

# Восстановление

Добыча нефти в РФ  
*перешла к росту*

Европа *критически*  
*страдает* от нехватки газа

Российский уголь *с трудом*  
*находит новые рынки*



## Ключевые выводы

### Нефтяной рынок

- добыча российской нефти в июне существенно выросла благодаря увеличению переработки
- экспорт немного сократился, однако его структура продолжает быстро меняться, поставки в Азию растут
- переработка нефти резко выросла на фоне увеличения маржинальности НПЗ и восстановления экспорта нефтепродуктов, прогноз улучшен
- добыча нефти уже в течение лета может выйти на уровень февраля

### Газовый рынок

- поставки российского трубопроводного газа в Европу в июле упадут до исторического минимума в 3,8 млрд кубометров
- даже если ситуация с турбиной для «Северного потока» разрешится, газопровод не выйдет на полную мощность в обозримом будущем
- кризисное состояние энергорынка заставляет власти стран ЕС национализировать отрасль, процесс будет только нарастать

### Угольный рынок

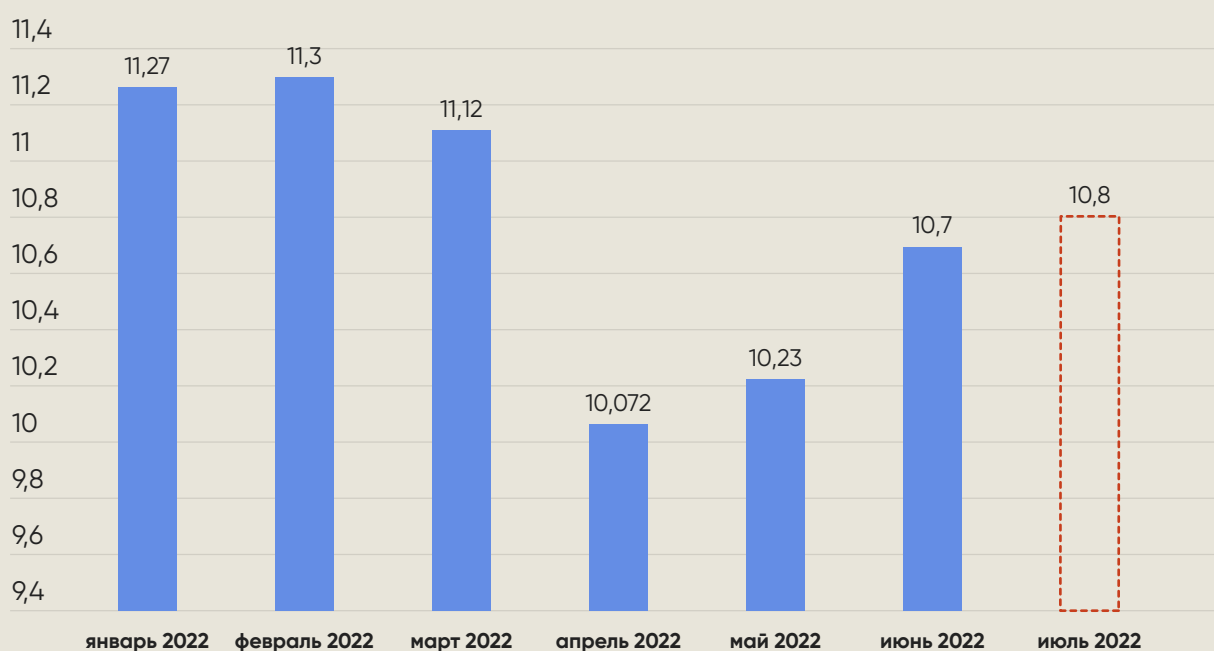
- экспорт угля продолжает адаптироваться к эмбарго ЕС: морской экспорт растёт, но общий объём снижается
- дисконты для российского угля продолжают оставаться высокими, но на восточном направлении динамика стабилизировалась
- в июле экспорт должен вырасти в результате изменения методики распределения мощностей Восточного полигона в пользу угля из Кузбасса

## Россия и нефть: НПЗ нашли второе дыхание

В июне основным трендом в российском ТЭК стало восстановление добычи и экспорта нефти и угля после существенных снижений в апреле-мае, вызванных санкциями и их побочными эффектами. Если в отчёте за май мы отмечали постепенную адаптацию российских компаний к введённым ограничениям, то в июне участники рынка смогли не просто сохранить прежние уровни производства, но даже увеличить их. Насколько устойчивым будет это восстановление, и удастся ли сохранить набранные темпы осенью, нам ещё предстоит увидеть. Что касается газа, то «Газпром» продолжает снижать поставки в Европу, что уже заставляет власти крупнейших стран ЕС принимать экстраординарные меры для борьбы с кризисом: проводить национализацию крупнейших энергетических компаний, вводить дополнительные налоги для потребителей и обдумывать нормирование потребления энергоресурсов.

**Что произошло.** Добыча нефти в России в июне выросла на 5% относительно уровня мая до 10,7 млн баррелей в сутки и достигла самого высокого уровня, начиная с февраля. Добычу увеличивали практически все компании, единственное существенное исключение – проект «Сахалин-1», оператором которого является ExxonMobil. При этом более 90% общего прироста добычи по сравнению с маем пришлось на «Роснефть» и принадлежащую ей «Башнефть» – добыча компаний совокупно выросла в июне почти на 580 тыс. баррелей в сутки. ЛУКОЙЛ и «Газпром нефть» сохранили добычу примерно на уровне мая.

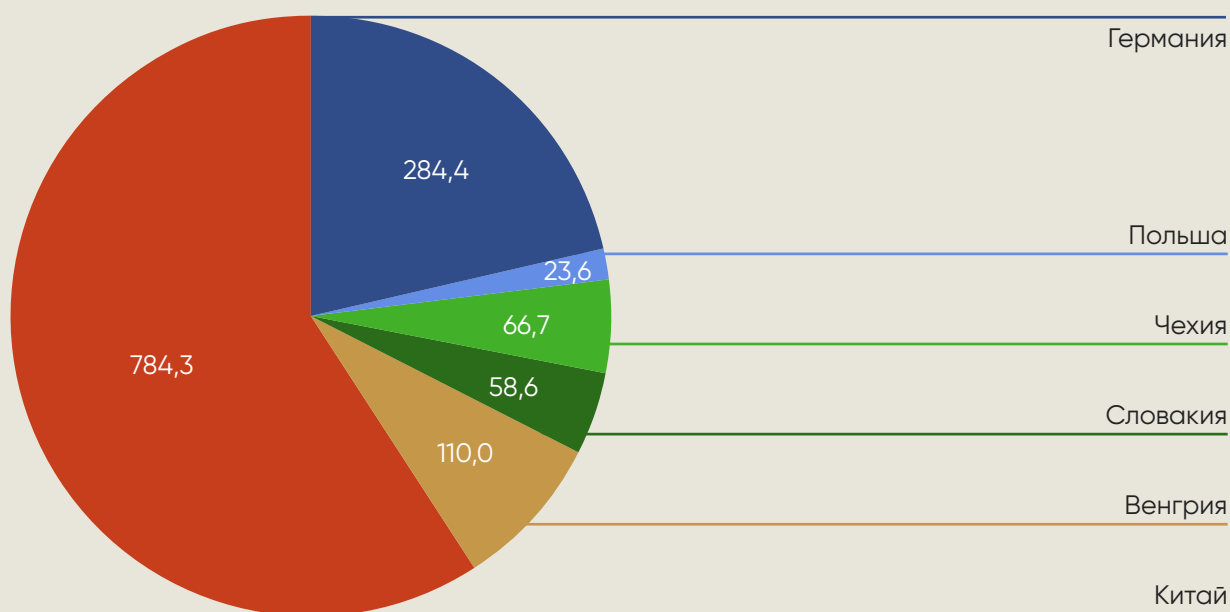
**Добыча российской нефти, млн баррелей в сутки**



**Экспорт не пострадал.** Это немного неожиданное развитие событий, учитывая тот факт, что в мае были введены санкции ЕС против «Роснефти» и «Газпром нефти», которые должны были крайне затруднить для этих компаний отправку нефти на экспорт. В действительности, однако, «Роснефть» экспорт даже нарастила примерно на 4% (85 тыс. баррелей в сутки), причём увеличились именно морские отгрузки, в основном из Усть-Луги, тогда как экспорт в Европу по трубопроводу снижался. При этом общий экспорт нефти из РФ упал в июне на 3,2% до 5,05 млн баррелей в сутки.

В майском отчёте мы ожидали более серьёзного сокращения экспорта в июне – примерно на 300 тыс. баррелей в сутки. Реальное сокращение составило лишь около 166 тыс. баррелей в сутки и, по косвенным признакам, не было в полной мере вынужденным – такие компании как ЛУКОЙЛ и «Газпром нефть», вероятно, сознательно предпочли поставить нефть на НПЗ в России, а не экспортировать, поскольку это оказалось более выгодным (см. ниже). Более того, по данным Kpler, в июне морские отгрузки нефти из РФ были рекордными за последние три года, причём отгрузки Urals в Европу выросли впервые с февраля.

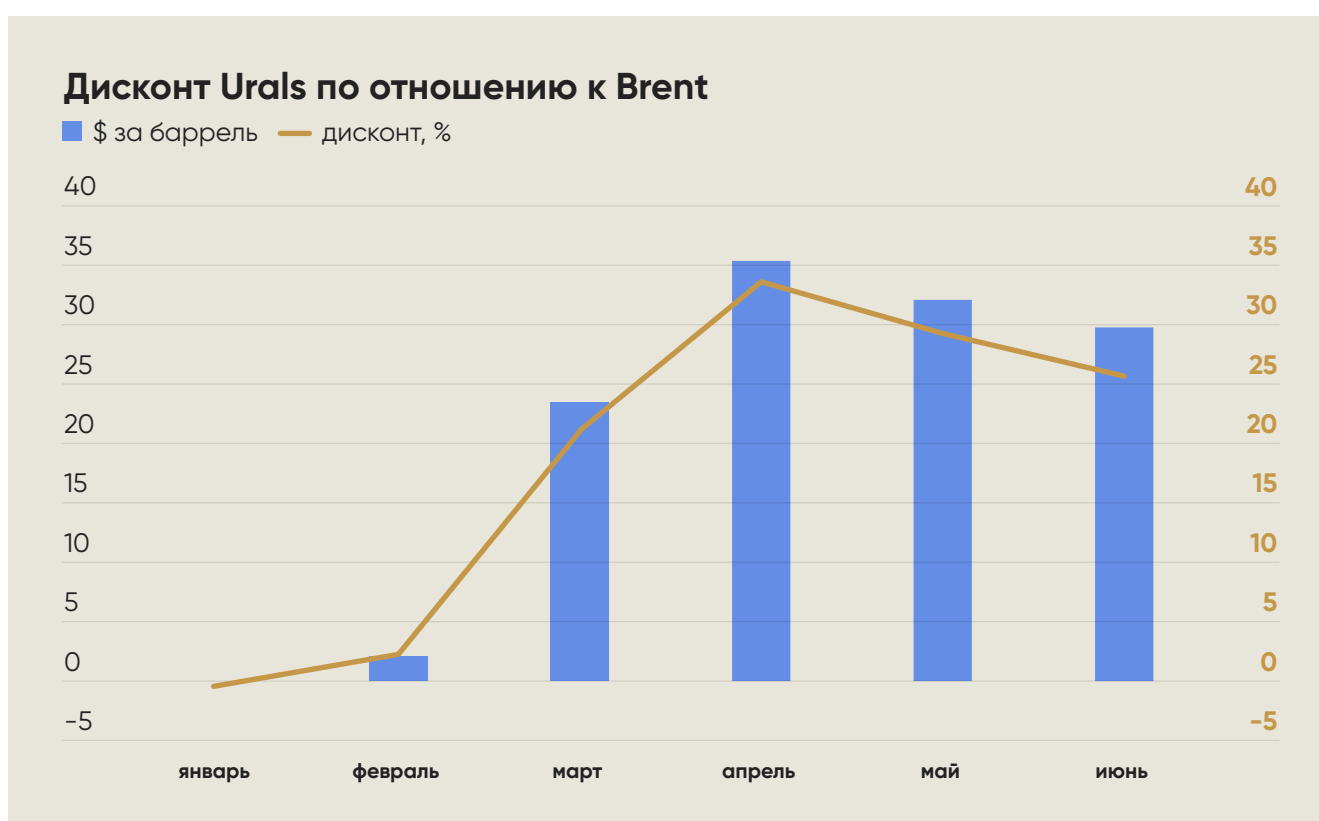
**Экспорт нефти из РФ по трубопроводам в июне,  
тыс. баррелей в сутки**



При этом тренд на переориентацию экспорта российской нефти в Азию продолжился: по оценке Kpler, в июне поставки российской нефти в Китай могли достигнуть 2 млн баррелей в сутки (как по морю, так и по ВСТО), в Индию – 985 тыс. баррелей в сутки. Россия второй месяц подряд стала крупнейшим поставщиком нефти в Китай, обеспечивая 15% всего импорта и обойдя Саудовскую Аравию. Что касается Индии, то прирост поставок к маю составил почти 20%, а в годовом выражении – более чем в 20 раз. Уже в июле Россия

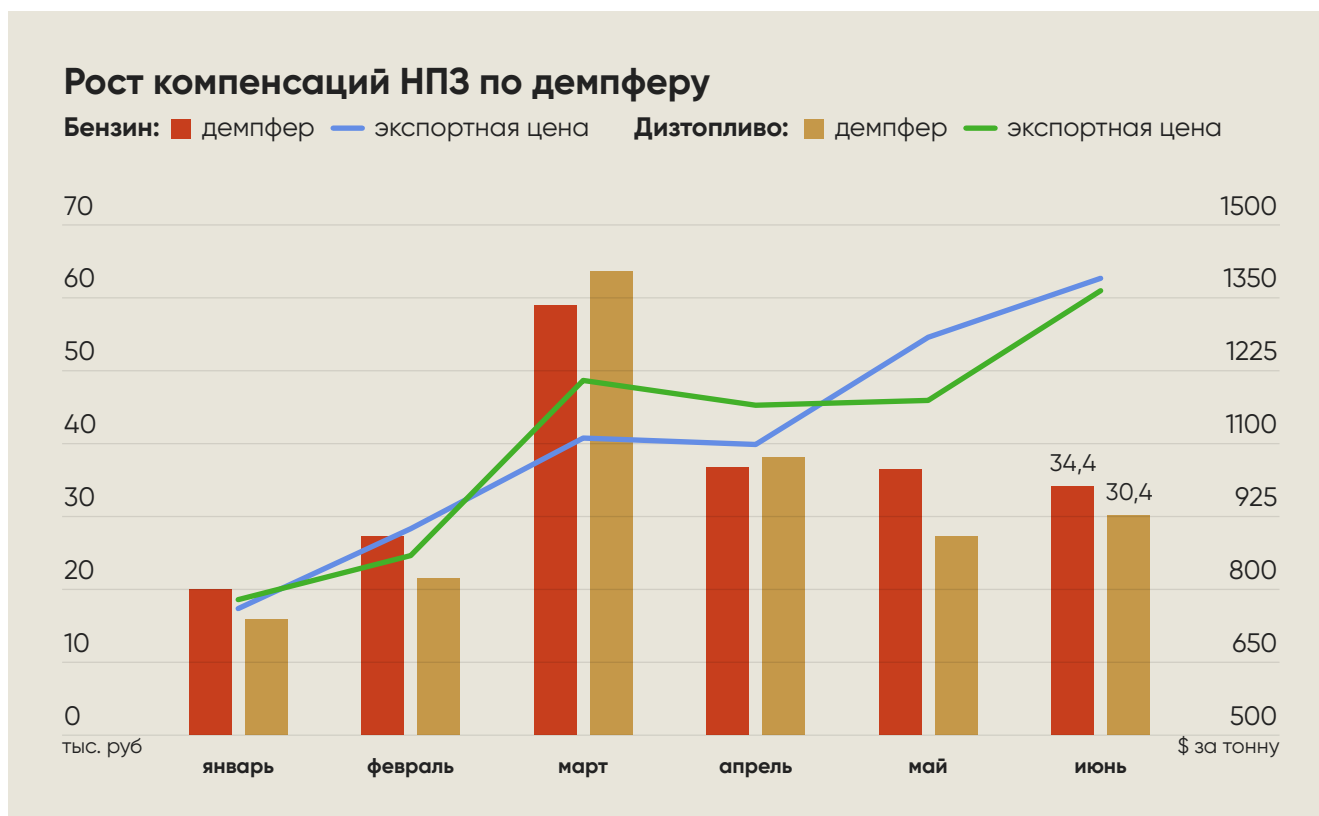
может стать крупнейшим поставщиком нефти в Индию, обойдя Ирак (1,02 млн баррелей в сутки в июне) и обеспечивая более 20% импорта нефти в страну. Таким образом, в июне совокупно на Китай и Индию приходилось 60% всего экспорта нефти из России, тогда как в феврале – менее трети.

Улучшение ситуации с экспортом отражает и динамика дисконта, с которым Urals продается к Brent. В среднем в июне дисконт составлял \$25,4 на баррель, тогда как в апреле превышал \$33 за баррель. Нужно отметить, что при общей тенденции к сокращению дисконт сильно различается в зависимости от направления: так, по оценке Platts, на конец июня дисконт на партии Urals с поставкой в Роттердам составлял \$35,2 на баррель, тогда как на средиземноморском базисе партии Urals торговались с премией к Brent в \$0,3.



**Прогноз.** В целом можно констатировать, что экспорт российской нефти полностью адаптировался к санкциям и, по крайней мере, в течение лета едва ли следует ожидать его существенного снижения. Мы полагаем, что дисконт для российской нефти продолжит снижаться, однако останется существенным в обозримом будущем. На наш взгляд, российские власти будут подталкивать компании к тому, чтобы по возможности привести уровень добычи нефти в соответствие с квотой России в соглашении ОПЕК+: в июне добыча отставала от этой квоты на 913 тыс. баррелей в сутки. Возвращение на этот уровень, который соответствует производству нефти в РФ до пандемии, важно для продолжения взаимодействия с Саудовской Аравией на нефтяном рынке и предотвращения избыточной конкуренции в ситуации, когда российские поставки из-за санкций стали более уязвимыми.

**Нефтепереработка: неожиданное Эльдorado.** Именно рост поставок на НПЗ обеспечил увеличение добычи нефти в июне: первичная переработка выросла на 8% к маю до 5,4 млн баррелей в сутки. Наибольший прирост у «Роснефти» – примерно на 17,5% до 1,14 млн баррелей в сутки, в основном он обеспечен запуском Туапсинского НПЗ, который полностью останавливался в апреле-мае из-за проблем с экспортом нефтепродуктов. ЛУКОЙЛ нарастил переработку на 11% до 938 тыс. баррелей в сутки, «Газпром нефть» – на 7% до 705 тыс. баррелей в сутки. Эти две последние компании загрузили свои заводы до уровня, близкого к максимальной проектной мощности.



Основная причина высокой загрузки – увеличившаяся маржинальность переработки, особенно для сложных НПЗ, которые выпускают мало мазута и много товарных нефтепродуктов. Маржинальность выросла отчасти из-за того, что нефть для НПЗ внутри страны относительно подешевела (из-за дисконта Urals к Brent, что отразилось на экспортном нетбэке), при этом дисконты при экспортных продажах российских нефтепродуктов не столь велики, как на российскую нефть (относительно их стоимости). Кроме того, по косвенным признакам, российские нефтекомпании постепенно находят способы восстановления экспорта нефтепродуктов: в июне, судя по данным Kpler, экспорт нефти из РФ мог вырасти почти в два раза после резкого снижения в апреле-мае.

Однако главной причиной роста маржинальности остаются государственные механизмы поддержки переработки, такие как обратный акциз на нефть и демпфер. Особенно важен последний – он выплачивается НПЗ за поставку бензина и дизтоплива на внутренний

рынок, его объём зависит от динамики экспортного нетбэка на соответствующий продукт. Поскольку в долларах экспортная стоимость бензина и дизтоплива выросла с января почти в два раза, выплаты по демпферу также серьёзно увеличились: в первом полугодии их совокупный объём составил 1,4 трлн руб., что в два раза больше, чем за весь 2021 год. Сейчас, поскольку на внутреннем рынке есть спрос на топливо, нефтяные компании стараются увеличить его продажи даже несмотря на то, что это оказывает давление на оптовые цены. Так, в конце июня бензин Аи-95 в оптовом звене стоил около 42 тыс. руб. за тонну, что на 26% ниже, чем год назад, хотя цены на нефть сейчас на треть выше. Тем не менее, для нефтяных компаний это всё равно выгодно благодаря выплатам по демпферу за те объёмы, которые они продают на внутреннем рынке.



Стоит отметить, что повышенная маржа переработки является не исключительно российским, а общемировым явлением. К примеру, Shell в своём отчёте за второй квартал 2022 года сообщила, что маржа её НПЗ выросла в апреле-июне в 2,5 раза относительно первого квартала – до \$28,04 на баррель против \$10,23. Маржа некоторых НПЗ в Мексиканском заливе сейчас достигает \$40 за баррель. Основной причиной такой динамики является сокращение мощности НПЗ в мире в период пандемии, которое было особенно серьёзным в Европе: по оценке ВР, мощности первичной переработки там сократились по итогам 2021 года на 3,7% относительно 2019 года – до 15,09 млн баррелей в сутки.

Сокращение поступлений российских нефтепродуктов на европейский рынок и резкий рост цен создали эффект домино: Европа импортирует всё больше нефтепродуктов из США

и Ближнего Востока, что повышает цены и на этих рынках. При этом лимитирующим фактором для удовлетворения спроса сейчас является не количество доступной нефти, а объём мощностей по её переработке. Примечательным является тот факт, что администрация США в ходе диалога с крупнейшими переработчиками уже дала понять, что рассматривает возможность ограничения или запрета экспорта нефтепродуктов для снижения цен внутри страны. Хотя пока такая возможность остаётся скорее теоретической, в прошлом власти США прибегали к подобным мерам: так, вскоре после энергетического кризиса 1973 года был введён запрет на экспорт нефти из страны, действовавший до 2016 года.

**Прогноз.** В июне нефтепереработка стала для крупных нефтекомпаний самым маржинальным сегментом бизнеса, более выгодным, чем экспорт нефти. В особенно выигрышном положении оказались модернизированные НПЗ ЛУКОЙЛа и «Газпром нефти», однако и более простые НПЗ тоже смогли заработать. По нашему мнению, существует риск, что на этом фоне государство может уменьшить объём субсидий, выделяемых нефтепереработке – уже одобрены поправки в Налоговый кодекс, которые сократят размер демпфера на бензин на треть в сентябре-декабре.

В майском отчёте мы предполагали, что по итогам года мощности первичной переработки в России могут сократиться на 10% с 280 млн тонн в 2021 году. Следует признать, что сейчас мы видим повышательные риски для этого прогноза – хотя ориентированные на экспорт простые НПЗ в России по-прежнему находятся в наиболее уязвимом положении, в данный момент большинство из них всё же являются операционно прибыльными. Их загрузка будет зависеть, в первую очередь, от того, насколько удастся восстановить экспорт мазута, средних дистиллятов и нефти, а также от динамики дисконта на российскую нефть и нефтепродукты. Хотя в конце этого-начале следующего года основной рынок для российских нетоварных нефтепродуктов – Европа – должен от них отказаться в соответствии с принятым эмбарго, появляется всё больше сомнений в том, что такой отказ возможен в оговоренные сроки.



## Газ: энергокризис 2.0

**Что произошло.** «Газпром» в июне снизил прокачку газа по «Северному потоку» на 60% из-за того, что компания Siemens вовремя не вернула одну из турбин для компрессорной станции «Портовая» (подаёт газ в этот газопровод) после ремонта. Siemens не смогла этого сделать, поскольку данные турбины производства Rolls-Royce традиционно ремонтируются на заводе в Монреале, а Канада ввела санкции против «Газпрома» и отказалась отдавать турбину. Также под вопросом оказалось обслуживание остальных турбин, установленных на «Портовой» (6 агрегатов мощностью по 50 МВт и ещё два вспомогательных по 27 МВт, из которых один запасной). В начале июля власти Канады заявили, что вернут турбину в Германию (откуда она затем будет поставлена в Россию).

**Эффект на рынок.** Важно отметить, что, хотя поставки «Газпрома» в Европу сокращались начиная с августа 2021 года, до последнего времени компания не нарушала контракты со своими потребителями. Хотя объёмы отбора снижались, поскольку цены на газ выросли настолько, что клиенты «Газпрома» вынуждены были сокращать потребление, «Газпром» выполнял все поданные заявки. Определённый перелом произошёл в мае, когда из-за отказа перейти на оплату газа в рублях поставки были прекращены в Прибалтику, Польшу, Финляндию, Данию, Нидерланды и Болгарию. Тем не менее, ключевые потребители «Газпрома» в Германии, Италии, Франции и Австрии продолжали получать газ.

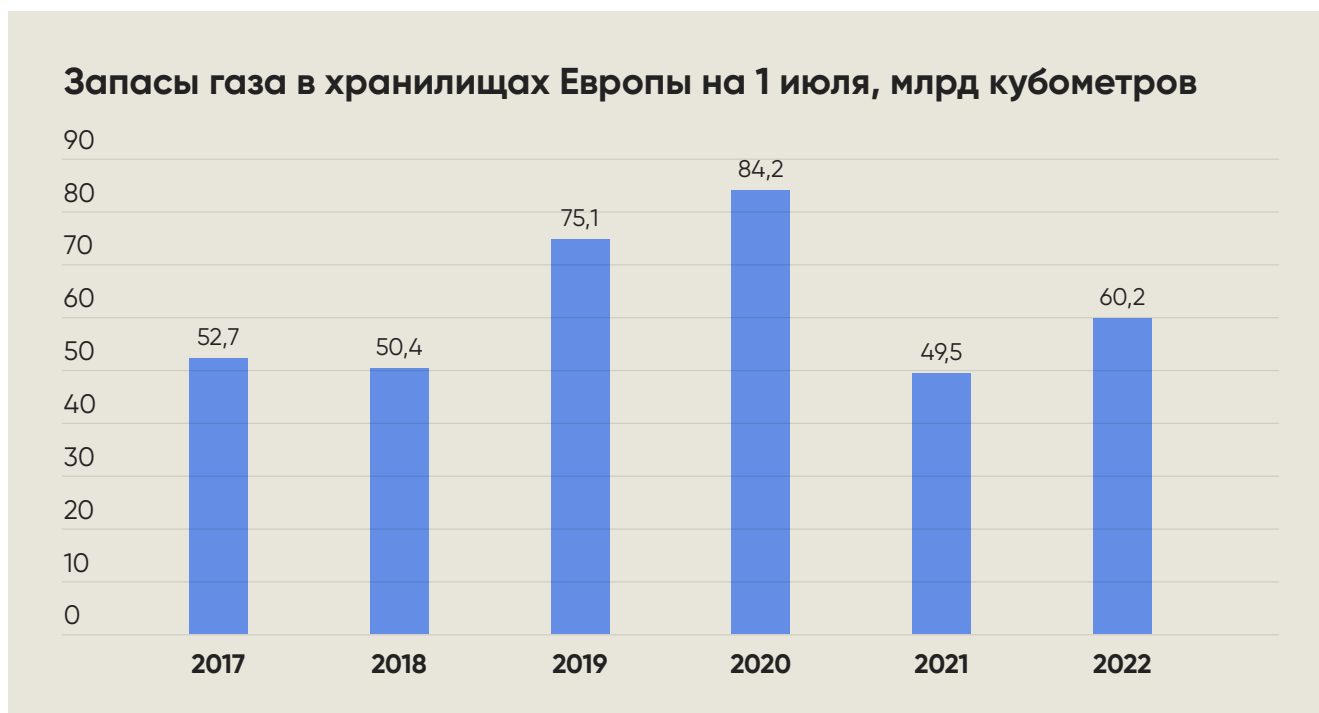
В ситуации с «Северным потоком» были затронуты поставки всем ключевым потребителям, в том числе крупнейшим – немецкому концерну Uniper и итальянской Eni. Снизив прокачку по «Северному потоку», «Газпром» не стал восполнять эти объёмы через украинский транзитный маршрут. Хотя украинская сторона отказывается принимать газ через газоизмерительную станцию Сохрановка, «Газпром» мог бы поставлять около 80 млн кубометров в сутки через газоизмерительную станцию Суджа, однако на практике прокачка через нее составляет 40–42 млн кубометров в сутки. Маршрут через Польшу не используется, поскольку РФ наложила санкции на оператора польского участка газопровода «Ямал-Европа» в ответ на санкции, которые Варшава ввела в отношении российских компаний, в том числе «Газпрома».

В результате, поставки «Газпрома» в ЕС в июне упали до минимального значения за последние, как минимум, 20 лет – до 4,7 млрд кубометров против 7,9 млрд кубометров в мае. Поскольку в июле «Северный поток» остановится на 10-дневный плановый ремонт, поставки «Газпрома» могут упасть до исторического минимума в 3,8 млрд кубометров. Такая динамика привела к тому, что спотовые цены на газ в Европе в июне взлетели вдвое – \$900 за тыс. кубометров в начале месяца до \$1900 за тыс. кубометров к 7 июля.

Таким образом, хотя поставки «Газпрома» в Европу и сократились на 42% в июне по сравнению с маем, его выручка могла даже возрасти за счёт увеличения цены.



Отметим, что, несмотря на резкий рост цен, газовые компании Европы пока продолжают активную закачку газа в подземные хранилища. Тем не менее, по состоянию на 1 июля уровень запасов в ПХГ отставал от среднего значения на эту дату за последние пять лет примерно на 2 процентных пункта. Если поставки по «Северному потоку» в течение лета не будут возобновлены в полном объёме, странам ЕС будет крайне сложно выполнить цель по заполнению ПХГ на 90% к 1 ноября.



**Кризис на пороге.** Сокращение потока российского газа поставило энергетический сектор Германии в крайне тяжёлое положение. Один только Uniper в июне терял по 30 млн евро в день, поскольку вынужден был для выполнения контрактов с собственными клиентами покупать газ на рынке по значительно более высокой цене. Общие потери крупных трейдеров и сбытовых компаний на рынке Германии в июне оценивались в 4 млрд евро. Uniper, в частности, оказался на грани банкротства, и правительство Германии разработало специальный закон, который позволяет властям выкупить дополнительную эмиссию акций Uniper на сумму до 9 млрд евро. Поскольку объём допэмиссии примерно вдвое превышает текущую капитализацию компании, такой сценарий означает национализацию Uniper и возвращение немецкого рынка в 2000 год, когда большая часть энергетики страны была сконцентрирована в руках концерна E. On (из которого впоследствии был выделен Uniper). Напомним также, что власти Германии ввели внешнее управление в отношении активов «Газпрома» в стране, куда входила одна из крупнейших сбытовых структур на рынке газа Gazprom Germania, а также доля в газопроводном операторе Gascade.

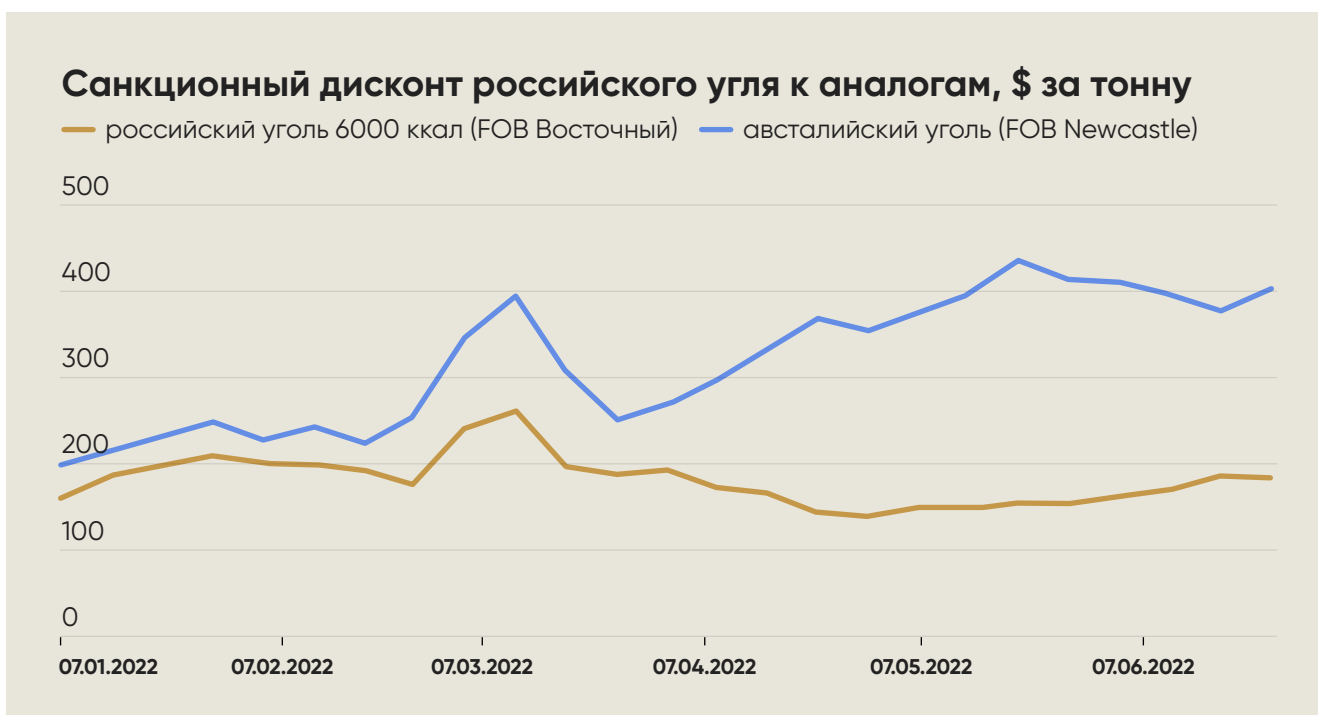
Схожие шаги предпринимают и власти Франции, которые решили консолидировать 100% в крупнейшей местной энергетической компании EdF, которая последние годы страдает от долгов, сложностей в эксплуатации своих атомных блоков и особенностей госрегулирования (власти обязывают EdF продавать энергию АЭС ниже рыночной цены). Следует ожидать подобных тенденций и на других крупных энергетических рынках континентальной Европы, что приведёт к резкому увеличению масштабов госрегулирования, введению крупных субсидий и связанных с ними налогов (для финансирования этих трат), а также росту бюджетных обязательств. В какой степени эти меры будут способны сгладить негативные эффекты для потребителей, остаётся неясным. По прогнозам ассоциации жилищного хозяйства Германии, в 2022 году расходы на электроэнергию для домохозяйства, состоящего из одного человека, вырастут на 2,7 тыс. евро, из четырёх человек – на 5 тыс. евро.

**Прогноз.** По нашему мнению, объём поставок по «Северному потоку» увеличится после того, как Siemens отгрузит «Газпрому» отремонтированную турбину. Мы ожидаем, что поставки вырастут до 100 млн кубометров в сутки с нынешних 67 млн кубометров в сутки, однако останутся ниже проектной мощности в 167 млн кубометров в сутки. «Газпром», вероятно, будет настаивать на гарантиях ремонта остальных турбин на компрессорной станции «Портовая», прежде чем увеличивать поставки до уровня проектной мощности «Северного потока». В связи с этим в июле-августе цены на газ останутся на повышенном уровне (выше \$1000 за тыс. кубометров), что затруднит для стран ЕС заполнение хранилищ.

## Уголь: сложный баланс

**Что произошло.** Экспорт угля из России пытается найти баланс между, с одной стороны, растущим спросом и ценами на мировом рынке, а с другой, последствиями эмбарго со стороны ЕС и сохраняющимися ограничениям железнодорожной инфраструктуры для вывоза на восток. В июне морской экспорт угля из РФ, по данным Kpler, сократился примерно на 0,6% к маю до 16,45 млн тонн, однако вырос по отношению к июню 2021 года на 3,5%. Вместе с тем, общий экспорт угля из России (с учётом железнодорожных отгрузок), видимо, сократился, поскольку поставки в Европу почти остановились, а отгрузки в Китай сдерживает нехватка пропускной способности железнодорожной инфраструктуры. Точных данных за июнь пока нет, но, по статистике РЖД, общая погрузка (уголь – основной товар, который влияет на её динамику) в июне упала на 6,5% год к году и на 4,4% к маю, составив 100 млн тонн. При этом за первое полугодие погрузка угля упала на 5% год к году до 176 млн тонн.

**Перебалансировка.** Ситуация с экспортом российского угля в целом весьма напоминает развитие событий на нефтяном рынке с той разницей, что эмбарго на импорт со стороны ЕС в отношении угля уже вступило в силу в мае. Российские угольщики стремятся найти иные рынки для своего товара. По данным Kpler, крупнейшими импортёрами в июне предсказуемо стали Китай (4,7 млн тонн только по морю) и Индия (1,2 млн тонн). В последнем случае поставки выросли за месяц на 35% и в июле, вероятно всего, продолжат расти, поскольку власти Индии заставляют свои энергетические компании активнее импортировать уголь на фоне всплеска спроса на электроэнергию. Также весьма крупным импортёром российского угля стала Турция (1,8 млн тонн).



При этом анализ динамики дисконтов на российский уголь показывает, что компаниям, хотя и удаётся найти новых клиентов, приходится предлагать им гигантские скидки. Как на восточном, так и на западном направлении российский уголь торгуется с дисконтами более \$200 на тонну (45-50%) относительно региональных бенчмарков, что более чем в 10 раз больше, чем до 24 февраля. Причём если в восточном направлении наблюдается определённое сужение дисконтов, то на западном направлении (FOB Балтика) они все ещё растут.

**Прогноз.** Мы полагаем, что экспорт российского угля в июле-августе продолжит восстанавливаться по мере выстраивания логистических цепочек. Также положительно должно сказаться новое изменение правил перевозки угля на Восточном полигоне, которое с 1 июля вернуло производителям угля Кузбасса, Хакасии и Тувы квоты на приоритетный вывоз на восток. Мы предполагаем, что спрос на уголь в Азии продолжит расти в летние месяцы на фоне крайне высоких цен на СПГ, что делает его практически недоступным для некоторых покупателей (Пакистан, Вьетнам, Таиланд) и заставляет активнее загружать угольные электростанции.

## Электроэнергетика: европейские компании уходят с рынка

**Что произошло.** Европейские энергетические компании, которые испытывают всё увеличивающиеся проблемы на родных рынках, пытаются ускоренно продать активы в России. На 24 февраля в России работали три крупные энергокомпании с европейским капиталом: «Энел Россия», ПАО «Фортум» и «Юнипро», контрольные пакеты которых принадлежали соответственно итальянской Enel, финскому Fortum и немецкому Uniper (последний в настоящее время также контролируется Fortum). В середине июня Enel сообщила о продаже своего пакета «Энел Россия» консорциуму ЛУКОЙЛа и фонда «Газпромбанк-Фрезия» за 137 млн евро. Fortum и Uniper также активно ведут переговоры об уходе, но о сделках пока не объявлялось.

**Почему это важно.** Совокупно на эти три компании приходится около 22,7 ГВт установленной мощности электростанций, основу которых составляют недавно построенные технологичные газовые блоки. Если бы все эти активы купил один игрок, он стал бы третьим в стране по объёму установленной мощности тепловой генерации (после «Газпром энергохолдинга» и «Интер РАО»). При этом список реальных претендентов не так велик, поскольку для продавцов важно, чтобы покупатель с гарантией не попал бы под санкции и имел возможность перевести деньги за рубеж. С этой точки зрения Газпромбанк, через который европейские компании сейчас осуществляют платежи за российский газ, выглядит наиболее надежным вариантом. При этом не исключено, что впоследствии Газпромбанк может продать часть активов отраслевым игрокам.

Главной проблемой при покупке «Фортум» и «Юнипро» может стать зависимость от иностранного сервиса при обслуживании газовых турбин производства Siemens и GE, установленных на электростанциях этих компаний. Санкции ЕС и США запрещают такое взаимодействие. Осуществление сервиса собственными силами российских компаний может стать крайне сложной задачей, а потенциальные остановки из-за неисправности оборудования будут для покупателя веской причиной потребовать значительного дисконта к цене продажи.

