

ПРОГРЕССИВНЫЕ НАЛОГИ: ОТРАСЛЕВОЙ РЕГРЕСС

ТИМУР ХАЙРУЛЛИН
Старший аналитик Инвестиционной компании «Грандис Капитал»
(специально для «Нефтегазовой Вертикали»)



Есть распространенное мнение, что финансовые показатели и капитализация нефтяных компаний всецело зависят от цен на нефть. Однако, как видно из диаграммы (см. «Динамика цена на нефть и российских акций нефтегазовых компаний»), корреляция цен на нефть и котировок нефтяных компаний носит лишь ограниченный характер.

Так, за последние десять лет только в половине случаев изме-

нение цен на нефть и индекса РТС (нефть и газ) носило односторонний характер. В этой статье мы попытаемся понять, почему капитализация российских нефтегазовых компаний слабо зависит от цен на нефть.

Налоговая нагрузка следует за ценой на нефть

Цены на нефть определяют выручку нефтегазовых компаний.

Вступив в год своего 15-летия, «Вертикаль» — без устали, как и все отраслевое экспертное сообщество, — пытается обратить внимание властей на несоответствие стратегии превращения России в энергетическую супердержаву с налоговой политикой. Провал очевиден, а попытки стать таковой за счет искусственных привилегий для госкомпаний только подчеркивают его глубину. Самые авторитетные отраслевые аналитики неоднократно со страниц журнала свидетельствовали в пользу того, что существующая прогрессивная шкала налогообложения дохода не оставляет ВИНК шансов на долгосрочное развитие. Отсюда все последствия, коротко называемые то «проеданием запасов», то «нефтяным проклятием». Специально подготовленное для «Вертикали» исследование ИК «Грандис Капитал» вновь доказательно подчеркивает, что финансовые показатели и капитализация российских нефтяных компаний мало чувствительны к мировым ценам на нефть. Их падение ввергает ВИНК в убытки, но рост не сулит дополнительной прибыли. Это, в свою очередь, означает, что компании не только не желают брать на себя дополнительные риски, особенно в сфере геологического изучения недр, но — по максимуму — стремятся избавиться от имеющихся. Нефтяной мир готовится к выходу из рецессии, ожидая подъем спроса на энергоносители. России же — не до жиру, быть бы живу?

Так, удельная выручка компаний отличается от цен на нефть в среднем не более чем на 5% (см. «Удельная выручка компаний и цен на нефть»). Причем уровень выручки на баррель добычи варьируется по российским компаниям незначительно, несмотря на то, что нефтяные компании направляют различную долю нефти на переработку, экспорт и внутренний рынок.

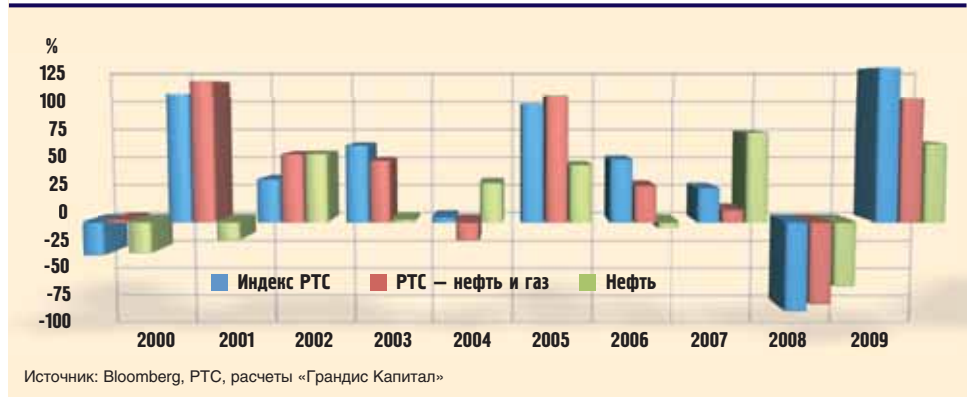
При этом налоговая нагрузка на нефтяные компании в России достаточно высока — более половины себестоимости продукции нефтяников составляют налоговые отчисления (экспортные пошлины и НДС/ПИ), ставки которых привязаны к ценам на нефть на мировом рынке (см. «Чистая цена нефти и доля налоговых отчислений от цены нефти»). Соответственно, при росте цены на нефть растут и налоговые отчисления.

В результате чистая цена (за вычетом экспортных пошлин и НДС/ПИ) значительно менее волатильна по сравнению с ценой нефти на мировом рынке. Так, при цене нефти \$50 чистая цена составляет \$22,1, а при цене нефти \$100 — \$28,6. То есть, при росте цены нефти в два раза чистая цена растет лишь на \$6,5.

Расходы нефтяников растут не медленнее цен на нефть

С 2002-го вплоть до 2008 года наблюдался устойчивый рост расходов нефтяных компаний.

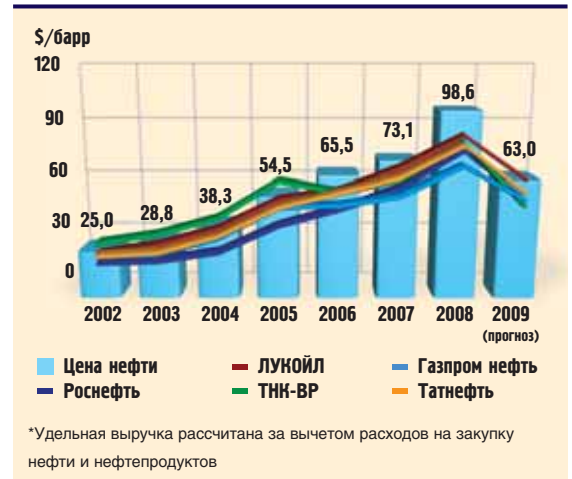
Динамика цен на нефть и российских акций нефтегазовых компаний



Восемь крупнейших российских нефтяных компаний потратили в прошлом году более \$100 млрд (около \$70 млрд — основные расходы и более \$30 млрд — капитальные). В итоге, за 2002–2008 годы нефтяные компании увеличили основные расходы более чем в четыре раза, капитальные — почти в семь раз. Среднегеометрические темпы роста удельных операционных и капитальных расходов составили около 20% и 25% соответственно (см. «Динамика удельных расходов нефтяных компаний»).

И лишь в условиях снижения доходов на фоне обвала цен на нефть нефтяные компании пошли на снижение капитальных затрат, которое в среднем в 2009 году составило почти 25%. Тем не менее, капиталовложения нефтяных компаний в 1,9 раза превышают амортизационные отчисления (см. «Отношение капиталовложений к амортизации»).

Удельная выручка компаний* и цен на нефть



Остальные затраты нефтяников (за исключением налогов и расходов на закупку нефти) распределены между еще четырьмя крупными статьями расходов. По 27–28% приходится на операционные и транспортные расходы, око-

Электронная версия журнала
НЕФТЕГАЗОВАЯ ВЕРТИКАЛЬ
 ВСЕ НОМЕРА НА ОДНОМ ДИСКЕ

тел./факс: 510-5724 (многоканальный)

Чистая цена нефти и доля налоговых отчислений от цены нефти



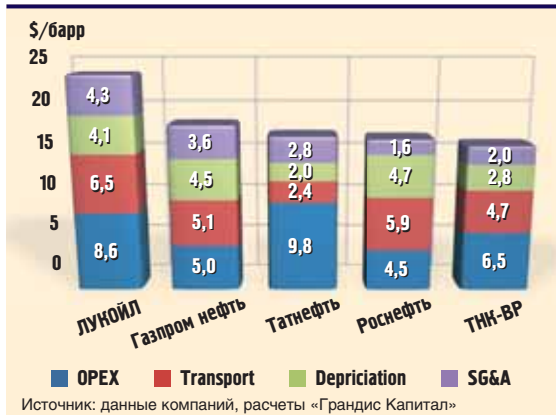
Динамика удельных расходов нефтяных компаний



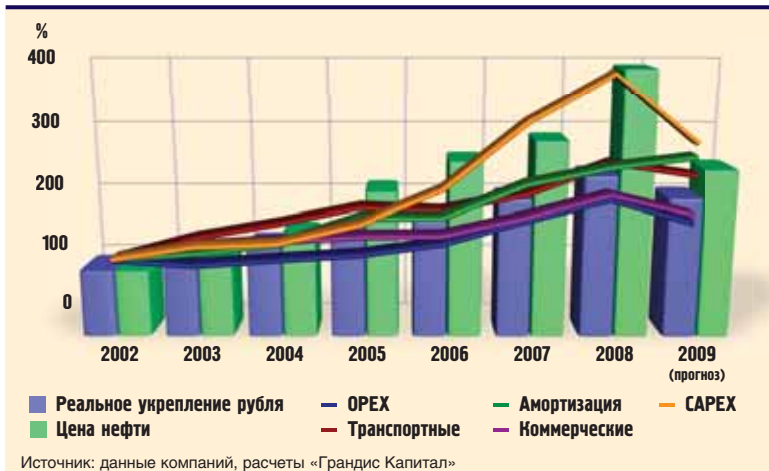
Отношение капиталовложений к амортизации



Основные расходы нефтяных компаний в 2009 г.



Динамика основных статей расходов к 2002 г.



ло 20% — на амортизационные отчисления и около 12% — на коммерческие и административные расходы (см. «Основные расходы нефтяных компаний в 2009 г.»).

Если же посмотреть на уровень основных затрат на баррель, то лидерами по этому показателю являются «Роснефть» и ТНК-ВР, обладающие привлекательным портфелем активов. Также ТНК-ВР и «Роснефть» отличаются минимальным уровнем коммерческих и административных расходов на баррель добычи. Как следствие, у них удельные основные расходы незначительно превышают \$15.

В целом за 2002–2009 годы динамика удельных расходов нефтяных компаний соответствовала темпам реального укрепления рубля. По инвестициям, амортизационным отчислениям и транспортным расходам рост и вовсе не отставал от цен на нефть (см.

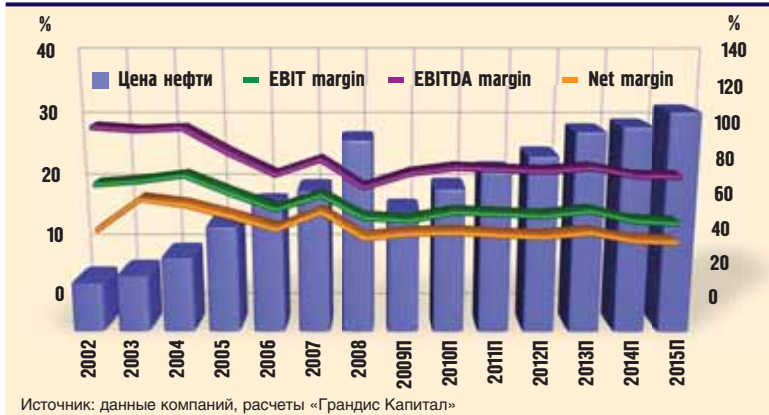
«Динамика основных статей расходов к 2002 г.»).

В дальнейшем можно ожидать сохранения зависимости темпов роста удельных производственных расходов с реальным укреплением рубля. При этом мы ждем опережающего роста операционных и транспортных затрат, связанного с переходом на разработку более сложных и удаленных месторождений, а также значительного роста капиталовложений у компаний, ориентированных на рост операционных показателей («Роснефть», «Газпром нефть»).

Несмотря на рост цен на нефть, рентабельность нефтяного бизнеса не увеличивается

То есть, за 2002–2009 годы рост доходов нефтяников сопро-

Динамика показателей рентабельности нефтяных компаний

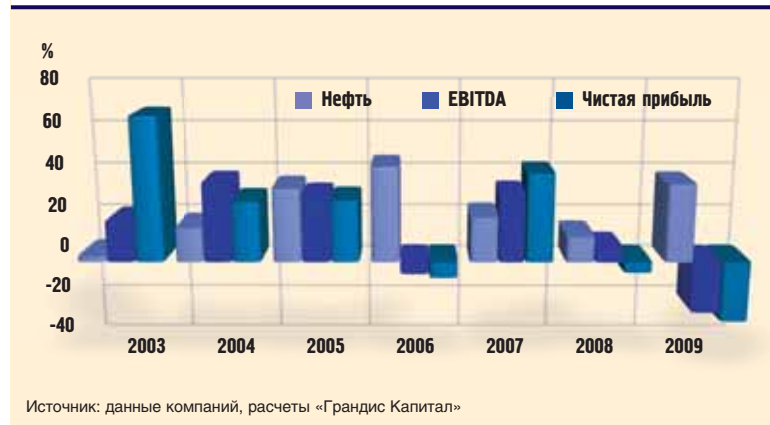


вождался соответствующим ростом расходной части. В среднесрочной перспективе мы ожидаем дальнейшего роста цен на нефть, но уже более медленными темпами. Однако рентабельность нефтяного бизнеса не будет демонстрировать рост из-за пропорционального роста налоговых и прочих статей.

Исходя из наших прогнозов, вплоть до 2013 года рентабельность нефтяных компаний будет оставаться на уровне около 22% по EBITDA и 12% по чистой прибыли. После этого, из-за замедления темпов роста цен на нефть при сохранении тенденции роста расходной части, показатели рентабельности будут плавно снижаться (см. «Динамика показателей рентабельности нефтяных компаний»).

Поэтому EBITDA и чистая прибыль нефтяных компаний, в отличие от их выручки, не так чувствительны к ценам на нефть. В частности, это проявляется на исторических данных. Так, за последние


Изменение финансовых показателей нефтяных компаний и цен на нефть



четыре года изменение чистой прибыли и среднегодовой цены на нефть было однонаправленным лишь однажды (см. «Изменение финансовых показателей нефтяных компаний и цен на нефть»).

Такая ситуация обусловлена двумя факторами. Во-первых, эластичность чистой выручки нефтяных компаний по ценам на нефть невысока из-за прогрессивной си-

стемы налогообложения в России. Во-вторых, расходы нефтяников, зависящие от уровня инфляции, динамики курса рубля, тарифов «Транснефти» и РЖД и пр., растут, не отставая от цен на нефть.

Поэтому чистая прибыль и капитализация российских нефтяных компаний не столь чувствительна к ценам на нефть, как это принято считать. 



группа компаний ГОРОДСКОЙ ЦЕНТР ЭКСПЕРТИЗ

Центральный офис: Санкт-Петербург: +7 812 334-5561, +7 812 334-5562
 Главные представительства:
 Москва: +7 499 176-8772, +7 499 176-9029, Сан-Паулу: +5511 2246-2737
 Дели: +91124 257-7212, +91124 257-7215, Мюнхен: +4989 1678-5670

*Искусство
отличаться от других!*



» Группа ГЦЭ поддерживает ватерпольную команду «ВМФ» Санкт-Петербург

www.gce.ru

Группа компаний «Городской центр экспертиз» (ГЦЭ) – один из мировых лидеров на рынке услуг по промышленной безопасности, экологии и охране труда. Крупнейший энергоаудитор Европы.

В России дивизион Группы ГЦЭ в области технического консалтинга представлен шестью компаниями и филиалами в крупных промышленно-финансовых центрах страны. Клиентами Группы являются такие индустриальные лидеры, как Ford, Enel, British Petroleum, Газпром, РУСАЛ, СИБУР, Транснефть, ЛУКОЙЛ, РусГидро и многие другие.

Спектр услуг разнообразен. Это экспертиза промышленной безопасности, пожарный аудит, диагностика зданий, сооружений и технических устройств, энергоаудит, природоохранное нормирование, аттестация рабочих мест, сертификация организации работ по охране труда, консалтинг в области систем менеджмента (ISO, OHSAS) и многое другое.