

Данный аналитический материал не является инвестиционной рекомендацией. Мы убеждены, что основную часть инвестиций следует размещать в инструментах с фиксированной доходностью. Но учитывая интерес клиентов к акциям, мы предоставляем аналитические обзоры без рекомендации к покупке.



TENÍZ CAPITAL
INVESTMENT BANKING



Valaris и Noble Corp.: ставка на восстановление рынка офшорного бурения





Данный аналитический материал не является инвестиционной рекомендацией. Мы убеждены, что основную часть инвестиций следует размещать в инструментах с фиксированной доходностью. Но учитывая интерес клиентов к акциям, мы предоставляем аналитические обзоры без рекомендации к покупке.

Valaris и Noble Corp.: ставка на восстановление рынка офшорного бурения

Предыстория: бум и перенасыщение рынка до 2015 года

Valaris и Noble Corporation – ведущие компании, предоставляющие услуги бурения на нефть и газ на шельфе. Они владеют флотом морских буровых установок (в том числе буровых судов – *drillships*), которые сдаются в аренду нефтегазовым операторам для разведочного и эксплуатационного бурения. В 2010–2014 годах цены на нефть держались на высоком уровне (выше \$100 за баррель), что стимулировало масштабные инвестиции в глубоководное бурение. Компании-заказчики заключали щедрые контракты, и буровые подрядчики массово заказывали новые установки. За несколько лет мировой флот буровых судов значительно вырос, что привело к перенасыщению рынка.

Однако в 2015 году произошел резкий обвал цен на нефть, и отрасль столкнулась с длительным спадом. Спрос на морское бурение сократился, а **предложение буровых мощностей оказалось избыточным**. Многие установки оставались без работы или сдавались по минимальным ставкам, недостаточным для окупаемости. В период 2015–2020 годов ряд крупных офшорных буровых компаний, включая **Valaris** (ранее Ensco Rowan) и **Noble Corp.**, пережили финансовые трудности и даже прошли через процедуру банкротства, списав долги. Тем не менее, за эти годы отрасль начала постепенно самоисправляться за счет **выведения из эксплуатации старых и избыточных установок**.

Сокращение флота: балансировка спроса и предложения

Каждый год с рынка выводится несколько буровых единиц – их либо списывают на металл, либо оставляют в длительном холодном хранении. Такие решения продиктованы экономикой: содержание простаивающей установки дорого обходится, а переизбыток предложения давил на цены. К началу 2020-х средний возраст списываемых буровых судов заметно снизился – если раньше старались эксплуатировать их как можно дольше, то теперь **списывают даже относительно современные установки**, если не видят для них работы. Например, **Valaris** в 2023 году продала на утилизацию три полупогружные платформы, а **Noble** избавилась от двух новейших буровых судов (достались компании при поглощении Pacific Drilling) ввиду отсутствия для них контрактов.

В результате таких мер **общее количество действующих буровых судов сократилось**, что постепенно восстанавливает баланс спроса и предложения. По данным отраслевых аналитиков, суммарный глобальный флот плавучих буровых установок (полупогружные платформы и *drillship*-суда) уменьшился почти вдвое по сравнению с пиком 2014 года. Одновременно спрос начал восстанавливаться благодаря росту цен на нефть после 2021 года и возобновлению инвестиций в разведку и добычу. Особенно активно глубоководные проекты развиваются в регионах вроде Латинской Америки (Бразилия, Гайана), Западной Африки, а также возвращается активность в Мексиканском заливе и Северном море. Как следствие, **коэффициент загрузки флота** (utilization) поднялся: у ведущих компаний он сейчас близок к 80–90%, тогда как несколько лет назад мог быть ниже 60%.

Рост дневных ставок и отсутствие новых строек

Самым наглядным показателем восстановления рынка являются **дневные ставки аренды буровых судов**. В разгар спада они опускались до \$150–200 тыс. в сутки для современного глубоководного судна, теперь же резко пошли вверх. Уже к 2023 году ставки на передовые (*Tier-1*) буровые суда превысили \$400 тыс. в день, а по некоторым контрактам приближаются к \$450–500 тыс. В среднем по рынку современные буровые суда с высокими техническими характеристиками сдаются примерно по **\$400 тыс. в сутки**, что более чем вдвое выше доковидных минимумов. Такой рост доходов существенно улучшает финансовые показатели буровых компаний.



Важно, что на этом фоне **почти никто не заказывает строительство новых буровых судов**. Причина – крайне высокая стоимость и сомнительная окупаемость новых проектов. По оценкам отрасли, постройка современного drillship обходится примерно в **\$1 млрд**, при сроках строительства около 3 лет. Для оправдания таких инвестиций требуется долгосрочный контракт под новую установку с дневной ставкой порядка **\$700–800 тыс.** (что обеспечило бы 12–15% годовой возврат на вложенный капитал). Пока же ставки вдвое ниже необходимого уровня, и новые суда “на спекулятивной основе” никто не закладывает. Более того, после прошлых волнами банкротств и невыполненных заказов многие верфи вообще закрыли линии по строительству буровых платформ либо требуют значительную предоплату. Таким образом, **предложение новых установок в ближайшие годы практически фиксировано** – новых кораблей не прибавится, пока рынок не прогреется до гораздо более высоких цен. Вместо этого операторы заключают контракты на существующие суда, а буровые компании при необходимости предпочитают реанимировать ранее законсервированные установки (что дешевле, чем строить новые, хотя тоже требует десятки миллионов долларов инвестиций).

Отсутствие новых судов при одновременном выбытии старых означает, что **дефицит буровых мощностей будет нарастать**, если нефтегазовые компании продолжат наращивать офшорное бурение. В долгосрочной перспективе это создает почву для дальнейшего увеличения дневных ставок. Рынок уже близок к точке равновесия, и каждая новая волна спроса (например, запуск крупного проекта или целевой программы бурения) может вытолкнуть ставки на новый уровень.

Финансовые результаты Valaris и Noble за последние годы

Улучшение рыночной конъюнктуры отразилось на выручке и прибыли компаний **Valaris** и **Noble Corp.** Обе компании прошли через реструктуризацию долгов в 2020–2021 гг., после чего существенно оздоровили балансы. Ниже представлена финансовая динамика за 2021–2023 годы:

Показатель	2021	2022	2023
Valaris – выручка, млн долл.	1 603	1 784	2 363
Valaris – чистая прибыль, млн долл.	689	177	865
Noble Corp – выручка, млн долл.	1 123	1 455	2 578
Noble Corp – чистая прибыль, млн долл.	352*	–51	317

Как видно из таблицы, **выручка обеих компаний существенно выросла** за последние три года. Valaris нарастил доход с \$1,6 млрд в 2021 г. до \$2,36 млрд в 2023 г., а Noble – с \$1,12 млрд до \$2,58 млрд за тот же период. Такой рост обусловлен как увеличением дневных ставок, так и ростом загрузки флота. Дополнительным фактором для Noble стало слияние с датской компанией Maersk Drilling в конце 2022 года, что добавило флот и контракты.

Операционная рентабельность тоже улучшается: после тяжелых убытков в середине 2010-х обе компании вышли на прибыль. **Valaris** получил значительную чистую прибыль в 2023 г. (\$865 млн), частично благодаря разовому налоговому эффекту, но и без учета него компания демонстрирует положительную прибыльность. **Noble Corp.** также завершил 2023 год с солидной чистой прибылью \$317 млн, тогда как еще в 2022 г. имел небольшой убыток (без учета разовых статей). Эти результаты отражают начало нового цикла подъема в отрасли. Кроме того, компании аккуратно расходуют капитал: вместо новых заказов средства направляются на **сокращение долга, выкуп акций и поддержание существующего флота**. Например, и Valaris, и Noble объявляли программы обратного выкупа акций, возвращая излишки денежных средств акционерам. Балансы после банкротств у них крепкие, долговая нагрузка умеренная, что позволяет им извлекать выгоду из роста рынка.

Оценка бизнеса и инвестиционный потенциал

Несмотря на очевидное улучшение фундаментальных показателей, **рыночная оценка Valaris и Noble пока остается сравнительно сдержанной**. Оба эмитента торгуются примерно с коэффициентом P/E (цена/прибыль) около 10 на основе текущих доходов. Рыночная капитализация **Valaris** составляет порядка **\$3 млрд**, а **Noble Corp.** – около **\$4,3 млрд** (по состоянию на середину 2025 г.). Инвесторы, по-видимому, закладывают осторожный сценарий, возможно, сомневаясь в долгосрочной устойчивости высоких цен на нефть или опасаясь цикличности отрасли.



Однако инвестиционный тезис, предложенный в нашем обзоре, заключается в том, что **рост прибыльности этих компаний, скорее всего, продолжится** в ближайшие годы. Пока дневные ставки не достигнут уровня, при котором строительство новых судов станет рентабельным (а это, как отмечалось, ~\$700–800 тыс. в день), существующие игроки будут пользоваться почти *олигополистической* позицией. Они обладают относительно молодым и технически продвинутым флотом, который необходим заказчикам, и могут постепенно диктовать более высокие цены по мере истечения старых контрактов и заключения новых. Уже сейчас руководство обеих компаний отмечает, что многие новые сделки заключаются на **более длительные сроки и по повышенным ставкам**, а их совокупные портфели заказов (backlog) на годы вперед увеличиваются. Так, к весне 2025 г. **backlog Noble Corp. превысил \$7,5 млрд**, у Valaris – около \$4,2 млрд, что свидетельствует о высокой загрузке флота в ближайшие годы.

Особого внимания заслуживает **отношение рыночной стоимости компаний к восстановительной стоимости их активов**. Флот Valaris насчитывает 53 установки (18 плавающих и 35 самоподъемных), Noble – 38 установок (25 плавающих и 13 jack-up по маркетинговым данным на 2025 г.). Если представить гипотетически, сколько стоило бы построить аналогичные суда сегодня, цифры будут в разы выше текущих капитализаций. По оценкам отрасли, **заместить флот Valaris и Noble новыми постройками стоило бы примерно в 7–8 раз дороже**, чем текущая рыночная капитализация этих компаний. Другими словами, приобретая акции Valaris или Noble сейчас, инвестор фактически получает доступ к активам, стоимость замещения которых многократно превышает цену, которую “просит” рынок. Конечно, тут есть нюанс – сами по себе буровые установки не имеют ценности без контрактов и квалифицированного экипажа. Но, как мы видим, спрос на их услуги растет, а заменить их чем-то новым быстро невозможно.

Если взглянуть на **потенциал прибыли** при дальнейшем росте ставок, картина выглядит еще более впечатляюще. Например, при дневной ставке аренды **\$800 тыс.** (что вполне достижимо в перспективе нового цикла, учитывая стоимость новых буровых кораблей) каждая установка будет приносить вдвое больше дохода, чем сейчас. Большая часть этих дополнительных доходов превратилась бы в операционную прибыль, так как постоянные расходы (экипаж, амортизация, обслуживание) относительно стабильны. При прочих равных, **Valaris и Noble могли бы зарабатывать ежегодно сумму, сопоставимую с их нынешней рыночной капитализацией**. Иными словами, при удвоении ставок прибыль за год способна покрыть 100% текущей оценки компании, что означало бы P/E ~1! Конечно, такой сценарий – экстремальный и долгосрочный, и в реальности рынок скорее отреагирует ростом котировок компаний заранее, не дожидаясь полной реализации всего потенциала прибыли. Тем не менее, расчеты показывают **громадный операционный левередж**: каждый рост ставки на \$50–100 тыс. напрямую увеличивает EBITDA и чистую прибыль непропорционально сильно.

Кроме того, обе компании сейчас находятся **на раннем этапе подъема цикла**, когда денежные потоки направляются на улучшение финансового положения и возврат акционерам. Учитывая высокую маржинальность новых контрактов, можно ожидать увеличения свободного денежного потока, что позволит продолжать выкуп акций или выплачивать щедрые дивиденды. Например, *Noble Corp.* уже объявила о начале квартальных дивидендов и агрессивном выкупе акций, направляя акционерам значительную часть прибыли.

Выводы

Valaris и Noble Corp. представляют собой интересный инвестиционный кейс в секторе офшорного бурения. После многолетнего кризиса отрасль вошла в фазу восстановления: спрос на глубоководное бурение растет, а избыточные мощности устранены. Дневные ставки аренды буровых судов уже вернулись к здоровому уровню ~\$400 тыс. и имеют потенциал дальнейшего роста, учитывая ограниченное предложение новых установок. Финансовые показатели компаний заметно улучшились – выручка, прибыль и кэш-флоу растут, долги снижены. При этом рынок пока оценивает их относительно скромно (P/E около 10), не полностью отражая перспективы улучшения экономики.

Инвестиционный тезис заключается в том, что по мере **дальнейшего повышения ставок и доходов** Valaris и Noble смогут многократно увеличить свою прибыль, благодаря чему коэффициенты оценки снизятся, привлекая новых инвесторов. Запас прочности у компаний высокий: их активы фактически незаменимы в краткосрочной перспективе, а стоимость замещения флота сильно превышает текущую капитализацию. Конечно, риски тоже присутствуют – цены на нефть и активность нефтегазовых компаний цикличны, геополитические и экологические факторы могут влиять на спрос. Но в отсутствие новых буровых кораблей на горизонте, **позиции существующих игроков выглядят выгодными**.

В итоге Valaris и Noble Corp. оказываются в ситуации, когда макротренд играет им на руку. Если нефтяной рынок останется благоприятным, эти буровые подрядчики имеют шанс превратиться в “генераторы денежного потока” с потенциалом существенного роста капитализации. Для долгосрочного инвестора, верящего в продолжение офшорного нефтяного цикла, акции Valaris и Noble представляют привлекательную возможность участия в этом восстановлении отрасли.



TENIZ CAPITAL
INVESTMENT BANKING

Информация, содержащаяся в настоящем отчете, носит исключительно информационный характер и не является предложением на совершение операций. Отмечаем, что прошлая доходность не является показателем доходности инвестиций в будущем.

АО «Teniz Capital Investment Banking» не несет ответственности за использование клиентами приведенной информации, а также за сделки и операции с финансовыми инструментами, упоминающимися в ней.

Финансовые инструменты, номинированные в иностранной валюте, могут быть подвержены влиянию динамики курса валют.

Рекомендуем оценивать целесообразность и риск тех или иных инвестиций и стратегий и учитывать волатильности рыночной конъюнктуры.

АО «Teniz Capital Investment Banking»

Республика Казахстан,
г. Алматы, пр. Аль-Фараби, д.34,
Almaty Financial District, 4 этаж

Республика Казахстан,
г. Астана, ул. Сыганак, д.60/4,
БЦ Abu Dhabi Plaza

email: media@tenizcap.kz | tenizcap.kz
+7 727 355 37 22 (вн. 509)
+7 771 722 7951 WhatsApp

ИНВЕСТИЦИОННЫЙ БАНКИНГ
ib@tenizcap.kz

ОТДЕЛ ПО РАБОТЕ С КЛИЕНТАМИ
sales@tenizcap.kz