

[Кофе с банкиром] Географический справочник нефтяных "любимцев" Goldman Sachs

****это не инвестиционные рекомендации****

Сразу к делу, коллеги!

Сегодня, специально для тех из вас, у кого есть потребность в широкой географической диверсификации (я делаю такой вывод из периодического общения с фэмили офисами, с которыми работаю и пожеланиям некоторых читателей "Багрового уровня"), ваш покорный слуга представит "меню-компиляцию" разных тематических предпочтений от уважаемых "кальмар-вампиров" из Goldman Sachs. К тикерам прилагаются мои комментарии, а также несколько моих соображений по тем географическим сегментам, которые "голдманы" не закрыли в своих публикациях, или чьи региональные "листы" достать не удалось.

Поехали.

От самих "кальмар-вампиров" у нас есть некоторый их "вью" на нефть в целом на оставшуюся часть 2023 года и немного дальше, плюс предпочтения по США, Европе, Канаде. Как всегда предупреждаю что думать надо своей головой и ответственность за любые спекулятивные решения - на 100% на вас. "Голдманские" списки - просто хорошая отправная точка для личных исследований.

Канада:

В целом ничего слишком крышесносного, и мне пришлось даже понизить мои собственные критерии фильтрации, чтобы хоть что-то пропустить. В целом, канадская нефтянка интересна в основном с точки зрения "ставка на рост нефти с встроенным плечом через битумных добытчиков".

1. **Canadian Natural Resources [NYSE/TSX: CNQ]** - по-своему типичный канадский добытчик хреновой нефти из битумных песков, но с точки зрения "голдманов" у него есть особенные позитивные черты. Цитирую:

"Распределение капитала. CNQ продолжает уделять приоритетное внимание доходам акционеров и усилиям по сокращению чистого долга: компания сообщила о чистом долге в размере ~ 12 млрд канадских долларов на конец отчетного периода [q2 2023]. Компания подтвердила целевой показатель чистого долга в 10 млрд канадских долларов и обязательство выплачивать до 100% свободного денежного потока акционерам после достижения цели по кредитному плечу. [прим. Кримсон: в переводе не человеческий: после того как компания снизит долг, пойдут более мощные байбэки и/или дивиденды]. Руководство компании отметило потенциал достижения целевого показателя чистого долга в 2023 году, учитывая хорошую ситуацию с ценами на сырье во втором полугодии 2023 года, хотя и с учётом текущих цен на нефть, более вероятным сроком является 2024 год (GS ожидает, что целевой показатель по чистому долгу будет достигнут в 2024 году)."

Текущие дивидендная доходность: 4-5%

Опционы (включая очень дальние) - есть

Есть ли смысл держать в консервативном портфеле: россиянам - скорее нет, обладателям иностранных документов - сильно-сильно "на любителя". На мой вкус, это скорее

спекулятивная история под рост байбэков и/или дивов при достижении целевых показателей по леввереджу самой компании.

В силу того что это "битумный" добытчик с сравнительно высокой стоимостью добычи, когда нефть низкая - ему очень плохо, когда высокая - очень хорошо (в [архиве старого](#) проекта есть объяснение на зюзюбликах почему это так работает у любых добытчиков, любых ресурсов: добытчики с низкой стоимостью добычи - сравнительно более надёжны в плохие времена, а добытчики с высокой стоимостью добычи - более спекулятивно выгодны в хорошие, но именно спекулятивно).

Хрен его знает насколько сможет вырасти акция, если действительно 100% кэшфлоу направить на байбэки. Подозреваю, что "ракетного" роста не будет, но определённую поддержку цене оказать должно.

1.2 Голдманам ещё нравится Cenovus [NYSE: CVE] - но ваш покорный слуга считает, что у них прямо очень-очень-очень то ли невезучий то ли слегка рукожопый менеджмент, а запас прочности у компании - сильно так себе. Если бы был потенциал "ракетного" роста, можно было бы рассмотреть, а так - сильно на любителя. Но желающие могут исследовать самостоятельно.

1.3 Голдманам так же нравится Suncor [NYSE: SU] - с тезисом, что раньше у них был посредственный менеджмент, а сейчас будет лучше. Ну, не знаю, я бы предпочёл получить адекватное подтверждение, тем более что в цене акции сейчас не вижу особого дисконта, т.е. менеджменту нужно будет быть прямо хорошим чтобы двинуть акцию вверх. А в чистом виде Suncor - это тоже "битум" - то есть потенциальная ставка на то, что нефть поднимется прямо сильно. Как диверсификатор с географической точки зрения - может быть, но тоже на любителя.

2. Канадский ВИНК, который в своё время был даже в портфеле Антуана Дедена (а он прямо очень придирчивый в плане менеджмента и качества, смотревшие старый проект, наверное, помнят) - **Imperial Oil [NYSE/TSX: IMO]**

Суть вью "вампилов": компания сможет (и хочет) сделать байбэк на 5% своих акций (уже хорошо), плюс у них есть возможность заработать на очень приличных (по крайней мере сейчас) по историческим меркам "крэк-спредах" - то есть на марже переработки нефти в дизтопливо и бензин. Как отмечают сами "голдманы" - главный риск для компании - снижение доходности переработки. Сейчас доходность переработки (это моя оценка) - где-то на уровне "май 2022" (плюс/минус) - и это прямо хороший уровень.

Текущие дивидендная доходность: 2-3%

Опционы (включая очень дальние) - есть

Есть ли смысл держать в консервативном портфеле: на мой вкус, по текущей цене - точно нет, это чисто спекулятивная история.

США:

По США, парадоксальным образом, можно предложить вашему вниманию только полторы "голдмановских" компаний, причём по банальной причине. Ваш покорный слуга хотел чтобы компании соответствовали критериям:

- это должна быть именно "нефтянка" (а не "нефтегаз" с упором на "газ", или ещё что-то в этом роде),
 - при этом там хотя бы 10-12% до "таргет-прайса" банка
 - ещё и оценка "покупать" от "голдманов" (а не "нейтрально" или "вровень с рынком")
- Этот заход оставил прямо очень короткий список.

Из-за этих критериев, например, зарезался (и так уже вам известный) Еххон, например. **Ещё раз, на всякий случай: любые целевые цены от любого банка/брокера/аналитика - это фикция (тем более, что они их часто меняют), но (!) если даже банк не готов по какой-то бумаге показать хотя бы жалкие 10% вверх от текущей цены как таргет - значит, даже сами аналитики, не особо в восторге от рассматриваемой компании.**

1. Occidental Petroleum [NYSE: OXY] - позиция из серии "косплей Баффетта", но вполне обоснованная:

- Доходность свободного денежного потока - лучше (с отрывом в 3-4%), чем у всех американских нефтяных мейджоров-ВИНК-ов и всех американских E&P нефтяных компаний.
- Отличные ресурсы в эпицентре американского нефте-сланца - Пермиан
- Возможность качественного снижения "долговой" нагрузки через постепенный отзыв "префов", которые сосут из компании деньги.

Текущие дивидендная доходность: 1%

Опционы (включая очень дальние) - есть

Есть ли смысл держать в консервативном портфеле: только если очень-очень хочется косплеить Баффетта, который за последнее время стал крупным миноритарием компании. По моему мнению: чисто спекулятивная история. Плюс, Баффетт может всё-таки передумать и купить ещё акций OXY, или в целом выкупить её биржи - это дополнительный спекулятивный шанс на профит.

1,5 (полагаю, вы её в любом случае рассматривали): Chevron [NYSE: CVX]

У "голдманов" компанией заведует аналитик, который в неё просто влюблён – хрен его знает, удастся ли ему передать свою любовь институциональным инвесторам, но он очень старается: рейтинг "strong buy" + утверждение, что дальше кэшфлоу будет расти + акцент на позитивных сюрпризах по объёмам добычи в Пермиане (там Шеврон действительно закупил хорошие "площади") и ускорении проектов в Мексиканском заливе.

Европа:

Самый рискованный регион для российских инвесторов. Регион с самыми высокими налоговыми рисками в плане windfall tax. Регион с самыми неприятными налогами на дивиденды. И одновременно, по оценке "голдманов" - самые недооценённые из "западных" нефтяных компаний - именно в этом регионе.

Для простоты я просто приведу здесь таблицу их выводов по хоть сколь-нибудь крупным европейским нефтегазовым компаниям (+ Saudi Aramco, которую тоже анализируют вместе с "европейцами").

		Currency	Target Price	Old Target Price	Change	Current Price	Potential upside	Rating	Methodology (applied to 2024E cash flow unless otherwise indicated)	Key risks
	BP	£	650	650.0	0.0%	474	37%	Buy*	4.9x EVIDACF	Lower oil and gas prices or exploration success than we expect, negative surprise to growth or capex
	BP ADR	US\$	46	46.0	0.0%	36	28%	Buy*	4.9x EVIDACF	Lower oil and gas prices or exploration success than we expect, negative surprise to growth or capex
	ENI	€	17	17.0	0.0%	14	28%	Buy	4.0x EVIDACF	Lower oil prices and refining margins; ramp up issues in Kashagan, downstream restructuring failure
	Equinor	Nkr	390	390.0	0.0%	307	27%	Neutral	5.0x EVIDACF	Lower/higher oil and gas prices than we expect, better/worse than expected cost efficiency outcome and production
	Galp	€	15	15.0	0.0%	12	27%	Buy	SOTP	Lower oil prices or less exploration success than we expect, negative surprise to growth or capex
EU Integrated Oils	OMV	€	55	55.0	0.0%	40	37%	Neutral	4.4x EVIDACF	Lower/higher oil prices/refining margins or exploration success than we expect, worse/better than expected cost efficiency outcomes or value realized from proposed asset sale/swaps
	RD/Shell A	€	39	39.0	0.0%	27	43%	Buy	5.3x EVIDACF	Lower oil prices and refining margins, negative surprise to growth or capex
	RD/Shell A ADR	US\$	83	83	0.0%	60	39%	Buy	5.3x EVIDACF	Lower oil prices and refining margins, negative surprise to growth or capex
	Repsol	€	19	19.0	0.0%	14	40%	Buy	3.6x EVIDACF	Lower oil prices or refining margins than we expect or negative surprise to growth or capex or distributions to shareholders
	TotalEnergies	€	66	66.0	0.0%	53	24%	Neutral	5.8x EVIDACF	Lower/higher oil prices and refining margins; ramp up issues/acceleration in projects under development
	Saudi Aramco	SAR	36	36.0	0.0%	32	12%	Neutral	16x PE	Lower/higher oil prices, FX risk due to peg of SAR to US\$, geopolitical risks

*denotes Conviction List membership.

Их топовый выбор - **BP [NYSE: BP]**: компания им нравится своей недооценённостью по мультипликаторам (по сравнению с американскими аналогами) и хорошим темпом ввода в эксплуатацию проектов типа нефтяного Mad Dog 2. Ваш покорный слуга более низкую оценку BP считает обоснованной, с точки зрения "дисконта за зелёный идиотизм менеджмента" и "дисконта за повышенный риск дополнительных налогов в Великобритании (он выше, чем в ЕС)".

Ещё им нравится **Repsol [OTC: REPYU, BME: REP]** - как самая перспективная "история озеленения нефтяной компании". Как вы догадываетесь, эта же логика сильно понижает оценку компании с точки зрения вашего покорного слуги.

Можно ещё отметить **RDS SHELL [NYSE: SHEL, LSE: SHEL]** - но это в очень большой мере ставка, которая будет зависеть от цен на СПГ (плюс надо учитывать "дисконт за повышенный риск дополнительных налогов в Великобритании (он выше, чем в ЕС)").

Но что хочу заметить прямо очень интересного:

Европейская команда "кальмар-вампилов" подошла к вопросу с интересного угла. Они пользуются исследованием того же Goldman Sachs - причём очень свежего исследования больших нефтяных проектов на планете, и в качестве отправной точки для трёх позиций берут важный вывод из этого исследования:

"Недостаток инвестиций [в добычу] и нехватка предложения нефти, которые мы подробно обсуждаем в нашем отчете «Лучшие проекты 2023 года», предполагают отсутствие роста в странах, не входящих в ОПЕК, и [прим. Кримсон: ВНИМАНИЕ!] пик добычи сланцевой нефти к 2026-2027 годам [!!]. В секторе, где отсутствует рост добычи, мы выделяем Shell, ENI и GALP за их привлекательные портфели лучших проектов."

Это очень интересный тезис даже не с точки зрения конкретных бумаг, а с точки зрения инвестиций в нефтяной сектор в целом. Представьте себе сколько будет стоить нефть, когда американский "сланец" окончательно и очевидно даже для агентства Блумберг и Госдепа США тупо перестанет расти. Это тема для отдельного размышления (и покупок, если горизонт планирования и инвестирования - позволяет).

Теперь возвращаясь к европейским предпочтениям "голдманов" с точки зрения именно перспектив роста добычи, то получается:

1. Shell - моё мнение сформулировано выше

2. Eni [NYSE: E, MIL: ENI]

3. Galp [OTC: GLPEY, Euronext Lisbon: GALP]

Начнём с Eni: если вы готовы терпеть риск "итальянского менеджмента", то (как уже многократно сказано при разных случаях на проекте ещё с 2020 года) - это прямо интересный вариант. Хотя не совсем чистая "нефтянка", но нефти в портфеле - много, есть хороший государственный акционер (~30% от акций), который даёт политическую крышу от слишком жёстких налоговых ограблений, плюс реальный потенциал хороших новых проектов по добыче - чем собственно они и привлекают "голдманов".

Плюс (от меня) - у Ени лучшая дивидендная политика среди западных компаний с прямой привязкой к цене Brent.

Минус: в США нет длинных опционов (только до февраля 2024 - т.е. неплохо, но не идеально), но если есть выход на итальянский Euronext, то там прямо раздолье, хоть до 2030 года ->

<https://www.borsaitaliana.it/borsa/derivati/opzioni-su-azioni/lista.html?isin=IT0003132476&lang=en>

Теперь про флагмана португальского нефтегаза (звучит, да?) компанию Galp - она, конечно, очень дешёвая (низкий маркет кэп, плохое место основного листинга, нет листинга на бирже в США, очень специфический профиль самого бизнеса в плане географии) и потенциал у неё - есть. Но. Я бы предложил посмотреть не только и не столько на неё (хотя, опять же, "голдманы" вполне могут оказаться правыми в плане её перспектив!), а на компанию, с которой у самого Galp связаны крупные проекты морской добычи нефти (Galp - их частично финансирует и имеет в них долю). В силу исторических (на выбор: культурных или колониальных) причин - эта компания уже известный вам PetroBras [NYSE: PBR, B3: PETR3].

Всё, что ваш покорный слуга хотел сказать (хорошего) про эту компанию, сказано уже несколько раз на проекте, самое свежее упоминание тут -> [\[Кофе с банкиром\]](#) Дружественная "валютная" нефть, сильно дисконтированная недвиг и "голдманы", эксплуатирующие Политбюро.

В общем, если не упираться в ограничения, связанные с географией (типа как у "голдамовских" аналитиков, частично запертых в географиях, которые доступны их фондам-клиентам), то южноамериканский вариант смотрится (в том числе в силу дивполитики, недооценённости и т.д.) - на мой вкус, намного лучше (и на него есть опционы, в том числе длинные).

Теперь пару заметок в заключение:

1. Копаясь в спекулятивных списках "голдманов", в процессе обнаружил потенциального кандидата на консервативную позицию (**для тех, кто готов рискнуть в европейской юрисдикции, или есть выход через "омнибус аккаунт" в условной Армении/Казахстане - проконсультируйтесь с вашим банкиром и налоговым консультантом насчёт налогов на австрийские дивиденды в нынешних условиях**).

Итак, после начала СВО и сопутствующих последствий, ваш покорный слуга сильно охладел к горячо ранее любимой австрийской компании **OMV [VIE: OMV, XETR: OMV, OTC:OMVKY]**, твёрдо считая, что после "закрытия" российского направления у неё вряд ли будут шансы на хороший рост добычи и вообще жизнь будет не самой приятной. Так вот, "голдманы" согласны с этой оценкой примерно на 50%, в том смысле, что у них оценка добычи - мягко говоря, не звёздная, но при этом, они утверждают, что компания настолько дешёвая и её оставшиеся активы настолько хорошие (в пересчёте на стоимость акции), что они видят дивдоходность в 10% / 2024 (лидер по всему диапазону покрытия в ЕС, за исключением совсем мелких и совсем опасных типа E&P Ithaca Energy). Посмотрим. В компанию, правда, встроен риск "украинской трубы" (по газу), но это и минус и плюс - если будет какая-нибудь прямо холодная зима в ЕС (а труба всё ещё будет работать), OMV сорвёт джекпот в плане денег, но и в плане политических рисков.

2. Из географий, которые не упомянуты в материалах "вампилов", можно обратить внимание на:

- По Южной Америке -> уже упомянутый PetroBras

- По Китаю -> мой вью на (многократно упомянутый на проекте) **PetroChina [HKEX/SPB: 857]** - не поменялся - это из сравнительно доступного. И менее доступного (из-за санкций на компанию) -> **CNOOC [HKEX: 883]**.

- По России (предвосхищая вопросы):

(консервативно): по сумме качеств (обсуждалось в "русском списке") - **Газпромнефть [MOEX: SIBN]**

(более рискованно/спекулятивно, в основном ради **Vostok Oil**, в контексте ожидаемого "голдманами" плато для сланца в 2026-2027 - это будет эпичный бабло-генератор, если

компания сможет так запустить его, несмотря на все технологические санкции) - **Роснефть [MOEX: ROSN]**

(если хочется поиграть в совсем-совсем азартные игры): **Лукойл [MOEX: LKOH]** - но стоит учитывать, что шансы на то что правительство при текущем курсе рубля, разрешит компании вместо продажи валютной выручки, заняться "выкупом" иностранцев - могут быть не такими высокими, как кажется рынку.

На сегодня - всё.

Всем - железных нервов и стоического настроения. Надеюсь, не пригодится. И да, нужно не забывать регулярно назначать себя котом, и наслаждаться этим состоянием. Организм, портфель и близкие – будут благодарны, даже если не будут знать о методе, который так качественно улучшил вашу (и их) жизнь. Берегите себя, цените себя, улыбнитесь, всё получится!

Данный документ не является инвестиционной рекомендацией

Данный документ не является личной инвестиционной рекомендацией

Данный документ не является предложением по покупке или продаже финансовых инструментов или услуг