

## Thomson Reuters KORTES: РОССИЙСКАЯ НЕФТЕПЕРЕРАБОТКА

ОПЕК и EIA ожидают увеличение спроса на нефть в III квартале 2015 года, несмотря на то, что предложение нефти на рынке все равно будет превышать спрос. Согласно опросу Thomson Reuters KORTES, диапазон ожиданий по ценам на нефть широкий: от \$40-\$70/ барр в первом квартале до \$40-80/ барр во втором.

Средняя медиана – это текущие цены на нефть, \$51-55/барр (см. «Reuters: ежемесячный опрос по ценам на нефть»). Ценовой спред между WTI и Brent доходит до \$10/барр. Такой спред показателен и является хорошим аргументом для того, чтобы начать экспортировать нефть из США.

### Нефть

Этот дифференциал имеет далеко идущие последствия, которые уже затронули российский рынок нефтепродуктов. Дешевая нефть делает нефтепереработку и бензин для внутреннего рынка в США выгодными, а также дает возможность экспортировать нефтепродукты. Нефтепродукты, которые экспортируются из США, уже достигли Черного моря, так дизтопливо из Америки заказывают страны

Черноморского бассейна, в частности, Болгария. Это, естественно, составляет конкуренцию российскому экспорту.

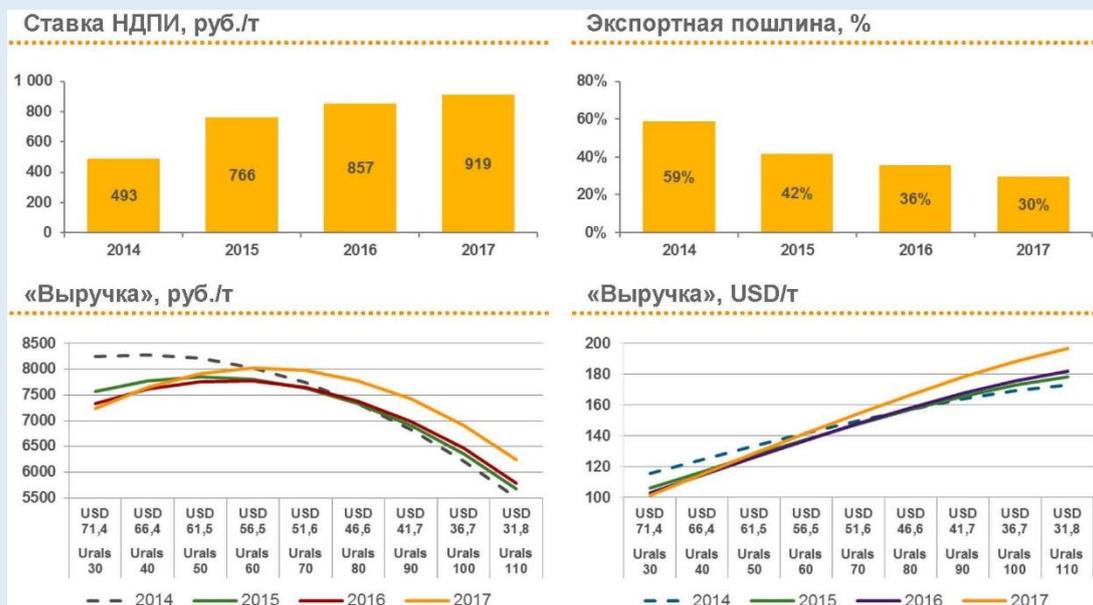
Сейчас экспортная цена российских нефтепродуктов очень высокая. На Черном море котировки зашкаливают за двузначные значения премии к котировкам Platts на Средиземном море, хотя обычно шли вровень или с небольшой скидкой. Выравнивание происходит, в том числе, за счет США, и в итоге затронет Россию.

Если посмотреть на соотношение курса валют, стоимости нефти и выручки (за вычетом налогов), которую получает добывающая компания, то при низких ценах на нефть налоговый маневр сильнее сказывается на выручке компании в рублевом эквиваленте, чем в долларом (см. «Влияние маневра на выручку»).

### Reuters: ежемесячный опрос по ценам на нефть, февраль 2015

	1 кв. 2015	2 кв. 2015	2015	2016	2017
• Медиана	51,5	55,0	58,8	70,0	75,0
• Максимум	69,0	83,0	85,0	100,0	100,0
• Минимум	42,0	40,0	44,0	58,0	65,0
• Число респондентов	32	32	33	33	20

Влияние маневра на выручку



Соответственно, при ценах более \$70/барр, эффект выравнивается, а при цене выше \$80-90/барр налоговый маневр даже более выгоден для добывающей компании, т.к. приносит ей большую выручку в рублевом эквиваленте.

Не следует забывать, что компании брали долларовые кредиты, а значит, при низких ценах на нефть налоговый маневр ударяет по ним сильнее. Соответственно, выручка будет расти, особенно в 2017 году, за счет сокращения экспортной пошлины, а не роста НДС. Таким образом, в 2017 году ситуация для добывающих компаний улучшится.

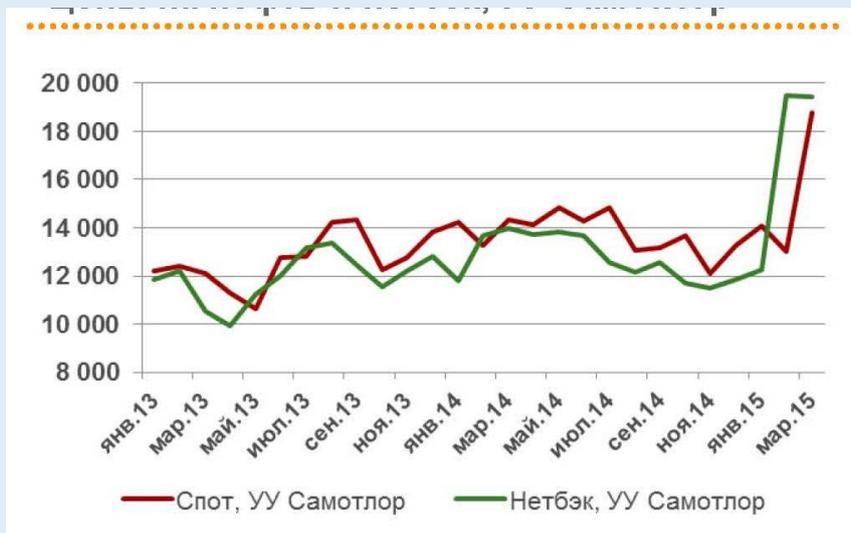
В конце февраля добывающие компании объявили об уровне спотовых цен на нефть. Этот уровень был близок к нетбэку – порядка 19-20 тыс. руб./т с НДС, что объясняется, в первую очередь, повышением НДС, однако для

нефтеперерабатывающих компаний эта цена является высокой. В январе цена не повышалась, потому что еще не было коэффициентов (Кц), корректирующих НДС.

В феврале, когда стали известны Кц, были проведены торги, в результате которых цена на нефть составила примерно 18,8 тыс. руб./т, увеличившись с 13,0 тыс. /т по сравнению с началом февраля 2015 года (см. «Цены на нефть и нетбэк»).

При ценах на нефть в районе \$40-44/барр, средняя стоимость нефти на внутреннем рынке составляет порядка 15 тыс. руб./т (см. «Стоимость нефти на внутреннем рынке»). При росте цены на нефть до \$80-100/барр цена вырастает до 20 тыс. руб. /т. Это рост примерно на 6 тыс. руб./т. в сравнении с привычной ценой.

Цены на нефть и нетбэк



Очищенная стоимость нефти тоже меняется. При высоких ценах на нефть НДСПИ сильно

вырастет, а рублевая выручка останется на уровне 7-6 тыс.

Стоимость нефти на внутреннем рынке



## Нефтепродукты

С января 2015г. цены на бензин на мировом рынке возросли в среднем на 31%. (см. «Динамика мировых цен и розница»). Розничные цены в РФ выросли всего на 5% за тот же период. Понятно, что в рознице есть лаг по времени, она не так реагирует на изменения мировой конъюнктуры и на рост на спотовом рынке.

Сокращение экспортной пошлины с одной стороны и рост курса доллара с другой, повлекли за собой резкий рост нетбэка в сравнении с оптовыми ценами. Бензин А-92 в Северной Европе стоит в районе 37 тыс. руб./т. На российском спот-рынке рост цен начался только в марте (см. «Динамика Netback и оптовых цен»). Спред между нетбэком и внутренним рынком всегда был достаточно большим. Будет ли этот спред сохраняться?

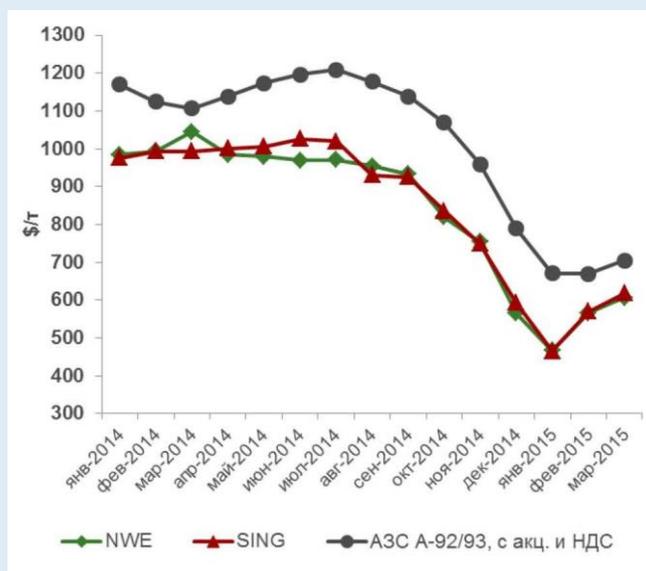
Вряд ли, т.к. его сохранение приведет к значительному росту цен. Поэтому маловероятно, что сокращение экспортной пошлины на

бензин приведет к такому же увеличению стоимости на внутреннем рынке. Сейчас цены на внутреннем рынке ниже нетбэка. Возможно, мы не увидим такого же повышения, как было ранее.

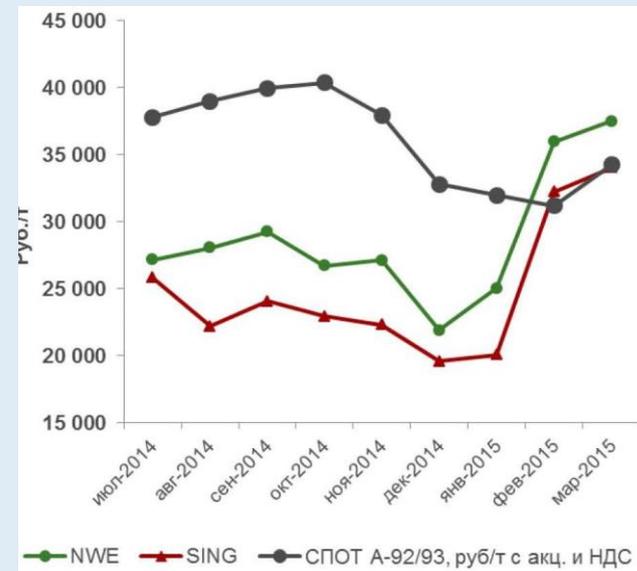
Белоруссия предлагает поставлять в Россию нефтепродукты, цена которых на несколько тыс. руб./т выше, чем аналогичное предложение на внутреннем рынке в России. Естественно, спрос на эти нефтепродукты отсутствует. Вопрос в том, что ждет российское потребление, не будет ли дефицита бензина на внутреннем рынке? Если динамика спроса пойдет вверх, то рост цен будет сдерживаться.

Белоруссия стремится работать по цене экспортного паритета. В случае возникновения дефицита, нужно будет действовать и российским компаниям – поднять цены, и рынок сам себя выровняет. Будут ли договариваться с Белоруссией, указывая на то, что заводы страны перерабатывают рос-

### Динамика мировых цен и розница



### Динамика Netback и оптовых цен, руб./т



сийскую нефть? Самым правильным было бы рыночное регулирование, исходя из экспортного паритета и альтернативы для каждого из производителей – кто может продавать на внутреннем рынке дешевле, тот и будет продавать. Исходя из реальной ситуации, вряд ли это будет «пущено на самотек».

Если сезонный рост потребления будет такой же сильный, как обычно, то рост цен на бензин неизбежен. Налоговый маневр приводит к росту экспорта нефтепродуктов из России, а импорт бензина возможен лишь из Белоруссии.

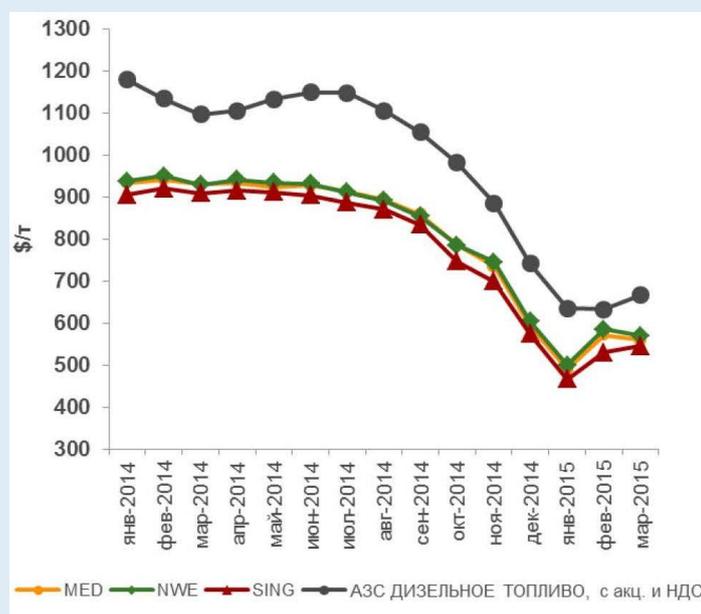
Розничные цены на бензин А-92/93 растут плавно. В летний период, из-за сезонного спроса, независимые АЗС жалуются на высокие закупочные цены топлива. Есть 2 пути решения этой проблемы для независимых розничных продавцов: 1) нивелирование сезонного фактора экономическими методами, путем покупки дальнорочных поставочных фьючерсов; 2) строить нефтебазы и заполнять их в периоды снижения цены, а в пиковый сезон продавать.

Рост цен на ДТ на мировом рынке составил в среднем 15% с января 2015 г. Розничные цены в РФ выросли на 5% за тот же период (см. «Динамика мировых цен на ДТ и розница»).

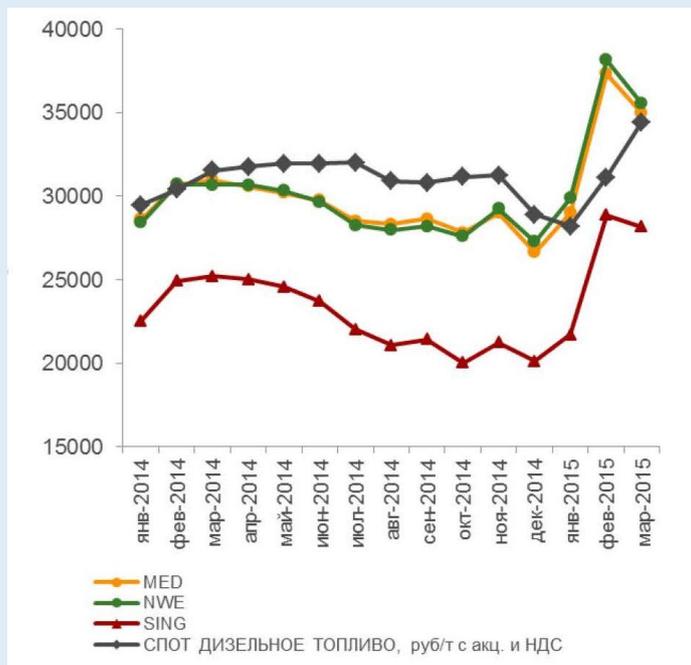
Оптовые цены на дизель на российском рынке близки к нетбэку (см. «Динамика Netback и оптовых цен, руб./т»). Сейчас он, как и по бензину, вырос. Цены на спотовом рынке на дизельное топливо (ДТ) тоже выросли и догнали уровень нетбэка. Дизель – продукт, ориентированный на экспорт, следовательно, данная динамика отражает мировую конъюнктуру.

Розничные цены на ДТ пока еще не пошли в сильный рост, а спот цены на ДТ выросли на 22,17% по отношению к январю 2015г. Маржа сократилась с 32% до 16% (см. «Динамика розничных и оптовых цен», «Динамика маржи»). При этом ранее маржа ДТ держалась на хорошем уровне. Мы предполагаем, что розничные цены на ДТ скоро пойдут в рост. Лаг по времени спота и розницы – 1-1,5 мес.

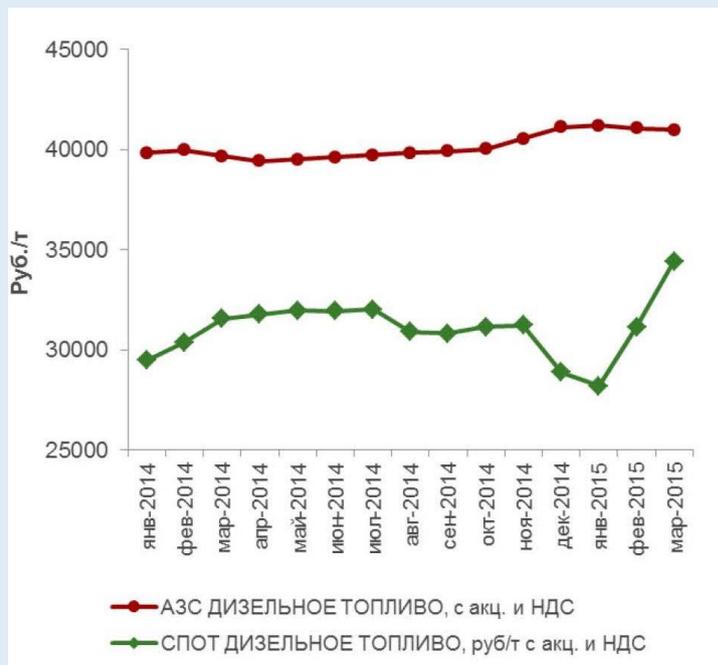
Динамика мировых цен на ДТ и розница



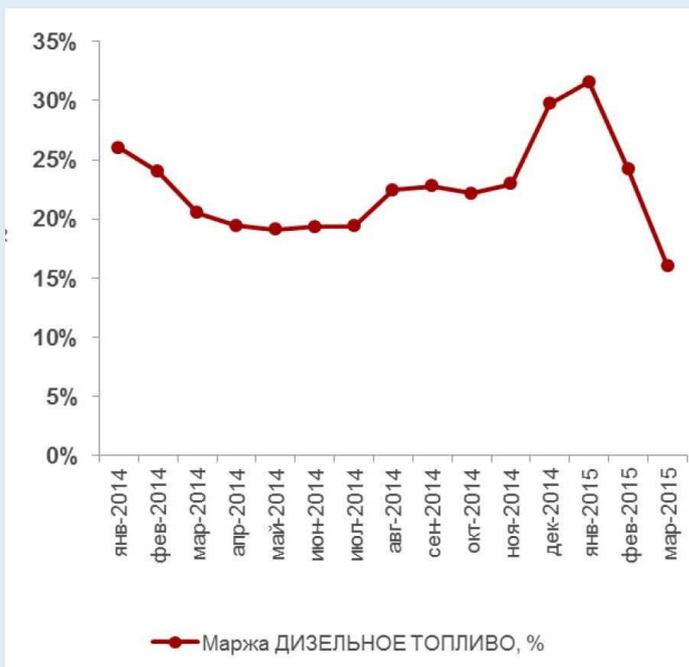
### Динамика Netback и оптовых цен, руб./т



### Динамика розничных и оптовых цен, руб./т



### Динамика маржи, %



Средний рост операционных затрат компаний на нефтепереработку составляет 20%, данный показатель разнится в зависимости от компании, так, у ЛУКОЙЛа, к примеру, наблюдается колоссальный рост операционных затрат (см. «Операционные затраты»). В текущем году эти затраты также будут увеличиваться.

Среднее значение индекса Нельсона на начало 2014 года - 5,16, глубина переработки – 72%. В 2015 ожидается рост среднего значения индекса Нельсона до 5,37.

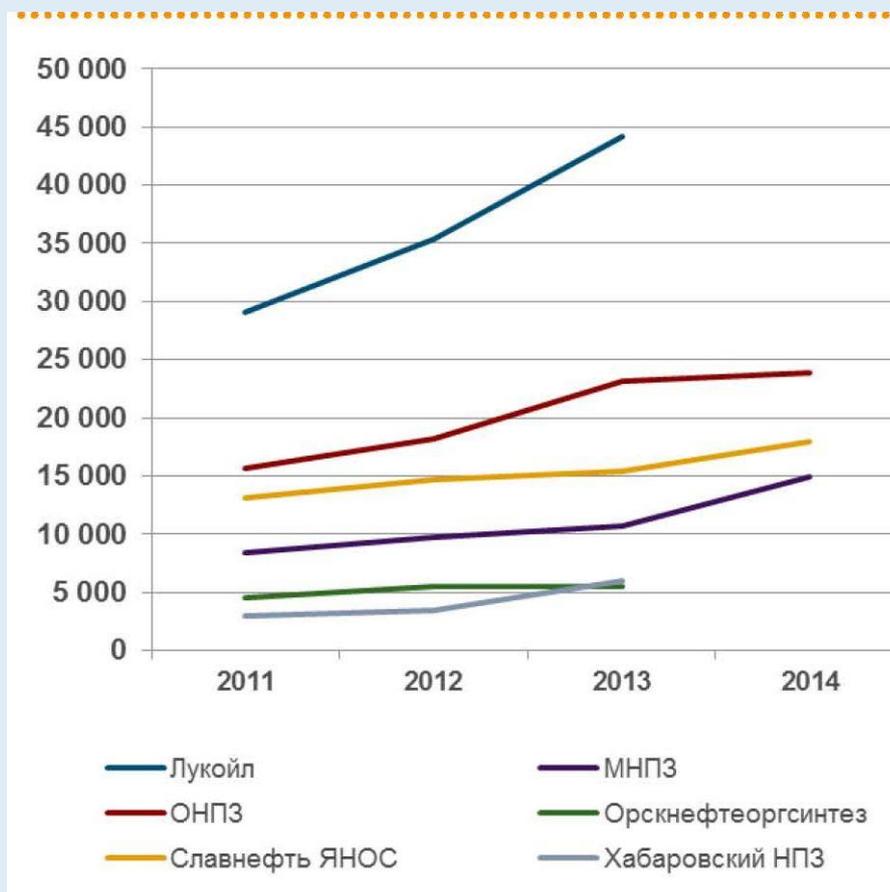
Глубину переработки можно повысить, не модернизируя НПЗ, если отнести мазут к какой-либо другой группе нефтепродуктов, что и де-

лают некоторые заводы. Индекс Нельсона более показательный, он указывает на то, что технологически заложено в НПЗ, и позволяет оценить его комплексность.

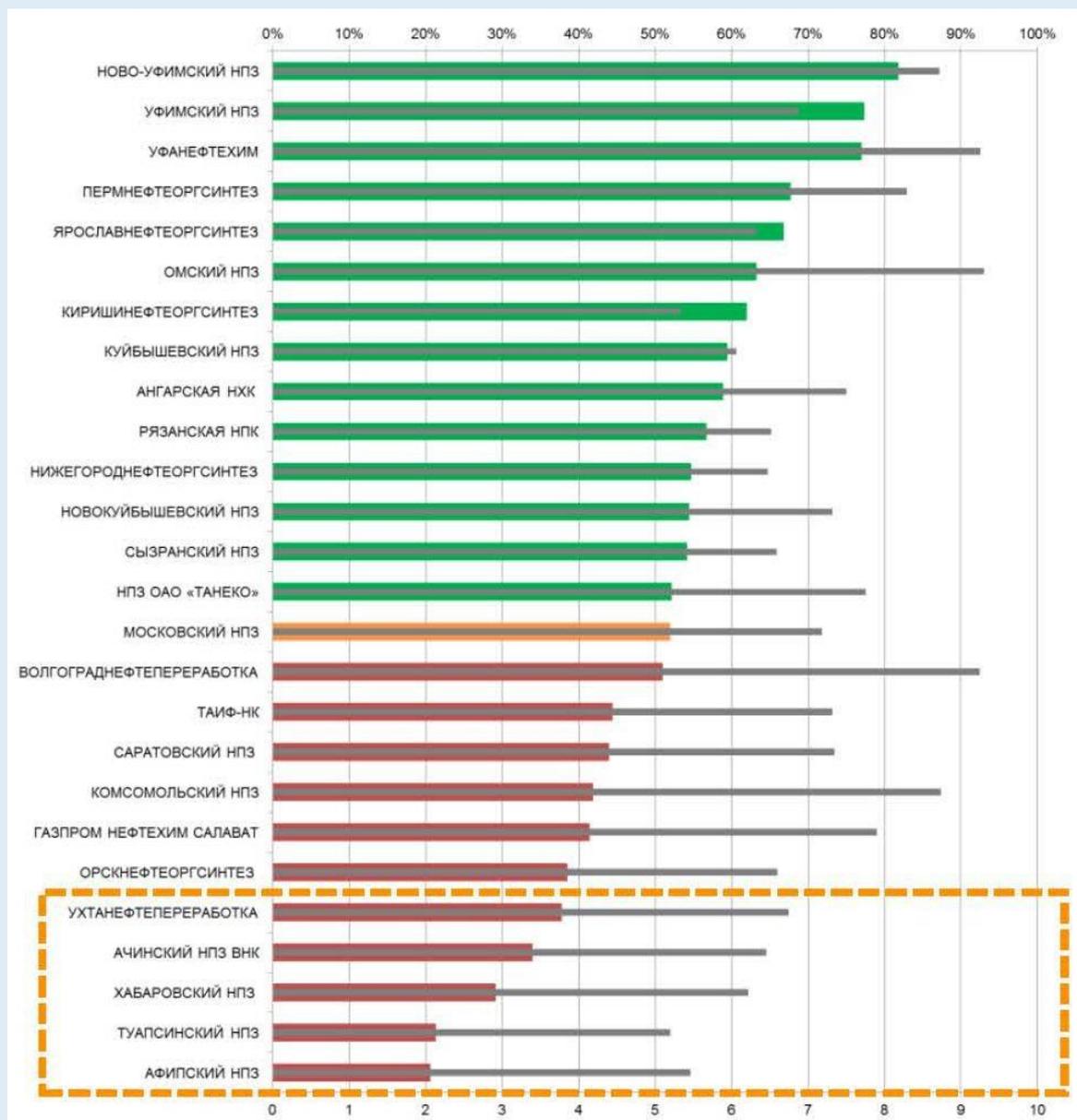
Помимо НПЗ в Ухте («ЛУКОЙЛ-Ухтанефтепереработка»), отстающими по данному индексу также являются Ачинский («Роснефть»), Туапсинский (ОАО «Роснефть»), и Афипский НПЗ («Нефтегазиндустрия»). У остальных заводов более высокий индекс Нельсона (см. «Индекс Нельсона и глубина переработки»).

По данным на начало 2015 года Индекс Нельсона Хабаровского НПЗ (НК «Альянс») значительно вырос за счет в результате ввода в эксплуатацию комплекса глубокой переработки нефти.

## Операционные затраты



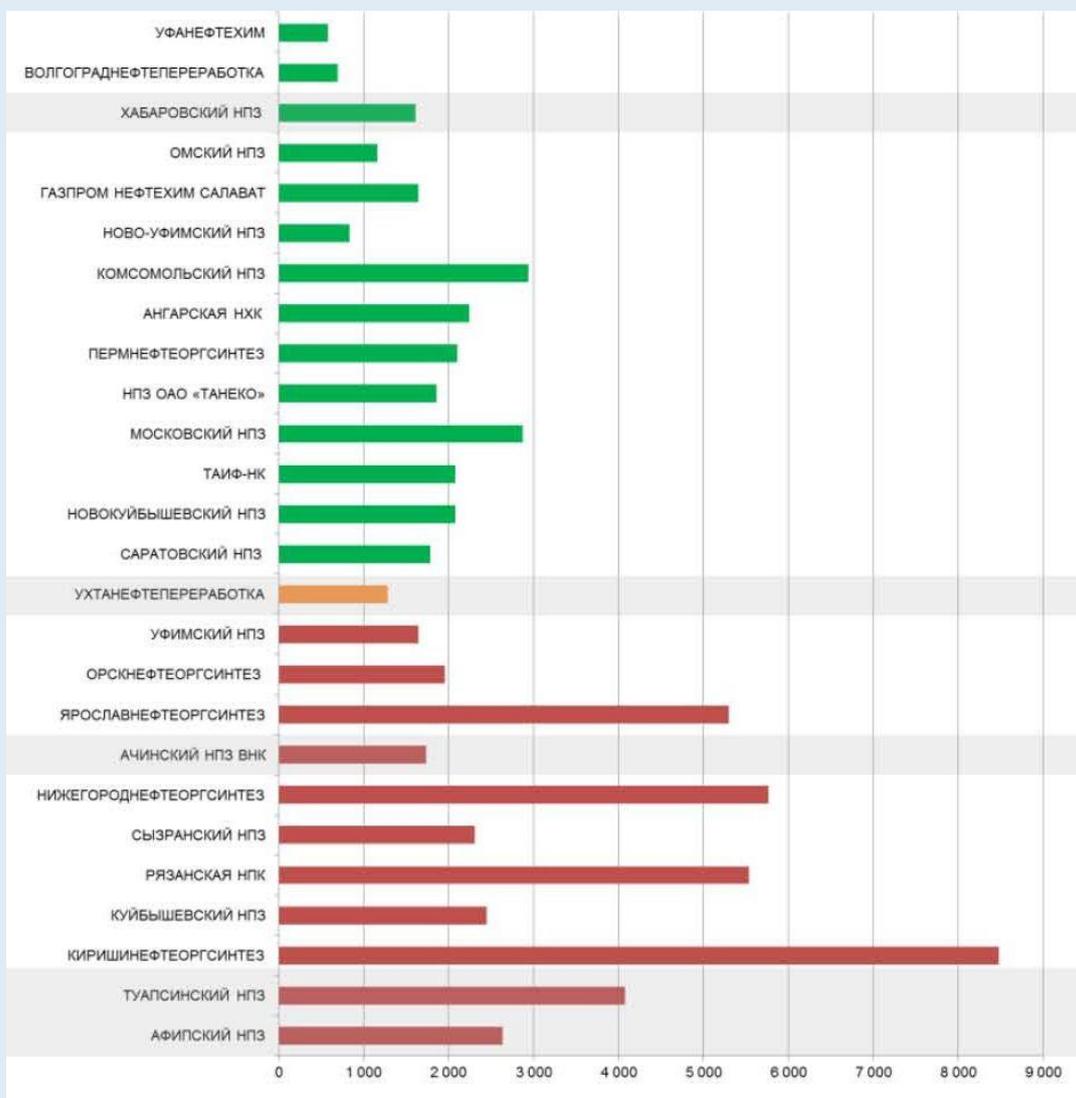
Индекс Нельсона и глубина переработки



Сложно утверждать, что НПЗ с низким индексом Нельсона, находятся под ударом. Если анализировать объем выхода мазута, то, к примеру, на Туапсинском НПЗ этот показатель невысокий, т.к. на заводе идет модернизация, а выпускаемые на нем продукты идут на экспорт.

Среднегодовой выход мазута составляет 28%. НПЗ в г. Кириши (ОАО «Сургутнефтегаз») – лидер по производству мазута в абсолютном значении. На Афипском НПЗ выход мазута составляет 40%, на заводе в Ухте порядка 30%, на Ачинском чуть более 30% (см. «Производство мазута в 2014 г.»).

Производство мазута в 2014 году, тыс. тонн



При налоговом маневре возникает вопрос высокой экспортной пошлины на мазут. У ряда НПЗ доля экспортируемого мазута очень велика (см. «Доля экспортируемого мазута»).

В отличие от Туапсинского и Афипского НПЗ затраты по транспортировке мазута до рынков сбыта НПЗ в Ухте очень высокие (см. «Транспортные затраты»). Если объем производства на заводе велик, но транспортные затраты низкие (у Туапсинского и Афипского они составляют меньше 500 руб./т), то это

позволяет продавать мазут и получать необходимую выручку даже вопреки налоговому маневру. Те НПЗ, которые находятся далеко от рынков сбыта и выпускают большой объем мазута, напротив, могут попасть под удар налогового маневра.

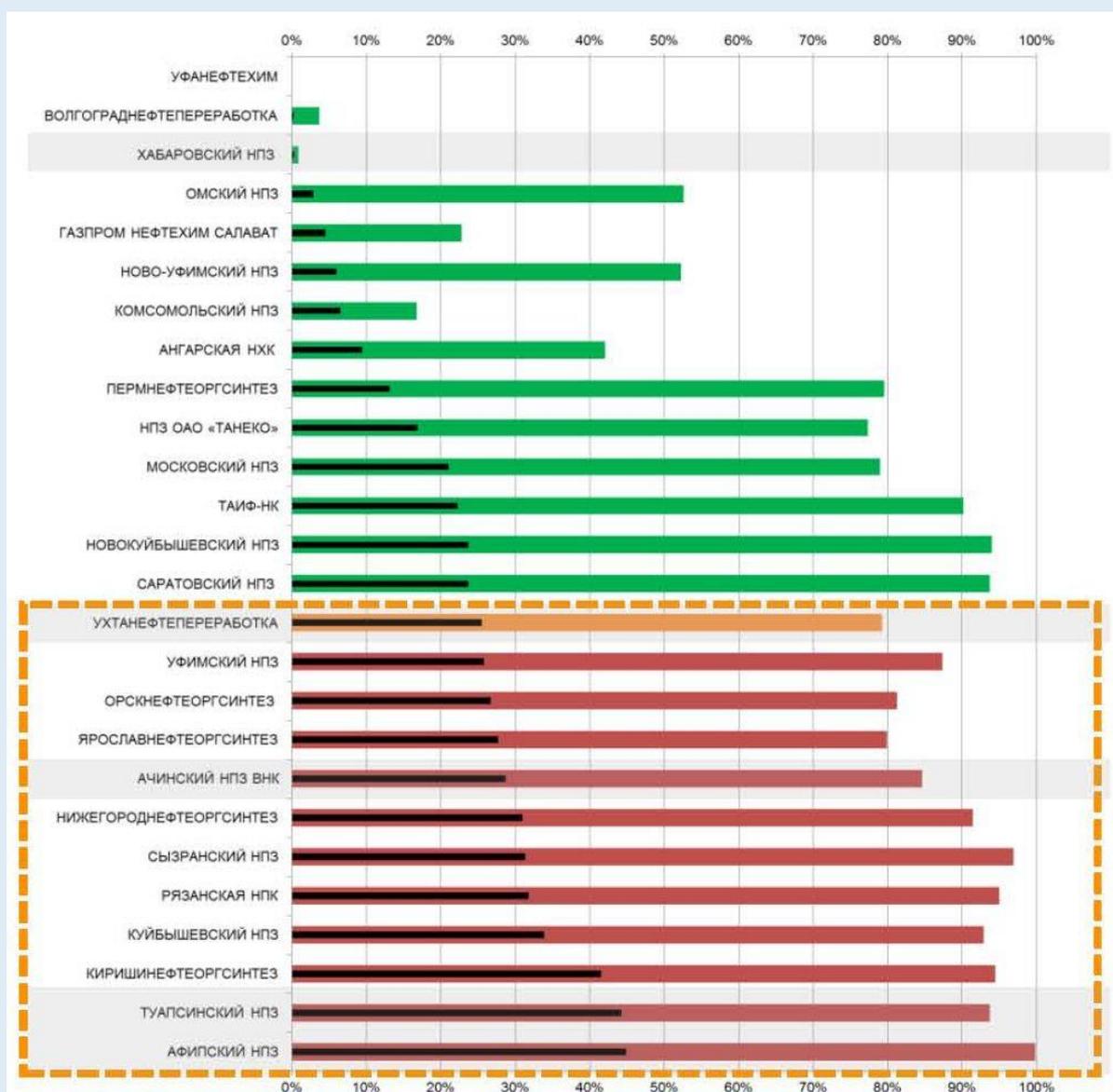
Рынок сбыта мазута Северной Европы для бункеровки с 2015 года подпадает под меру Международной конвенции по предотвращению загрязнения с судов (МАРПОЛ) по содержанию серы в топливе, используемом на су-

дах, не более 0,1% для зон SECA. Эта проблема решается судовладельцами тремя путями: 1) использование газового топлива; 2) использование низкосернистого дизеля; 3) установка скрабера на выходящие газы.

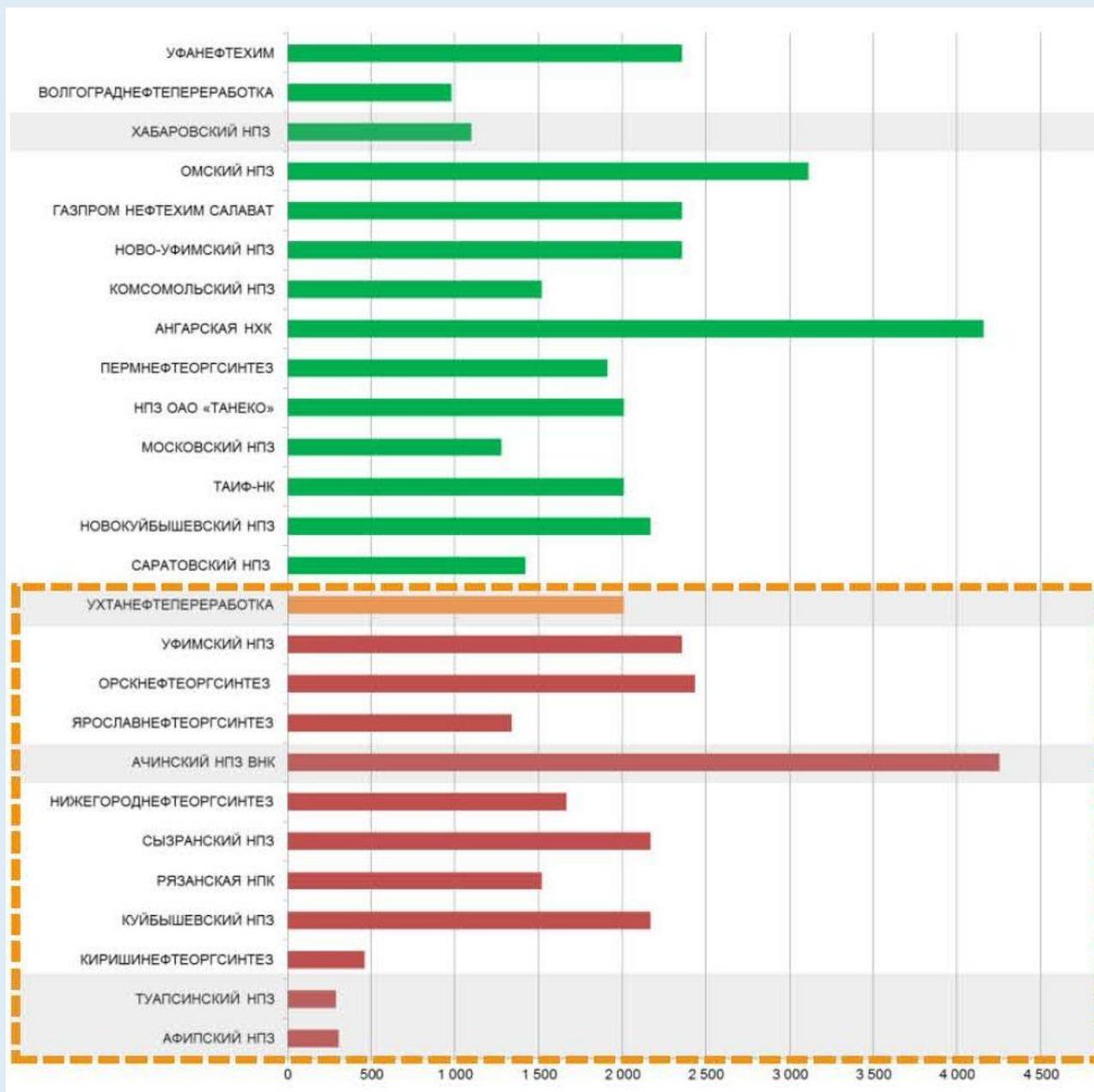
У каждого из методов есть свои плюсы и минусы: скрабер стоит дорого, следовательно,

стоимость дизеля может вырасти; при использовании газа судно должно ходить из точки А в точку Б по постоянному маршруту, т.к. необходима система заправки газа. Эти нюансы оказывают значительное влияние на потребление мазута для бункеровки на рынки Северной Европы. Мы ожидаем, что эти факторы будут влиять на снижение спроса и, соответственно, на НПЗ.

### Доля экспортируемого мазута



Транспортные затраты, руб./т



Что касается Дальнего Востока, то потребление мазута со стороны Китая может снизиться из-за замещения российского мазута, который использовался НПЗ, нефтью, которая

была куплена при падении мировых цен на нефть.