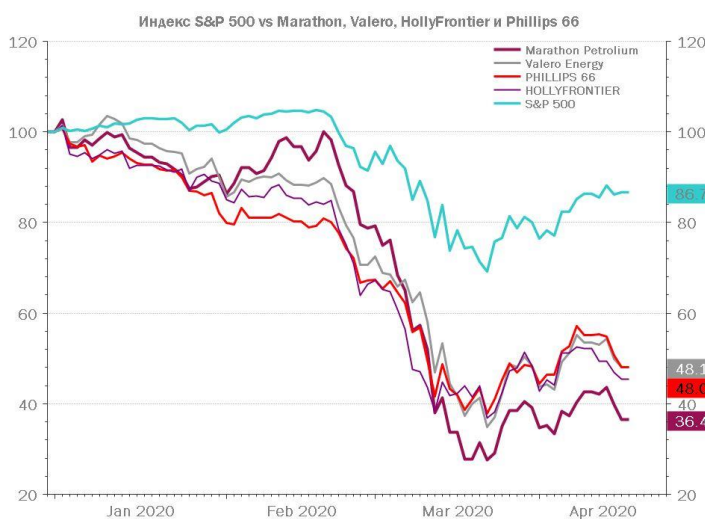


С начала года акции американских НПЗ упали на 60-70%. Вспышка коронавируса привела к масштабному сокращению спроса на транспортное топливо и другие нефтепродукты. Кроме того, влияние оказала ценовая война между Россией и Саудовской Аравией, вследствие чего на рынке нефти образовался переизбыток предложения.

В обзоре рассмотрены ключевые участники рынка нефтепереработки: Marathon Petroleum (16 НПЗ), Valero Energy (15 НПЗ), Phillips 66 (13 НПЗ). Компании обладают финансовой устойчивостью и являются одними из ключевых бенефициаров восстановления экономической активности в США, что привет к росту капитализации компаний на горизонте 1,5-2 лет.

Мы не исключаем, что акции нефтепереработчиков могут обновить минимумы, но придерживаемся позиции, что после снятия запрета на передвижение в США спрос на топливо и другие нефтепродукты возрастет, что положительно скажется на доходах НПЗ.

Долгосрочным инвесторам рекомендуем воспользоваться ситуацией и приобрести высококачественные компании с сильными балансами и перспективой роста капитализации - Valero Energy, Marathon Petroleum, Phillips 66.

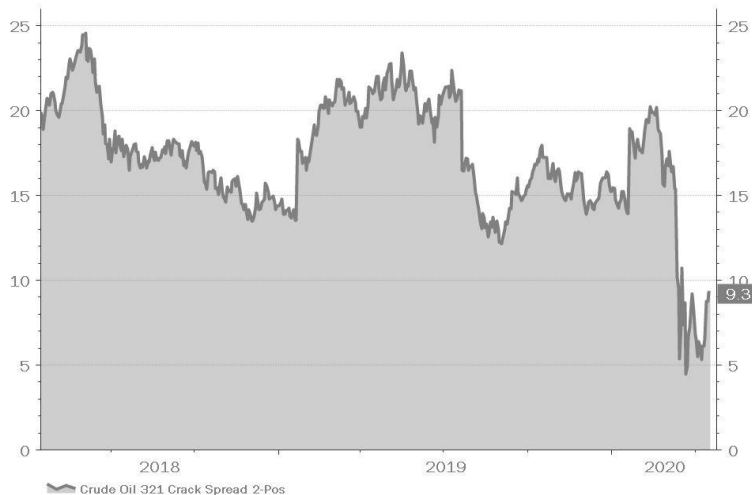


Специфика бизнеса НПЗ

Нефтеперерабатывающий сектор в США представлен 68 заводами, которые осуществляют продажу нефтепродуктов конечным потребителям, перерабатывая сырую нефть в бензин, керосин, мазут, авиационное топливо, дизельное топливо и другие нефтепродукты.

➤ **Crack spread – ключевой показатель прибыльности НПЗ.** На финансовые результаты НПЗ оказывают влияние динамика цен на нефть и динамика рыночных цен, по которым компании могут реализовать продукты переработки (бензин, дизель и пр.). Чем выше маржа между этими показателями (crack spread), тем выше доходы компаний. И наоборот, сужение спреда оказывает негативное влияние на прибыльность бизнеса.

Динамика crack spread



Source: Refinitiv Datastream \KIT Финанс Брокер

Исторически crack spread характеризуется весьма высокой волатильностью. Во II половине 2019 г. спред планомерно снижался, в начале 2020 г. резко вырос и обвалился на 50% на фоне эпидемии.

На показатель оказывает влияние, с одной стороны, предложение (как на внутреннем рынке, так и на внешнем), с другой стороны, спрос на нефть, бензин, дизельное топливо и другие виды сырья. Все это делает бизнес уязвимым относительно макроэкономических изменений.

Помимо crack spread, на маржу нефтеперерабатывающих компаний влияет способность закупать и перерабатывать сырую нефть и другое сырье по ценам, которые ниже уровней эталона Brent и других бенчмарков. Величина дисконта оказывает влияние на размер выручки, открывая возможности для переработчиков получать прибыль.

IMO 2020

С января текущего года вступили в силу новые экологические требования к качеству топлива. На практике это означает, что дисконт между «тяжелой» и «легкой» нефтью будет расти, так как остатки от переработки первой теперь нельзя использовать в качестве топлива для танкеров. Бенефициарами данных изменений являются американские НПЗ, технологии которых позволяют использовать подешевевший мазут с высоким содержанием серы и перерабатывать его в такие продукты как дизтопливо, бензин и пр. Снижение себестоимости уже оказывает положительный эффект на доходы НПЗ США.

Влияние коронакризиса

U.S. petroleum product consumption

23 million barrels a day



Source: U.S. Energy Information Administration

Спрос на бензин в США упал в марте примерно на 20%.

Снижение уровня экономической активности уже привело к снижению спроса и потребления продуктов нефтепереработки, что в свою очередь окажет негативный эффект на корпоративные прибыли и перспективы развития компаний.

Мы ожидаем спад в нефтеперерабатывающей отрасли во II кв. 2020 г., учитывая что распространение Covid-19 пока что не остановлено. Триггером восстановления экономической активности станет снижение темпов роста числа зараженных и снятие запрета на передвижение.

По нашим оценкам, первые признаки экономического восстановления появятся во II полугодии текущего года, положительный эффект отразится на финансовых показателях НПЗ в 2021 г. Таким образом, акции нефтепроизводителей, как и рынок в целом, могут обновить предыдущие минимумы перед тем как экономика начнет новый цикл роста.

Долгосрочным инвесторам рекомендуем воспользоваться ситуацией и приобрести высококачественные компании с сильными балансами и перспективой роста капитализации, поскольку считаем Valero Energy, Marathon Petroleum, Phillips 66 одними из ключевых бенефициаров восстановления экономической активности.

	Phillips 66	Valero Energy Corp	Marathon Petroleum Corp
Тикер	PSX	VLO	MPC
YTD	-52%	-52%	-64%
Текущая цена	58	50,00	25
Таргет цена	75,00	73,00	35,50
Upside %	+30,00	+46,00	+42,00
Рыночная капитализация (млрд \$)	23,44	18,38	14,27
P/E	6,63	8,25	4,54
EV/EBITDA	7,52	4,46	4,50
Net Debt/EBITDA	3,5x	3,4x	4,8x
Выручка (млрд \$)	107,44	108,32	124,51
EBITDA	4,57	6,00	11,19
EPS	8,07	5,46	4,83
Dividend Yield %	6,88%	8,93%	10,55%

Источник: данные Refinitiv, оценка Кит Финанс

Динамика акций Valero Energy



Source: Refinitiv Datastream \КИТ Финанс Брокер

Data overview

Ticker	VLO
Exchange	NYSE
YTD,%	-52
Price, \$	50
Target, \$	73
Upside, %	46

Company valuation

P/E	8,3x
EV/EBITDA	4,5x

Valero Energy - крупнейший в мире независимый нефтепереработчик. Специализируется исключительно на нефтепереработке, основные продукты: этанол и биодизель. В состав компании входят 16 нефтеперерабатывающих заводов. Капитализация Valero \$18,3 млрд.

- Поскольку доходы компании формируются в основном за счет нефтепереработки, поддержку окажет положительный эффект от расширения нефтяных спредов.
- Относительно своих конкурентов Valero обладает самым сильным балансом, что является в текущих условиях существенным преимуществом. Долговую нагрузку оцениваем на приемлемом уровне (Net Debt/EBITDA 3,4x).
- Финансовые показатели. Выручка компании за 2019 г. составила \$108,3 млн, EBITDA \$5,7 млн, EBITDA margin 5,3%. Чистая прибыль \$2,2 млн.
- Ухудшение показателей ожидаем со II кв. 2020 г. По итогам 2020 г. компания отразит убыток, EBITDA может сократиться на 50%. При этом большая часть негатива уже отражена в ценах. Восстановление деловой активности и передвижения приведет к быстрому росту спроса на бензин и другие нефтепродукты.
- *Акции Valero как ключевые бенефициары восстановления экономики, интересны для включения в портфели на срок 1-2 года.*

Динамика акций Phillips 66



Data overview

Ticker
Exchange
YTD,%
Price, \$
Target, \$
Upside, %

PSX
NYSE
-52
58
75
30

Company valuation

P/E
EV/EBITDA

5,6x
15,2x

Phillips 66 является крупнейшей компанией в отрасли. Капитализация компании составляет \$23,4 млрд.

- Бизнес компании высоко диверсифицирован. Phillips 66 занимается нефтепереработкой (13 НПЗ), развивает нефтехимию, ритейл и другие направления.
- Phillips 66 по сути является интересной альтернативой нефтяным мейджорам, при этом компания по мультипликаторам торгуется ниже аналогов.
- Сильные финансовые показатели. Выручка компании за 2019 г. составила \$109,6 млн, EBITDA \$5,9 млн, EBITDA margin 5,4%. Чистая прибыль \$3,6 млн. Долговая нагрузка низкая (Net Debt / EBITDA) 3,5x.
- Мы считаем, что бизнес модель компании позволит удержать прибыль по итогам 2020 г. на положительной территории, в отличие от большинства ее конкурентов по отрасли. Рекомендуем бумаги к покупке в долгосрочные портфели.



Data overview

Ticker
Exchange
YTD,%
Price, \$
Target, \$
Upside, %

MPC
NYSE
-62
25
35
42%

Company valuation

P/E 4,54x
EV/EBITDA 4,50x

Marathon Petroleum имеет диверсифицированную структуру бизнеса: транспортировка, нефтепереработка (16 НПЗ), ритейл (сеть автозаправок под брендом Speedway).

Капитализация компании \$16,1 млрд.

- С начала года акции Marathon Petroleum упали более чем на 60% и выглядят слабее своих ближайших конкурентов. Дисконт связан в первую очередь с внутренней историей компании - с несостоявшейся продажей части бизнеса, а именно сети автозаправок Speedway и активов из midstream (транспортировка). Акционеры-активисты считают, что высоко диверсифицированная структура бизнеса является препятствием для развития компании и готовы сконцентрироваться исключительно на НПЗ сегменте. На текущий момент сделка приостановлена в связи с объявлением карантинного режима в США.
- В целом компания прибыльная, но ее долг выше, чем у аналогов (Net debt /EBITDA 4,8x). Рост долговых обязательств обусловлен сделкой по слиянию в 2018 г. В случае продажи или выделения в отдельный бизнес розничного сегмента (автозаправок) компания существенно сократит долги.
- Менеджмент компании, скорее всего, вернется к продаже части бизнеса после того, как восстановится деловая активность в США. Пока что дальнейшая судьба компании под вопросом.
- В краткосрочной перспективе компания будет искать ресурсы для покрытия расходов по долговым обязательствам, в частности, сокращать капитальные расходы.

С учетом обозначенных рисков Marathon Petroleum сложнее перенесет период экономического спада. Но может показать опережающую динамику в долгосрочной перспективе при условии закрытия сделки по продаже части бизнеса.

КОНТАКТЫ



8 800 700 00 55

8 (812) 611 00 00

8 (495) 981 06 06



Санкт-Петербург, ул. Марата, 69-71

Бизнес-центр «Ренессанс Плаза»

Москва, ул. Маши Порываевой, 34, ДЦ

«Домников», блок 1, 10 этаж, офис 2



sales@brokerkf.ru



www.brokerkf.ru

КИТ Финанс (АО).

Лицензии профессионального участника рынка ценных бумаг выданы на осуществление:

- дилерской деятельности № 040-06539-010000 от 14.10.2003 (выдана ФКЦБ России),
- брокерской деятельности № 040-06525-100000 от 14.10.2003 (выдана ФКЦБ России),
- деятельности по управлению ценными бумагами № 040-13670-001000 от 26.04.2012 (выдана ФСФР России),
- депозитарной деятельности № 040-06467-000100 от 03.10.2003 (выдана ФКЦБ России).

Без ограничения срока действия.

Материал подготовлен специалистами КИТ Финанс (АО).

При частичном или полном использовании материала, содержащегося в настоящем обзоре, ссылка на источник обязательна.

Настоящий обзор подготовлен исключительно в информационных целях.

Настоящий обзор подготовлен исключительно в информационных целях. Ни полностью, ни в какой-либо части не представляет собой предложение по покупке, продаже или совершению каких-либо сделок или инвестиций в отношении указанных в настоящем обзоре ценных бумаг и не является инвестиционной рекомендацией по принятию каких-либо инвестиционных решений. Информация, использованная при подготовке настоящего обзора, получена из предположительно достоверных источников, однако проверка использованных данных не проводилась и КИТ Финанс (АО) не дает никаких гарантий корректности, содержащейся в настоящем обзоре информации. КИТ Финанс (АО) не обязан обновлять или каким-либо образом актуализировать настоящий обзор, однако КИТ Финанс (АО) имеет право по своему усмотрению, без какого-либо уведомления изменять и/или дополнять настоящий обзор и содержащиеся в нем рекомендации. Настоящий обзор не может быть воспроизведен, опубликован или распространен ни полностью, ни в какой-либо части, на него нельзя делать ссылки или проводить из него цитаты без предварительного письменного разрешения КИТ Финанс (АО). КИТ Финанс (АО) не несет ответственности за любые неблагоприятные последствия, в том числе убытки, причиненные в результате использования информации, содержащейся в настоящем обзоре, или в результате инвестиционных решений, принятых на основании данной информации.

КИТ Финанс (АО) не несет ответственности за результаты инвестиционных решений, принятых Клиентом на основе настоящего обзора, аналитических материалов, рекомендаций, программного обеспечения, каких-либо файлов и/или иной информации, полученной Клиентом от Компании. Решение о совершении соответствующей сделки принимает только Клиент. Размер инвестированного капитала Клиента может увеличиваться или уменьшаться. Результаты инвестирования в прошлом не определяют доходы в будущем.