

Цены на нефть: от консерватизма к умеренному оптимизму

- С начала года средняя цена нефти сорта Brent составила \$ 116 за баррель (в т.ч. в феврале - \$ 120 за баррель), что превосходит наш декабрьский прогноз в \$ 105/bbl (более подробно см. обзор «Роснефть vs ЛУКОЙЛ: из двух лидеров выбираем лучшего» от 16.12.2011 г).
- Основными драйверами опережающего роста цен на нефть стали эскалация напряженности вокруг Ирана (в ответ на объявленное со стороны ЕС нефтяное эмбарго, которое должно вступить в силу 1 июля, персидские власти прекратили поставки сырья в ряд европейских стран) и сигналы оживления, поступающие со стороны мировой экономики.
- Мы полагаем, что действие иранского фактора носит долгосрочный характер, а значит риски возникновения физического дефицита на рынке нефти (Иран – это не только 2.5 млн. барр. в сутки экспортных мощностей, но и ключ к Ормузскому проливу, через который ежедневно проходит 16-19 млн. барр. сырья) продолжают оказывать влияние на котировки.
- При этом наблюдаемые тренды в мировой экономике убеждают нас в сохранении позитивных тенденций в отношении спроса на энергоносители, а значит проблема приближения к «peak oil» приобретает все более отчетливые черты.
- Тем не менее, мы полагаем, что в перспективе ближайших 5 лет, более вероятным сценарием выглядит «бэквордация»: цены на нефть, превышающие \$ 110/bbl (уровень предельных маржинальных издержек по перспективным проектам) создают экономические предпосылки для увеличения добычи из нетрадиционных источников.
- Мы повышаем наши прогнозы по ценам на нефть (среднесрочные ориентиры увеличиваются более существенно по сравнению с долгосрочными), и в связи с этим в ближайшее время планируем пересмотреть уровни target prices по сектору.

Денис Борисов
Borisov_DV@nomos.ru

Динамика прогнозных цен на нефть, \$ за баррель

	2012 П	2013 П	2014 П	2013 П	2014 П	2017 П
Сорт Brent						
Старый прогноз	105	106	107	108	109	111
Новый прогноз	122	122	120	118	115	112
Сорт Urals						
Старый прогноз	102.5	103.5	104.5	105.5	106.5	108.5
Новый прогноз	120	120	118	116	113	110

Нефтяной рынок: мы повышаем наши ценовые ориентиры

С начала года средняя цена нефти марки Urals составила \$ 116 за баррель (в феврале - \$ 120 за баррель, с начала марта - \$ 123 за баррель), что более чем на \$ 10/bbl превосходит наш текущий прогноз.

Текущие прогнозные значения цен на нефть сорта Urals, \$ за баррель

2012П	2013П	2014П	2015П	2016П	2017П
102.5	103.5	104.5	105.5	106.5	108.5

Источники: оценки Аналитического департамента НОМОС-БАНКа

Что же произошло с декабря прошлого года, когда мы устанавливали текущие ценовые ориентиры, и на сколько серьезно видоизменилась ситуация на нефтяном рынке за последние два месяца? В нашем обзоре «Роснефть vs ЛУКОЙЛ: из двух лидеров выбираем лучшего» от 16.12.2011 г мы исходили из консервативных убеждений, что рынок нашел свое равновесие на уровне предельных маржинальных издержек (большинство перспективных проектов по новым регионам попадет в интервал \$ 100-110/bbl). В условиях сохраняющейся на тот момент неопределенности относительно дальнейшего развития европейского долгового кризиса и отсутствия явных предпосылок для возникновения специфической военной премии это выглядело вполне оправданно. Однако повторения 2008 г не случилось, мировая экономика устояла и сейчас начинает подавать сигналы оживления. Все более оптимистично выглядит экономическая ситуация в США, уверенный рост демонстрируют многие развивающиеся экономики, в т.ч. и Россия. Китай вызывает определенную тревогу, однако начавшийся цикл смягчения кредитно-денежной политики со стороны китайского Центробанка должен оказать определенную поддержку экономическому росту. Основная угроза по-прежнему исходит из Европы, однако важно отметить, что крупнейшие экономики региона – Германия и Франция – пока что избегают рецессии. Запуск механизма долгосрочного рефинансирования банков со стороны ЕЦБ должен стать важным фактором если не ускорения, то, по крайней мере, стабилизации экономического роста в Европе. Наблюдаемые тренды в мировой экономике убеждают нас в сохранении позитивных тенденций в отношении спроса на энергоносители. А значит ожидаемое некоторыми экспертами (например, WoodMac) приближение peak oil и возникновение дефицита сырья на рынке в районе 2014-2016 гг становится реальностью.

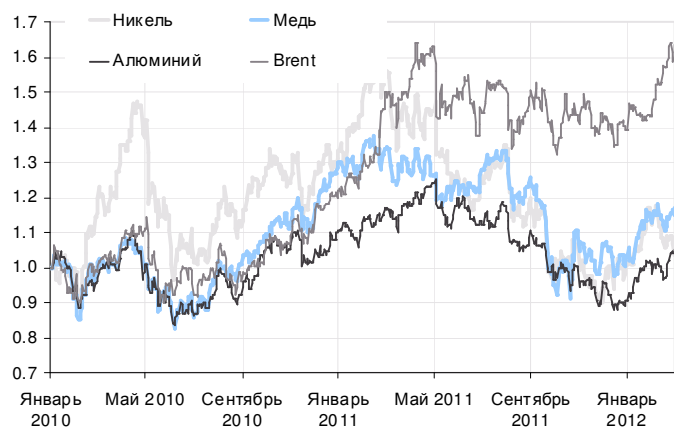
Помимо этого на нефтяном рынке создались предпосылки для присутствия в цене долгосрочной «иранской» премии. Казалось бы, объявленное со стороны ЕС эмбарго на поставки иранской нефти, которое должно было вступить в силу 1 июля, а фактически началось в феврале из-за односторонних действий Ирана, не должно было оказать существенного влияния на баланс спроса и предложения. Действительно, объемы экспорта из Ирана в ЕС составляют всего 0.6 млн. барр в сутки и могут быть компенсированы как за счет логистических изменений, так и посредством задействования недозагруженных мощностей ОПЕК (оцениваются на уровне 3-4 млн барр в сутки, большая часть из которых приходится на Саудовскую Аравию). Однако рынок как всегда живет ожиданиями, полагая, что объявленное эмбарго есть первый шаг в процессе «экспорта демократии», и в обозримом будущем рынок не только может лишиться поставок всей нефти из Ирана (2.5 млн барр в сутки), но и столкнуться с проблемой перебоев поставок сырья через Ормузский пролив (а это - 16-19 млн барр в сутки или примерно 20 % от уровня общемирового потребления).

К сожалению, сейчас не видно сценариев, при которых напряжение могло бы пойти на спад. И похоже, что влияние этого фактора может оказаться продолжительным, однако если дело дойдет до военной операции в Иране, фактор бегства от рисков, скорее всего, перевесит все прочие. В этом случае скачок цен на нефть может оказаться краткосрочным и стать предвестником более низких цен на нефть в более долгосрочной перспективе.

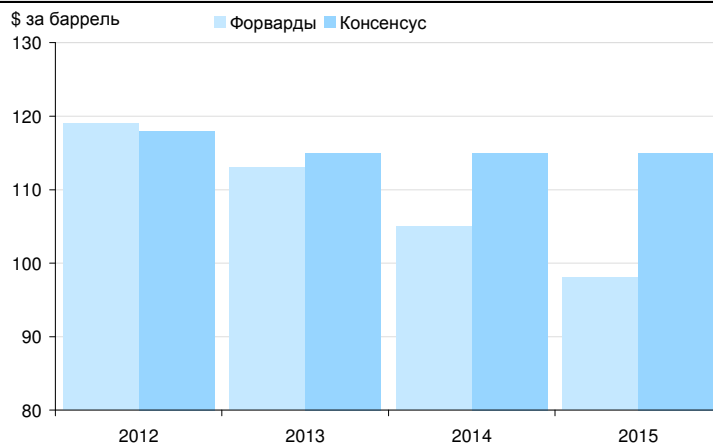
Изменение объективной фундаментальной картины мировых рынков нашло свое отражение в динамике форвардной кривой и консенсус-прогнозов ведущих инвестбанков (даже, несмотря на опережающий рост нефтяных котировок по сравнению с другими commodities). В настоящее время (при сохранении долгосрочной «бэквордации») нефтяные форварды на 2012-13 гг

торгуются в диапазоне \$ 113-119/bbl, рыночный консенсус находится на уровне \$ 115-118/bbl.

Динамика нефти и других commodities



Форварды и рыночный консенсус сорт Brent

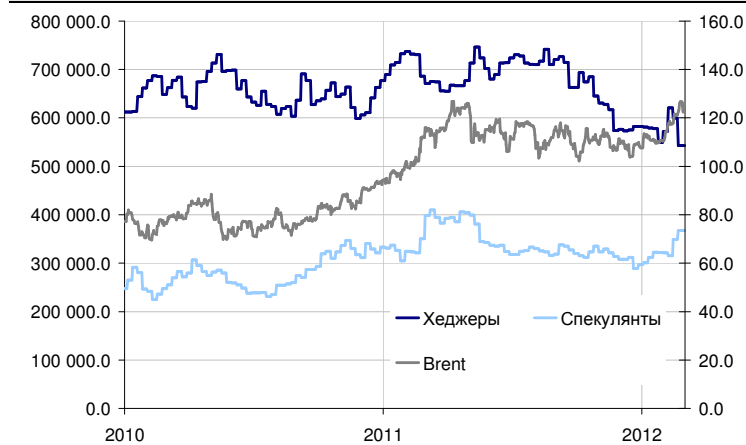


Источники: Bloomberg, оценки Аналитического департамента НОМОС-БАНКа

Проблемы в европейском downstream, которые последние полтора-два года вызывали пристальное внимание инвестиционного сообщества и привели к банкротству одного из крупнейших в мире независимых переработчиков – компанию Petroplus - также потихоньку начинают решаться. И в начале года средняя маржа переработки (особенно низкая в средиземноморском регионе) вышла из области отрицательных значений.

При этом, несмотря на взлет нефтяных котировок, спекулятивная активность на рынке остается ниже аналогичных показателей прошлогодней весны, а значит, текущую ситуацию ни в коем случае нельзя рассматривать как надувание очередного «пузыря».

Количество открытых позиций хеджеров и спекулянтов

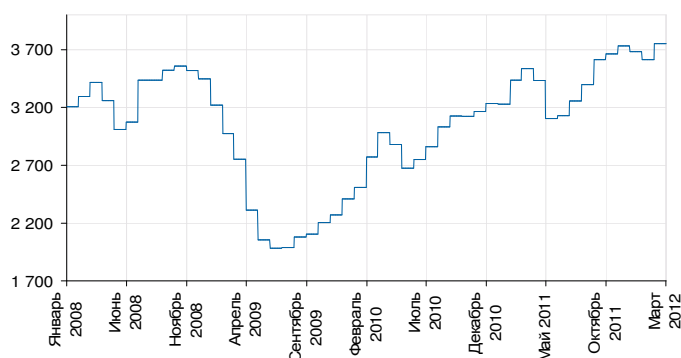


Источники: Bloomberg, оценки Аналитического департамента НОМОС-БАНКа

Что касается долгосрочной динамики нефтяных цен, то в настоящее время мы согласны с высокой степенью вероятности практической реализации сценария «бэквордации». По нашим оценкам, текущее значение цен на нефть превышает уровень предельных маржинальных издержек примерно на \$15-25/bbl, что создает отличные экономические условия для увеличения буровых работ и начала разработки месторождений нетрадиционной нефти (shale oil, oil sands и т.п.), приводящие к росту предложения. Неслучайно в настоящее время показатель количества действующих буровых установок в мире, рассчитанный по методике Baker&Hughes, обновляет исторические максимумы. Однако эффект в виде появления значительных объемов дополнительного предложения на рынке нефти вследствие интенсивного роста буровых работ мы ожидаем не ранее конца 2013 г – начала 2014 года. Кроме того, охладить пыл крупнейших американских транснациональных нефтяных компаний

может принятие предложений администрации Обамы по увеличению налоговой нагрузки (за 10 лет планируется дополнительно изъять около \$ 27 млрд.).

Количество действующих буровых установок в мире



Источники: Bloomberg, оценки Аналитического департамента НОМОС-БАНКа

Мы повышаем наши прогнозы по ценам на нефть (средние срочные ориентиры увеличиваются более существенно по сравнению с долгосрочными), и в связи с этим в ближайшее время планируем пересмотреть уровни target prices по сектору.

Новые прогнозные значения цен на нефть сорта Urals, \$ за баррель

2012П	2013П	2014П	2015П	2016П	2017П
120	120	118	116	113	110

Источники: оценки Аналитического департамента НОМОС-БАНКа

Аналитический департамент

Тел. (495) 797-32-48

Факс. (495) 797-52-48

research@nomos.ru

Директор департамента

Кирилл Тремасов

Tremasov_KV@nomos.ru

Нефть и газ

Денис Борисов

Borisov_DV@nomos.ru

Металлургия

Юрий Волов, CFA

Volov_YM@nomos.ru

Электроэнергетика

Михаил Лямин

Lyamin_MY@nomos.ru

Стратегия

Кирилл Тремасов

Tremasov_KV@nomos.ru

Игорь Нуждин

Nuzhdin_IA@nomos.ru

Макроэкономика

Кирилл Тремасов

Tremasov_KV@nomos.ru

Ольга Ефремова

Efremova_OV@nomos.ru

**Телекоммуникации/
Потребсектор**

Евгений Голосной

Golosnoy_EA@nomos.ru

Долговой рынок

Ольга Ефремова

Efremova_OV@nomos.ru

Кредитный анализ

Игорь Голубев

IGolubev@nomos.ru

Алексей Егоров

Egorov_AVi@nomos.ru

Александр Полютков

Polyutov_AV@nomos.ru

Елена Федоткова

Fedotkova_EV@nomos.ru

Настоящий документ предоставлен исключительно в порядке информации и не является предложением о проведении операций на рынке ценных бумаг, и в частности, предложением об их покупке или продаже. Настоящий документ содержит информацию, полученную из источников, которые НОМОС-БАНК и Ханты-Мансийский банк рассматривают в качестве достоверных. Однако НОМОС-БАНК и Ханты-Мансийский банк, их руководство и сотрудники не могут гарантировать абсолютную точность, полноту и достоверность такой информации и не несут ответственности за возможные потери клиента в связи с ее использованием. Оценки и мнения, представленные в настоящем документе, основаны единственно на заключениях аналитиков банков в отношении анализируемых ценных бумаг и эмитентов. Вознаграждение аналитиков не связано и не зависит от содержания аналитических обзоров, которые они готовят, или от существа даваемых ими рекомендаций.

НОМОС-БАНК и Ханты-Мансийский банк, их руководство и сотрудники не несут ответственности за инвестиционные решения клиента, основанные на информации, содержащейся в настоящем документе. НОМОС-БАНК и Ханты-Мансийский банк, их руководство и сотрудники также не несут ответственности за прямые или косвенные потери и/или ущерб, возникший в результате использования клиентом информации или какой-либо ее части при совершении операций с ценными бумагами. НОМОС-БАНК и Ханты-Мансийский банк не берут на себя обязательств регулярно обновлять информацию, которая содержится в настоящем документе, или исправлять возможные неточности. Сделки, совершенные в прошлом и упомянутые в настоящем документе, не всегда являются индикативными для определения результатов будущих сделок. На стоимость, цену или величину дохода по ценным бумагам или производным инструментам, упомянутым в настоящем документе, могут оказывать неблагоприятное воздействие колебания обменных курсов валют. Инвестирование в российские ценные бумаги несет значительный риск, в связи с чем, клиенту необходимо проводить собственный анализ рынка и исследование надежности российских эмитентов до совершения сделок.

Настоящий документ не может быть воспроизведен полностью или частично, с него нельзя делать копии, выдержки из него не могут использоваться для каких-либо публикаций без предварительного письменного разрешения НОМОС-БАНКа и Ханты-Мансийского банка. НОМОС-БАНК и Ханты-Мансийский банк не несут ответственности за несанкционированные действия третьих лиц, связанные с распространением настоящего документа или любой его части.