

КОНЕЦ ПРЕКРАСНОЙ ЭПОХИ – регулирование внутреннего рынка нефтепродуктов усилится

Евгения Дышлюк e.dyshlyuk@kf.ru

> **ФАС предлагает новые инициативы по регулированию внутреннего рынка нефтепродуктов.** На прошлой неделе Интерфакс и другие СМИ сообщили о новых инициативах российской Федеральной антимонопольной службы (ФАС), направленных на снижение влияния вертикально интегрированных нефтяных компаний (ВИНК) на ценообразование и повышение прозрачности ценообразования на внутреннем рынке нефтепродуктов. В частности, ФАС предложила привести внутренние цены на нефтепродукты к экспортному паритету путем установления формулы и ввести ограничения в отношении доли на региональных розничных рынках. Ранее ФАС обвиняла российские ВИНК в использовании доминирующего положения в регионах и искусственном завышении цен на бензин, авиатопливо и другие нефтепродукты и инициировала ряд судебных разбирательств против нефтяных компаний, которые завершились штрафными санкциями. Новые инициативы ФАС призваны усилить конкуренцию на местных рынках нефтепродуктов, повысить уровень прозрачности ценообразования и сдержать рост цен. Самым важным, пожалуй, является то, что ФАС вместо «точечных» мер теперь применяет комплексный фундаментальный подход к изменениям в регулировании, что позволит устранить оставшиеся «лазейки» для ВИНК.

> **Внутренние цены на нефтепродукты будут приведены к экспортному паритету.** Благодаря экономическому подъему в России спрос на нефтепродукты неуклонно рос. В результате внутренние цены на автомобильный бензин и дизель существенно превысили экспортные нетбэки (см. табл. 1). По нашим оценкам, в 2004–2008 г. средние внутренние оптовые цены (за вычетом акцизов) на бензин на 10–40% превышали экспортные нетбэки, а на дизель – на 5–15%. Кроме того, в рознице существовала большая надбавка. Так, по нашей оценке, надбавка к оптовой цене Лукойла и Роснефти на розничном рынке России в среднем составляла 30% в 2008 г. и 40% в 2009 г. Такой уровень цен вызвал недовольство со стороны регулирующих органов, и ФАС инициировала ряд проверок с целью проанализировать механизм ценообразования на местных рынках нефтепродуктов. Теперь ФАС предлагает привести внутренние цены на нефтепродукты к уровню экспортных нетбэков и впредь допускать лишь незначительное отклонение от них.

Таблица 1. Ценообразование на бензин в России (оценка), \$/т

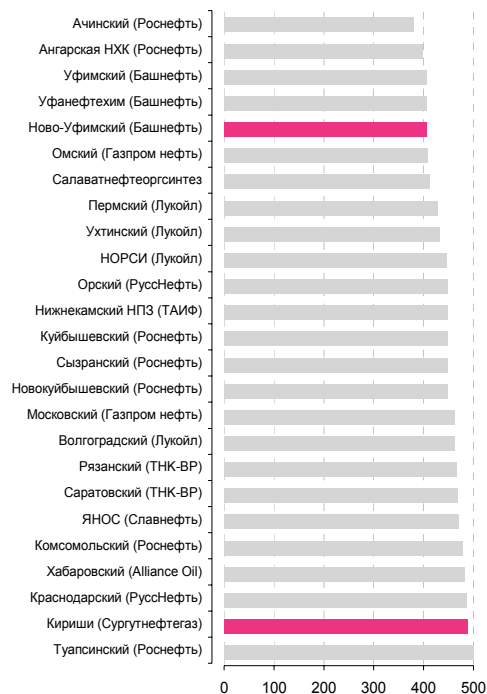
| | 2004 | 2005 | 2006 | 2007 | 2008 | 2009 |
|--|------------|------------|------------|------------|------------|------------|
| Средняя цена на нефть Urals, \$/барр. | 34.2 | 50.4 | 61.2 | 69.3 | 94.9 | 61.2 |
| Экспортная цена на бензин | 400 | 530 | 629 | 699 | 842 | 590 |
| Экспортная пошлина | 42 | 97 | 143 | 151 | 252 | 133 |
| Транспортные расходы | 52 | 53 | 55 | 59 | 60 | 47 |
| Экспортный нетбэк на бензин | 306 | 380 | 431 | 489 | 530 | 409 |
| Внутренние цены на бензин (вкл. акциз) | 441 | 546 | 627 | 716 | 857 | 565 |
| Акциз | 101 | 111 | 116 | 123 | 126 | 99 |
| Внутренние цены на бензин за вычетом акциза | 340 | 435 | 511 | 593 | 731 | 466 |
| <i>Премия к нетбэку, %</i> | 11% | 14% | 19% | 21% | 38% | 14% |

Источники: Bloomberg, ИнфоТЭК, PetroleumArgus, данные компаний, оценка КИТ Финанс

> **Три варианта ценообразования, предлагаемые ФАС.** ФАС представила три варианта регулирования внутренних цен на нефтепродукты, которые фактически устанавливают ценовой предел:

- **Базовый сценарий.** Согласно первому варианту, ФАС будет рассчитывать экспортные нетбэки для НПЗ в индивидуальном порядке и использовать их в качестве «потолка» цен для заводов.
- **Ориентир – Киришский НПЗ.** Согласно второму варианту, в качестве предельного уровня цен будут использоваться экспортные нетбэки Киришского НПЗ Сургутнефтегаза. Этот завод находится ближе других от главного коммерческого морского порта России – Приморска на Балтийском море – и имеет одни из самых высоких нетбэков в России (см. график 1).
- **Ориентир – Ново-Уфимский НПЗ.** Согласно третьему варианту, в качестве ориентира будет взят Ново-Уфимский НПЗ (Новойл) Башнефти, который равноудален от местных и зарубежных рынков сбыта и имеет сравнительно низкие нетбэки. В соответствии с этим сценарием, ФАС может установить максимально возможную премию (была озвучена надбавка в размере 1,500–2,000 руб./т) к экспортным нетбэкам Ново-Уфимского НПЗ.

**График 1
Экспортные нетбэки на бензин
по НПЗ, 2010П, \$/т**



> **ЕБИТДА ВИНК может снизиться на 5–20% вследствие введения новых правил регулирования.** Вышеуказанные инициативы ФАС могут негативно отразиться на рентабельности ВИНК и ограничить перспективы их роста. Мы полагаем, что в 2010 г. ВИНК планировали поставлять на внутренний рынок автомобильный бензин и дизтопливо по цене с премией к экспортным нетбэкам: 21% для бензина и 6% для дизеля исходя из средних значений в 2004–2008 гг. По нашим расчетам, новая формула, в соответствии с которой внутренние оптовые цены приводятся к экспортному паритету и эта премия исключается, может привести к снижению нетбэков в среднем на 7% и снижению ЕБИТДА на 30% для НПЗ (см. табл. 2). На уровне компании, согласно нашим оценкам, применение новой формулы может привести к снижению ЕБИТДА на 6–12% для крупных ВИНК (таких как Роснефть, Лукойл, Сургутнефтегаз и Газпром нефть) и примерно на 20% для более мелких ВИНК, у которых наиболее высокое соотношение нефтепереработки к добыче нефти (таких как Башнефть и Alliance Oil) (см. табл. 3).

Источники: Bloomberg, ИнфоТЭК, PetroleumArgus, данные компаний, оценка КИТ Финанс

Таблица 2. Эффект новой ценовой формулы на рентабельность НПЗ, 2010П, \$/т

| | Статус-кво* | | После введения (базовый сценарий) | | | |
|-----------------------------|-----------------------------|--------------------|--------------------------------------|------------|--------------------|-------------|
| | Прогноз. сред. нетбэк | Прогноз. ЕВITDA | Прогноз. сред. нетбэк | изм., % | Прогноз. ЕВITDA | изм., % |
| Кириши (Сургутнефтегаз) | 439 | 152 | 399 | -9% | 113 | -26% |
| Волгоградский (Лукойл) | 428 | 173 | 398 | -7% | 143 | -17% |
| Туапсинский (Роснефть) | 392 | 119 | 380 | -3% | 108 | -10% |
| Московский (Газпром нефть) | 410 | 145 | 371 | -9% | 106 | -27% |
| Комсомольский (Роснефть) | 397 | 59 | 372 | -6% | 34 | -42% |
| ЯНОС (Славнефть) | 397 | 124 | 367 | -7% | 95 | -24% |
| Пермский (Лукойл) | 391 | 103 | 366 | -6% | 78 | -24% |
| Нижекамский (ТАИФ) | 405 | 144 | 365 | -10% | 103 | -28% |
| Рязанский (ТНК-ВР) | 395 | 117 | 363 | -8% | 84 | -28% |
| Саратовский (ТНК-ВР) | 384 | 128 | 361 | -6% | 106 | -17% |
| Хабаровский (Alliance Oil) | 394 | 51 | 359 | -9% | 17 | -68% |
| Новокуйбышевский (Роснефть) | 385 | 114 | 354 | -8% | 83 | -28% |
| NORSI (Лукойл) | 372 | 107 | 353 | -5% | 88 | -18% |
| Омский (Газпром нефть) | 384 | 129 | 352 | -8% | 96 | -25% |
| Новоуфимский (Башнефть) | 375 | 94 | 344 | -8% | 63 | -33% |
| Сызранский (Роснефть) | 368 | 105 | 343 | -7% | 80 | -24% |
| Уфанефтехим (Башнефть) | 370 | 85 | 342 | -8% | 56 | -33% |
| Краснодарский (Русснефть) | 342 | 88 | 339 | -1% | 85 | -3% |
| Салаватнефтеоргсинтез | 352 | 88 | 332 | -6% | 68 | -23% |
| Уфимский (Башнефть) | 355 | 80 | 328 | -8% | 53 | -35% |
| Ухтинский (Лукойл) | 338 | 94 | 327 | -3% | 83 | -12% |
| Орский (Русснефть) | 346 | 92 | 325 | -6% | 72 | -22% |
| Анградская НХК (Роснефть) | 349 | 59 | 319 | -9% | 29 | -50% |
| Куйбышевский (Роснефть) | 334 | 69 | 318 | -5% | 53 | -24% |
| Ачинский (Роснефть) | 439 | 152 | 283 | -6% | 29 | -37% |
| Среднее | | | | -7% | | -27% |

Примечание: нетбэки взвешены на объем производства нефтепродуктов

* Предполагая, что на внутреннем рынке НПЗ устанавливают премию к экспортным нетбэкам в размере 21% для бензина и 6% для дизтоплива

Источники: оценка КИТ Финанс

Таблица 3. Эффект новой ценовой формулы на рентабельность ВИНК

| | Прогноз. изменение ЕВITDA*, \$ млн | как % от прогнозного значения ЕВITDA на 2010 г. (консенсус) |
|-----------------------|--|---|
| Роснефть | -1,051 | -6% |
| Лукойл | -1,038 | -7% |
| Сургутнефтегаз | -794 | -10% |
| Газпром нефть | -738 | -12% |
| ТНК-ВР | -512 | -6% |
| Башнефть | -482 | -23% |
| Славнефть | -340 | n/a |
| ТАИФ | -287 | n/a |
| Русснефть | -110 | n/a |
| Alliance Oil | -107 | -19% |
| Салаватнефтеоргсинтез | -46 | n/a |

* Предполагая, что на внутреннем рынке НПЗ устанавливают премию к экспортным нетбэкам в размере 21% для бензина и 6% для дизтоплива

Источники: оценка КИТ Финанс

> Предлагаемые варианты ценообразования дают примерно одинаковый предел нетбэков. Мы считаем, что для НПЗ не имеет большого значения, какой вариант из трех вариантов выберет ФАС для регулирования внутренних цен на нефтепродукты. Согласно нашим расчетам, при втором варианте незначительно снизится предельный нетбэк только у Туапсинского НПЗ Роснефти (см. табл. 4), поскольку этот завод расположен ближе к морскому порту, чем Киришский НПЗ (ориентир) и имеет меньшие расходы на транспортировку нефтепродуктов (вопросы влияния местоположения НПЗ на рентабельность мы рассмотрели в нашем обзоре «Роснефть, Лукойл. Нефтепереработка в России – будь в нужном месте», опубликованном 9 марта 2010 г.). Согласно третьему варианту (за ориентир принимаются нетбэки Ново-Уфимского НПЗ плюс максимальная премия в размере 2,000 руб./т), наблюдается аналогичная картина – большинство НПЗ не потеряет на предельном нетбэке по сравнению с базовым вариантом (когда расчеты нетбэков будут осуществляться в индивидуальном порядке). Тем не менее, в рамках второго и третьего сценариев мы видим несколько заводов, у которых нетбэки оказываются ниже предполагаемого «потолка» – Пермский НПЗ (Лукойл), Омский НПЗ (Газпром нефть), Ангарская НХК (Роснефть), Ачинский НПЗ (Роснефть), Салаватнефтеоргсинтез и уфимская группа НПЗ Башнефти. Эти заводы достаточно отдалены от экспортных рынков и несут более высокие расходы на транспортировку нефтепродуктов по сравнению с НПЗ-ориентирами. На наш взгляд, вряд ли названные НПЗ смогут повысить цены на нефтепродукты и выиграть от более высокого предельного нетбэка, поскольку ФАС, по всей видимости, закроет и эту лазейку с помощью новых правил.

Таблица 4. Предельные нетбэки в зависимости от сценария ценообразования ФАС, 2010П, \$/т

| | Статус-кво* | Вариант 1: индивиду- альные нетбэки (базовый сценарий) | Изм. по сравнению со статусом- кво, % | Вариант 2: Киришский НПЗ как ориентир | Изм. по сравнению со статусом- кво, % | Вариант 3: Новоуфимский НПЗ + 2000 руб./т как ориентир | Изм. по сравнению со статусом- кво, % |
|--------------------------------|-------------|---|--|--|--|--|--|
| Кириши (Сургутнефтегаз) | 439 | 399 | -9% | 399 | -9% | 390 | -11% |
| Волгоградский (Лукойл) | 428 | 398 | -7% | 417 | -2% | 407 | -5% |
| Туапсинский (Роснефть) | 392 | 380 | -3% | 374 | -5% | 366 | -7% |
| Московский (Газпром нефть) | 410 | 371 | -9% | 390 | -5% | 380 | -7% |
| Комсомольский (Роснефть) | 397 | 372 | -6% | 379 | -5% | 370 | -7% |
| ЯНОС (Славнефть) | 397 | 367 | -7% | 379 | -5% | 370 | -7% |
| Пермский (Лукойл) | 391 | 366 | -6% | 411 | 5% | 400 | 2% |
| Нижнекамский (ТАИФ) | 405 | 365 | -10% | 394 | -3% | 384 | -5% |
| Рязанский (ТНК-ВР) | 395 | 363 | -8% | 377 | -5% | 368 | -7% |
| Саратовский (ТНК-ВР) | 384 | 361 | -6% | 374 | -2% | 365 | -5% |
| Хабаровский (Alliance Oil) | 394 | 359 | -9% | 363 | -8% | 355 | -10% |
| Новокуйбышевский (Роснефть) | 385 | 354 | -8% | 381 | -1% | 371 | -4% |
| НОРСИ (Лукойл) | 372 | 353 | -5% | 372 | 0% | 363 | -2% |
| Омский (Газпром нефть) | 384 | 352 | -8% | 418 | 9% | 407 | 6% |
| Новоуфимский (Башнефть) | 375 | 344 | -8% | 411 | 10% | 414 | 10% |
| Уфанефтехим (Башнефть) | 370 | 342 | -8% | 409 | 10% | 397 | 7% |
| Сызранский (Роснефть) | 368 | 343 | -7% | 368 | 0% | 359 | -2% |
| Краснодарский (Русснефть) | 342 | 339 | -1% | 341 | 0% | 334 | -2% |
| Салаватнефтеоргсинтез | 352 | 332 | -6% | 388 | 10% | 378 | 7% |
| Уфимский (Башнефть) | 355 | 328 | -8% | 390 | 10% | 379 | 7% |
| Ухтинский (Лукойл) | 338 | 327 | -3% | 358 | 6% | 350 | 4% |
| Орский (Русснефть) | 346 | 325 | -6% | 349 | 1% | 341 | -1% |
| Анграсская НХК (Роснефть) | 349 | 319 | -9% | 388 | 11% | 378 | 8% |
| Куйбышевский (Роснефть) | 334 | 318 | -5% | 340 | 2% | 332 | -1% |
| Ачинский (Роснефть) | 300 | 283 | -6% | 357 | 19% | 348 | 16% |

Примечание: нетбэки взвешены на объем производства нефтепродуктов

* Предполагая, что на внутреннем рынке НПЗ устанавливают премию к экспортным нетбэкам в размере 21% для бензина и 6% для дизтоплива

Источники: оценка КИТ Финанс

> ФАС готовит законопроект, который ограничит долю ВИНК на розничном рынке 35%. Помимо нового ценового регулирования на внутреннем рынке, ФАС подготовила законопроект, предусматривающий введение ограничений на долю ВИНК на розничных рынках в регионах. В соответствии с предлагаемым законопроектом, доля компании на рынке нефтепродуктов в отдельном регионе не должна превышать 35%. В случае если доля компании достигает установленного предела, то ей будут запрещены сделки по приобретению или строительству новых АЗС в данном регионе. Если доля компании на розничном рынке уже превышает 35% на момент принятия закона, то она может осуществить обмен активами с другой компанией, чтобы снизить долю рынка до разрешенного уровня. Ранее правительство РФ одобрило поправки в Земельный кодекс, предложенные ФАС, в соответствии с которыми компаниям, доля которых превышает 35% на региональном розничном рынке, запрещено приобретать новые земельные участки для строительства АЗС в данном регионе.

> Доминирование ВИНК на региональных розничных рынках вызывает обеспокоенность. По данным ФАС, в 57 из 62 регионов России ВИНК занимают доминирующее положение на рынках нефтепродуктов (см. табл. 5). Компании, которые имеют собственные нефтебазы и занимаются поставкой нефтепродуктов на розничные рынки (малая оптовая торговля), продают нефтепродукты собственным розничным сетям по себестоимости, но выставляют более высокую цену (малый опт) для других операторов розничной торговли. На наш взгляд, предложенный ФАС законопроект имеет негативные последствия для дочерних подразделений ряда ВИНК, которые завоевали сильные позиции в регионах. Пока неясно, будут ли вынуждены компании, доля на рынке которых превышает 35%, продавать активы, чтобы соблюсти новые правила функционирования, или же смогут сохранить имеющиеся активы. В любом случае новый законопроект существенно ограничивает перспективы роста розничного бизнеса ВИНК и, по всей видимости, приведет к снижению розничной надбавки на нефтепродукты.

Таблица 5. Регионы с доминирующим присутствием ВИНК (с долей рынка нефтепродуктов, превышающей 50%)

| | |
|-------------------------------|--|
| ЛУКОЙЛ (9 регионов) | Астрахань, Владимир, Волгоград, Вологда, Киров, Челябинск, Коми, Марий Эл, Удмуртия |
| Роснефть (14 регионов) | Архангельск, Белгород, Брянск, Воронеж, Липецк, Орел, Пенза, Сахалин, Смоленск, Томск, Ульяновск, Алтай, Бурятия, Хакассия |
| Газпром нефть (6 регионов) | Иваново, Кемерово, Новосибирск, Омск, Ярославль, Ямало-Ненецкий АО |
| Сургутнефтегаз (4 региона) | Калининград, Новгород, Псков, Тверь |
| ТНК-ВР (6 регионов) | Калуга, Кострома, Курск, Саратов, Ярославль, Ямало-Ненецкий АО |
| Alliance Oil (4 региона) | Амур, Еврейская АО, Приморск, Хабаровск |
| Татнефть | Татарстан, Чувашия |
| Русснефть | Оренбург |

Источники: отчет ФАС по конкуренции в России, 2008

Аналитический Департамент

Анализ рынка акций
+ 7 (495) 641 4414

Мария Кальварская
Начальник отдела анализа рынка акций
Банковский сектор
m.kalvarskaia@kf.ru

Дмитрий Полевой, к.э.н.
Макроэкономика
d.polevoy@kf.ru

Александр Ковалев, к.ф.-м.н.
Товарно-сырьевые рынки
aa.kovalev@kf.ru

Евгения Дышлюк
Нефть и газ
e.dyshlyuk@kf.ru

Наталья Колупаева
Потребительский сектор
n.kolupaeva@kf.ru

Евгений Рябков
Металлургия
e.ryabkov@kf.ru

Алексей Серов
Электроэнергетика
a.serov@kf.ru

Анатолий Высоцкий
Недвижимость и инфраструктура
a.vysotsky@kf.ru

Артем Лаврищев
Машиностроение
Базы данных, Дивиденды
a.lavrishev@kf.ru

Даниил Затологин
Телекоммуникации
d.zatologin@kf.ru

Наталья Янакаева
Компании малой капитализации
n.yanakaeva@kf.ru

Департамент Структурных продуктов и Торговых операций

Москва
+ 7 (495) 644 3136

Дмитрий Романов
d.romanov@kf.ru

Владимир Куров
v.kurov@kf.ru

Вадим Гугленко
v.googlenko@kf.ru

Денис Пискунов
d.piskunov@kf.ru

Павел Шлык
p.shlyk@kf.ru

Артем Ананян
a.ananyan@kf.ru

Данил Олимов
d.olimov@kf.ru

Москва ул. Знаменка д. 7 стр. 3 +7 (495) 641 4414
Санкт-Петербург ул. Марата, д. 69-71 +7 (812) 326 13 05

www.kf.ru

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 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 не дает никаких гарантий корректности содержащейся в настоящем обзоре информации. КИТ Финанс не обязан обновлять или каким-либо образом актуализировать настоящий обзор, однако КИТ Финанс 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 приводить из него цитаты без предварительного письменного разрешения КИТ Финанс. КИТ Финанс 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.