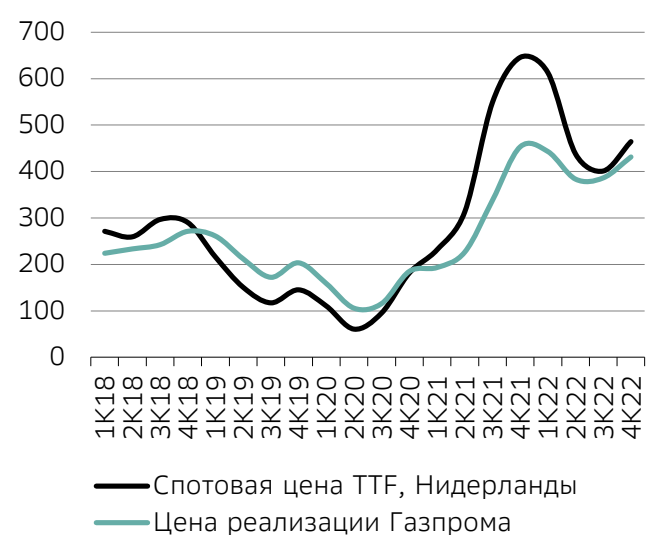


График 3. Цены на газ останутся высокими, \$/тыс. куб. м





# Энергетический кризис: сценарии и возможности

- Цены на нефть достигли \$85/барр. впервые с октября 2018 года.** Одним из важных фундаментальных факторов роста котировок Brent до \$80/барр. в конце 3К21 стал ураган “Ида”, обрушившийся на американское побережье Мексиканского залива в конце августа. Другим таким катализатором выступает динамика цен на газ. Они выросли настолько, что везде, где такая возможность существует, переход с газа на жидкое топливо стал экономически обоснованным.
- Справедливый диапазон цен на нефть в 4К21 – \$80-85/барр. (График 4).** Для рассчитывающих на повышение нефтяных цен инвесторов сложилась довольно необычная и беспроигрышная ситуация. С одной стороны, спрос на жидкие углеводороды повышается, а с другой, если цены на газ упадут, это тоже может благоприятно отразиться на нефтяных котировках, поскольку участники рынка могут начать отходить от популярной торговой пары: короткие позиции по Brent и длинные – по газу (в расчете на сокращение коэффициента Brent/газ) (График 5). В то же время препятствовать росту нефтяных котировок выше \$85/барр. будет постепенное повышение нефтедобычи ОПЕК+ наряду с вероятным увеличением запасов углеводородов в США в 4К21 из-за роста нефтедобычи в стране, импорта из Канады и сезонной активизации нефтепереработки.
- Политика ФРС США – основной риск для цен на нефть.** Основным фактором риска для нашего прогноза на 4К21 является потенциальное падение цен на рискованные активы в декабре в случае ужесточения политики ФРС. Похожая ситуация имела место в 4К18, когда ФРС слишком быстро повысила ставки, а в этот раз проблему может представлять более стремительное, чем ожидалось, сворачивание программы QE.

**График 4. Базовый сценарий цен на нефть стал оптимистичным, \$/барр.**



**График 5. Отношение цен на нефть (\$/барр.) к ценам на газ (\$/млн БТЕ): газ перекуплен, нефть перепродана**



# Энергетический кризис: сценарии и возможности

## Ключевые идеи в российском нефтегазовом секторе

	Тикер	Капитализация, трлн руб.	Цена, руб.	Целевая цена, руб.	Потенциал роста	Дивидендная доходность в 2022 году
<b>Газпром</b>	GAZP	8,7	368,7	490	33%	12,5%
<b>ЛУКОЙЛ</b>	LKOH	5,0	7 129,5	7 700	8%	14,2%
<b>Татнефть</b>	TATN	1,3	571,4	840	47%	10,5%
<b>Газпром нефть</b>	SIBN	2,5	515,0	590	15%	10,4%

\*данные на 7 октября

Источник: SberCIB

**Газпром** – мировой лидер по добыче природного газа. В России он является монополией по транспортировке и экспорту трубопроводного газа. Крупнейший поставщик газа в ЕС и СНГ, он также наращивает поставки в Китай. Другие крупные направления бизнеса – добыча нефти и газоконденсата, переработка, СПГ и электроэнергетика.

- Благоприятная конъюнктура рынка: спотовые цены на газ в Европе в настоящее время превышают \$900 за тыс. куб. м.
- Газпром является основным бенефициаром текущей конъюнктуры рынка, и мы ожидаем, что в 2021–2023 годах компания получит больше свободного денежного потока, чем за все предыдущее десятилетие.
- Рекордные дивиденды: по итогам 2021 года дивиденды могут составить 46 руб. на акцию (доходность – 12,5%), а в 2022 году – 56 руб. на акцию (15,2%). Скорее всего, до 2025 года дивидендная доходность останется выше 10%.

**ЛУКОЙЛ** – крупнейшая российская частная интегрированная нефтяная компания с качественным набором активов в России и за рубежом. Она прочно удерживает второе место в России по добыче нефти.

- Высокий уровень FCF и дивидендов: в 2021 году доходность FCF составит 10,5%, а в 2022 году – 14,2%.
- Совет директоров ЛУКОЙЛа рекомендовал выплатить акционерам по итогам января – сентября 2021 года по 340 руб. на акцию (доходность – 4,7%). Реестр получателей дивидендов будет закрыт 21 декабря.
- Долговая нагрузка ЛУКОЙЛа – одна из самых низких в секторе: по итогам второго квартала 2021 года соотношение «чистый долг/ЕБИТДА» составило лишь 0,1.

**Татнефть** входит в пятерку крупнейших российских вертикально интегрированных нефтяных компаний. Стратегия компании предусматривает как рост операционных показателей и качественное развитие существующих активов, так и высокую корпоративную социальную ответственность.

- Котировки акций компании сильно просели, хотя ожидаются хорошие финансовые показатели: доходность FCF в 2022–2023 годах составит 14-15%, и это самый высокий уровень в российском нефтяном секторе.
- Дивиденды разочаровали, но доходность все еще высока. Если выплаты сохранятся на минимальном уровне (50% чистой прибыли), Татнефть будет предлагать устойчивую дивидендную доходность в размере 8%, а если она снова начнет распределять 100% FCF, дивидендные выплаты могут увеличиться примерно на 70%.
- Мы видим два сценария для компании. В первом случае руководству не удастся обеспечить возврат части налоговых льгот, но будет принято решение увеличить выплату дивидендов. Во втором случае компания получит дополнительные налоговые льготы и использует более консервативную модель выплат дивидендов. Мы видим потенциал роста для акционеров при обоих сценариях.

**Газпром нефть** – третья по величине вертикально интегрированная нефтегазовая компания в РФ. Основные приоритеты: технологическое лидерство, эффективное создание стоимости и ответственное инвестирование. 96% акций компании принадлежат Газпрому.

- Наиболее привлекательный профиль роста в секторе: по мере ослабления ограничений ОПЕК+ в 2021–2022 годах компания может нарастить добычу больше, чем конкуренты.
- В ближайшие пять-шесть лет Газпром нефть планирует увеличить добычу углеводородов на 50% до 150 млн т. н.э. Мы полагаем, что в следующие 10 лет компания сможет поддерживать темп роста добычи углеводородов в среднем на 5% в год.
- Высокие дивиденды: дивидендная доходность в 2022–2023 годах может составить 10-11%. При этом риски изменения дивидендов одни из самых низких в секторе.

# Энергетический кризис: сценарии и возможности

Ключевые идеи среди иностранных бумаг нефтегазового сектора, торгующихся на Московской бирже

	Тикер	Капитализация, \$ млрд	Цена, руб.	Потенциал роста	Дивидендная доходность в следующие 12 мес.
<b>ConocoPhillips</b>	COP	96	5 129	9%	2,6%
<b>ExxonMobil</b>	XOM	257	4 358	9%	5,7%
<b>Valero</b>	VLO	31	5 439	12%	5,2%

\*данные на 7 октября  
Источник: Bloomberg

**ConocoPhillips** – независимая нефтегазовая компания США, созданная в результате слияния Conoco и Phillips. Отказавшись от модели вертикальной интеграции (посредством выделения в 2012 году из операционной структуры компании «Phillips 66»), ConocoPhillips сконцентрировалась на разведке и добыче полезных ископаемых, а также на продаже нефти, битума и природного газа, в том числе сжиженного.

- Стабильные дивиденды. Несмотря на пандемию, компания не только не отменила дивиденды, но и продолжила повышать их. При этом в 1K21 ConocoPhillips возобновила программу обратного выкупа акций на \$1,5 млрд в год, а в июне увеличила ее на \$1 млрд.
- Успешная сделка. В январе 2021 года ConocoPhillips завершила сделку по покупке конкурента Concho Resources за \$9,7 млрд, благодаря чему укрепила свои позиции в крупнейшем в США Пермском нефтегазоносном бассейне.
- Привлекательный долговой профиль. Компания представила план по сокращению долга, который после покупки Concho Resources достиг \$20 млрд по итогам 1K21.

**ExxonMobil** – вертикально интегрированная нефтегазовая компания, одна из крупнейших в мире. Компания выполняет работы по полному циклу производства нефтепродуктов – от разведки и разработки месторождений до продажи конечному покупателю.

- ExxonMobil является лидером по добыче нефти в США в Пермском бассейне. В 2021 году компания планирует еще больше увеличить добычу. При этом она активно инвестирует в международные проекты: ее нефтедобывающие мощности в Гвиане, в 2020 году составлявшие 120 тыс. барр./сут, в 2026 году будут доведены до 750 тыс. барр./сут.
- Стабильные дивидендные выплаты. ExxonMobil уже 109 лет ежегодно выплачивает дивиденды. Последние 38 лет она увеличивала дивидендные выплаты в среднем на 6,1% в год. Чтобы уверенно поддерживать дивидендные выплаты и обслуживать долг, компании достаточно, чтобы нефть котировалась по \$55/барр.

**Valero** – американская компания, которая занимается переработкой и дистрибьюцией нефтепродуктов (в основном топливо и нефтехимическая продукция). На текущий момент у компании 15 заводов. Valero принадлежит 50% в совместном предприятии Diamond Green Diesel по производству «зеленого» дизельного топлива.

- Тренд на зеленую энергетику. Valero планирует стать одним из крупнейших поставщиков «зеленого» дизельного топлива: мощность предприятия Diamond Green Diesel вырастет с 290 млн галлонов в год в 2020 году до 1,16 млрд галлонов в год в 2023 году.
- Эффективный бизнес: затраты компании на переработку барреля нефти не превышают \$4 и являются одними из самых низких в секторе.
- Привлекательная политика для инвесторов: ежегодно на дивиденды и обратный выкуп акций направляется 40-50% свободного денежного потока. Компания восемь лет подряд увеличивает дивиденды, а также с 2013 по 2020 год выкупила акции на общую сумму \$10,7 млрд.