ИНВЕСТИЦИИ ПО ОТРАСЛЯМ



Книга 8

НЕФТЕГАЗОВЫЕ КОМПАНИИ

экспортёры, налоги и дивиденды

Виталий Гурьев

Виталий Гурьев

Нефтегазовые компании: экспортёры, налоги и дивиденды

«Автор»
2026

Гурьев В.

Нефтегазовые компании: экспортёры, налоги и дивиденды / В. Гурьев — «Автор», 2026

Нефть и газ — основа российского фондового рынка и главный источник крупных дивидендов. При этом прибыль нефтяников зависит от факторов, которые редко попадают в заголовки. Эта книга объясняет экономику отрасли простым языком. Вы разберётесь, как работают НДПИ, налог на дополнительный доход и демпфер, почему скидки на российскую нефть так сильно влияют на выручку и как курс рубля превращает мировые цены в прибыль. Мы сравним бизнес-модели нефтяников, газовиков и переработчиков, их дивидендные политики и причины резких колебаний выплат. Вы научитесь оценивать компании отрасли по цифрам, а не по новостям, и выбирать момент для покупки с учётом сырьевого цикла.AI was used in the preparation of the book.

© Гурьев В., 2026
© Автор, 2026

Содержание

Глава 1. Нефть и газ в портфеле российского инвестора 6
Глава 2. Как рождается цена барреля 14
Глава 3. Скидка на российскую нефть 22
Глава 4. Курс рубля как второй множитель 30
Глава 5. Налог на добычу, или доля хозяина недр 38
Конец ознакомительного фрагмента. 45

Виталий Гурьев
Нефтегазовые компании: экспортёры, налоги и дивиденды

Эта книга носит исключительно образовательный и информационный характер. Ни одно из её положений не является индивидуальной инвестиционной рекомендацией, предложением купить или продать какой-либо финансовый инструмент, налоговой или юридической консультацией.

Все герои, примеры, расчёты и ставки в книге вымышлены или приведены для иллюстрации. Упоминания реальных компаний не являются рекламой или оценкой их текущей деятельности. Требования Банка России, правила биржи и налоговые нормы изложены по состоянию на момент написания книги и могут измениться.

Перед любым решением сверяйтесь с актуальными документами эмитента и нормативными актами, а при необходимости консультируйтесь со специалистом. Инвестиции связаны с риском, включая потерю части или всего вложенного капитала, и решения о вложении денег вы принимаете самостоятельно и под свою ответственность.

Глава 1. Нефть и газ в портфеле российского инвестора

Вахтовый автобус подпрыгивает на бетонных плитах, и Геннадий привычно придерживает термос с чаем, чтобы тот не уехал под сиденье. Ему пятьдесят два года, из них почти тридцать он провёл на нефтяных промыслах, а последние двенадцать работает мастером по добыче на месторождении в Ханты-Мансийском округе. Месяц он живёт в вахтовом посёлке, месяц дома в Тюмени, и за эти годы научился по звуку насоса понимать, что скважина начинает капризничать. В телефоне у него открыто приложение брокера, где лежат две тысячи акций компании, на которую он работает. Он покупал их понемногу с 2015 года и уверен, что нефть нужна всегда, а значит, и его акции никуда не денутся.

В тот же вечер за полторы тысячи километров от вахтового посёлка, в Самаре, Полина раскладывает на ноутбуке дивидендный календарь. Ей тридцать три года, она работает маркетологом в интернет-магазине и за четыре года собрала портфель примерно на восемьсот тысяч рублей. Её стратегия проста и понятна: покупать бумаги с высокой дивидендной доходностью и получать деньги несколько раз в год. В календаре почти половина строк с крупными выплатами принадлежит нефтяным и газовым компаниям, и Полина давно хочет понять, почему суммы у них то удваиваются, то исчезают совсем. Вопросы она обычно задаёт по видеосвязи дяде Геннадию, мужу своей двоюродной тёти Светланы.

Разговор у них получается странный и очень показательный. Геннадий знает о нефти всё, что можно узнать на кустовой площадке: сколько тонн даёт скважина, почему падает пластовое давление, сколько стоит один капитальный ремонт. При этом он не может объяснить, почему в прошлом году компания заплатила дивиденд меньше, хотя цена нефти в новостях была почти такой же. Полина, наоборот, отлично ориентируется в датах отсечки и доходностях, но плохо представляет, откуда у нефтяной компании берутся деньги. Каждый из них видит половину картины, и эта книга написана для того, чтобы вы увидели её целиком.

Возможно, вы узнаёте себя в одном из этих героев. Может быть, вы работаете в отрасли и покупаете акции работодателя из чувства причастности. Может быть, вы просто заметили, что самые щедрые строки дивидендного календаря занимают экспортёры сырья, и решили разобраться, насколько надёжны эти выплаты. В обоих случаях путь один: от скважины к налогам, от налогов к прибыли, от прибыли к дивиденду и цене акции. Мы пройдём его последовательно, глава за главой, вместе с Геннадием и Полиной.

Начнём с того, почему эту отрасль вообще невозможно обойти стороной. Российский фондовый рынок исторически устроен так, что нефтегазовые компании занимают в нём огромное место. В индексе Московской биржи, который отражает динамику крупнейших и самых ликвидных акций, на долю нефти и газа в разные годы приходилось от трети до половины общего веса. Для сравнения, на развитых рынках вроде американского вес энергетики в широком индексе обычно составляет несколько процентов. Получается, что российский инвестор, купивший «весь рынок» через индексный фонд, автоматически становится крупным акционером нефтяников, даже если специально об этом не задумывался.

Такой перекос не случаен и объясняется структурой самой экономики. Нефть, газ и продукты их переработки десятилетиями составляют главную статью российского экспорта. Компании, которые добывают и продают эти ресурсы, выросли в самые крупные по выручке и прибыли бизнесы страны. Когда в 1990-х и 2000-х годах акции начали массово обращаться на бирже, именно нефтяные и газовые бумаги первыми привлекли иностранных и российских инвесторов. С тех пор они остаются опорой ликвидности: по ним проходят крупнейшие обороты торгов, на них ориентируются фонды и управляющие.

Для частного инвестора из этого следует простой практический вывод. Даже если вы не собираетесь отдельно покупать нефтяные акции, их поведение будет заметно влиять на ваш портфель через индекс, через фонды и через общее настроение рынка. Когда нефть резко дешевеет, падает почти весь российский рынок, потому что его самые тяжёлые бумаги теряют в цене. Когда нефтяники объявляют рекордные дивиденды, деньги от выплат частично возвращаются на биржу и поддерживают котировки других компаний. Понимать отрасль значит понимать значительную часть того, что происходит с рынком в целом.

Состав покупателей нефтяных акций за последние годы тоже заметно изменился. Долгое время значительную часть бумаг отрасли держали иностранные фонды, которые оценивали российских нефтяников в сравнении с мировыми аналогами и быстро выводили деньги при любом всплеске рисков. После 2022 года доступ большинства иностранных инвесторов к российскому рынку оказался ограничен, и главными покупателями на бирже стали частные российские инвесторы. Для вас это означает две вещи сразу. С одной стороны, цены стали сильнее зависеть от настроений таких же частных инвесторов, как вы, с другой стороны, на рынке стало меньше профессиональных покупателей, способных быстро исправить явную недооценку.

Именно поэтому акции нефтяников в последние годы особенно резко реагируют на дивидендные новости. Когда компания объявляет выплату выше ожиданий, частные инвесторы бросаются покупать, и котировки растут за один день на несколько процентов. Когда выплата разочаровывает, они так же дружно продают. Профессиональный инвестор в такой обстановке старается заранее оценить будущий дивиденд по известным данным о ценах, курсе и налогах, чтобы не участвовать в массовых эмоциональных движениях. Эта книга даст вам инструменты именно для такой заблаговременной оценки.

Ещё ярче роль отрасли видна в дивидендах. Нефтегазовые компании в лучшие годы обеспечивали заметную часть всех дивидендных выплат российского рынка, по оценкам участников рынка до трети и даже больше. Причина в том, что они зарабатывают много свободных денег, а их крупнейшие акционеры, будь то государство или частные владельцы, заинтересованы в регулярных выплатах. Для Полины это означает, что без нефтяников её дивидендный календарь превратился бы в куда более скромный список. Для Геннадия это означает, что дивиденд по его двум тысячам акций иногда приносит сумму, сопоставимую с месячной зарплатой.

Полина как-то раз из любопытства посчитала, какую часть её собственного портфеля составляют нефть и газ. Из восьмисот тысяч рублей на акции нефтяных и газовых компаний пришлось около трёхсот шестидесяти тысяч, то есть сорок пять процентов. При этом она никогда не ставила себе цель вкладываться именно в эту отрасль, а просто выбирала бумаги с самой высокой доходностью в календаре. Получилось, что охота за дивидендами незаметно превратила её портфель в ставку на нефть, скидку и курс рубля. Такой эффект встречается у многих начинающих дивидендных инвесторов, и о том, как с ним работать, мы поговорим в девятнадцатой главе.

Геннадий провёл похожий подсчёт и получил ещё более перекошенную картину. Его две тысячи акций по текущей цене 1 300 рублей стоят 2,6 миллиона рублей. Кроме акций, у семьи есть банковский вклад примерно на шестьсот тысяч рублей, и больше никаких сбережений нет. Выходит, что около восьмидесяти процентов накоплений семьи вложено в одну компанию, которая к тому же платит Геннадию зарплату. Пока дела идут хорошо, такая концентрация кажется проявлением лояльности, но мы ещё увидим, какой риск она в себе несёт.

У этой щедрости есть оборотная сторона, которую новички часто упускают. Дивиденды отрасли крайне неустойчивы, они зависят сразу от нескольких внешних сил, которые компания не контролирует. В одни годы выплаты растут в разы, в другие сокращаются вдвое, а иногда совет директоров предлагает не платить ничего. Инвестор, который купил акции ради доходности прошлого года, может обнаружить, что следующая выплата оказалась в несколько раз меньше. Подробно о том, почему так происходит, мы поговорим в шестнадцатой главе, а пока

достаточно запомнить, что высокая доходность в отрасли всегда идёт в паре с высокой изменчивостью.

Чтобы понять, откуда берётся эта изменчивость, нужно увидеть третьего, самого важного участника истории. Этот участник не владеет акциями напрямую, однако забирает из каждого проданного барреля больше, чем акционеры. Речь о государстве, которое получает свою долю через налоги на добычу, налоги на прибыль, акцизы и экспортные платежи. Нефтегазовые доходы в разные годы составляли от четверти до почти половины доходов федерального бюджета России. Для страны это не просто отрасль экономики, а главный источник денег на пенсии, зарплаты бюджетников, оборону и инфраструктуру.

Зависимость бюджета от нефти и газа хорошо видна по тому, как составляются финансовые планы страны. Министерство финансов каждый год закладывает в бюджет прогноз цены российской нефти, курса рубля и объёмов добычи, и от этих допущений зависит, сколько денег получат все остальные статьи расходов. Если мировые цены падают ниже прогноза, у бюджета появляется дыра, которую приходится закрывать займами, резервами или новыми налогами. Если цены оказываются выше, часть дополнительных поступлений откладывается в резервы. Для инвестора это означает, что бюджетная ситуация страны и налоговые решения в отношении нефтяников связаны напрямую, и об этой связи мы подробно поговорим в главах о налогах.

Отсюда вытекает важное следствие, которое пронизывает всю книгу. Государство заинтересовано в нефтегазовой отрасли сильнее, чем любой миноритарный акционер, и при этом его интересы совпадают с вашими не полностью. Когда бюджету нужны деньги, налоговые правила для отрасли меняются, и часть прибыли, которая могла бы стать вашим дивидендом, уходит в казну. Когда цены на бензин внутри страны растут слишком быстро, государство меняет условия так, чтобы компании продавали больше топлива на внутреннем рынке. Инвестор в нефтегаз фактически становится младшим партнёром государства и должен понимать логику старшего партнёра.

Попробуем представить это через бытовую аналогию, которая будет сопровождать нас до конца книги. Представьте сад с яблонями, который принадлежит товариществу, где у вас есть небольшой пай. Урожай собирает управляющий, продаёт яблоки на рынке и распределяет выручку. Прежде чем пайщики получат хоть рубль, хозяин земли забирает свою долю, причём размер этой доли он устанавливает сам и может менять каждый год. Цена яблок на рынке зависит от погоды в других странах, а оплату покупатели вносят в иностранной валюте, которую ещё нужно обменять на рубли.

В этом саду все четыре силы, о которых мы будем говорить, видны как на ладони. Мировая цена яблок определяет, сколько вообще можно выручить за урожай. Скидка, которую приходится давать покупателю из-за плохих дорог или особых условий продажи, уменьшает реальную выручку. Курс валюты решает, сколько рублей получится после обмена. Доля хозяина земли, то есть налоги, определяет, что останется пайщикам.

Нефтяная компания устроена точно так же, только вместо яблок у неё баррели, вместо рынка мировые биржи, а вместо хозяина земли государство как собственник недр. Аналогия полезна ещё и тем, что показывает, насколько мало зависит от самого управляющего. Он может хорошо ухаживать за деревьями, вовремя собирать урожай и экономить на ящиках, однако погоду в чужих странах, курс валюты и аппетиты хозяина земли он не контролирует. Пайщик, который оценивает сад только по трудолюбию управляющего, будет постоянно удивляться своим доходам. Пайщик, который следит за всеми четырьмя силами, заранее понимает, каким окажется следующий год.

Прежде чем разбирать каждую из сил, полезно увидеть всю цепочку отрасли, от недр до бензоколонки. Первое звено называется разведкой: геологи ищут месторождения, проводят сейсмические исследования, бурят поисковые скважины. Второе звено — добыча, когда на найденном месторождении бурят эксплуатационные скважины, строят трубопроводы и подго-

товку нефти, после чего начинают извлекать сырьё. Эти два звена вместе на профессиональном языке называют «апстримом», то есть верхним течением реки. Геннадий работает именно здесь и видит, сколько денег и труда стоит каждый баррель на поверхности.

Следующее звено — транспорт, или «мидстрим», среднее течение. Нефть с месторождения нужно доставить до порта, до нефтеперерабатывающего завода или до границы, и для этого существуют магистральные трубопроводы, железнодорожные цистерны и танкеры. В России основная часть нефти движется по системе магистральных трубопроводов, принадлежащих государственной трубопроводной монополии. Газ путешествует по собственной системе газопроводов, которая работает по иным правилам. Подробно о транспорте и о том, как он влияет на итоговую цену для компании, мы поговорим в одиннадцатой главе.

Завершает цепочку переработка и сбыт, или «даунстрим», нижнее течение. На нефтеперерабатывающих заводах сырую нефть превращают в бензин, дизельное топливо, авиакеросин, мазут, битум и сырьё для химической промышленности. Затем топливо продают оптом на бирже, через собственные сети автозаправочных станций, экспортируют или поставляют крупным потребителям. Компании, которые владеют всеми звеньями цепочки сразу, называют вертикально интегрированными, а в разговорной речи просто ВИНК. Именно такие компании составляют ядро российского нефтяного сектора на бирже.

Теперь посмотрим на типы эмитентов, которых вы встретите на Московской бирже. Первый и самый многочисленный тип — те самые вертикально интегрированные нефтяные компании, которые добывают нефть, перерабатывают её на своих заводах и продают топливо на своих заправках. Среди них есть компании с государственным контролем и частные компании, у одних огромная собственная переработка, у других она скромнее. Их объединяет то, что основную прибыль они получают от добычи, а переработка служит дополнительным источником дохода и способом смягчить колебания. Различия в структуре этих бизнесов мы будем разбирать по ходу книги.

Второй тип — газовый монополист, крупнейшая в стране компания по добыче и транспортировке газа. Она владеет единой системой газопроводов, исторически имела исключительное право на экспорт трубопроводного газа и несёт значительную социальную нагрузку внутри страны. Её экономика сильно отличается от экономики нефтяников, и этому посвящена двенадцатая глава. Третий тип — независимые производители газа, которые не владеют магистральной трубой, но развивают собственные проекты сжиженного природного газа. О них подробно пойдёт речь в тринадцатой главе.

Четвёртый тип — независимые нефтепереработчики, то есть заводы без собственной добычи, которые покупают нефть у других компаний. Их бумаги реже встречаются на бирже в виде акций, зато они нередко выпускают облигации. Пятый тип — трубопроводная монополия, которая транспортирует нефть и нефтепродукты по тарифам, установленным государством, и чьи привилегированные акции давно известны инвесторам. Шестой тип — нефтесервисные компании, которые бурят скважины, проводят гидроразрыв пласта и поставляют оборудование. Каждый из этих типов зарабатывает по-своему, и смешивать их в голове в одну категорию «нефтянка» означает совершать ошибку с самого начала.

Различие легко показать на одном и том же событии. Допустим, мировая цена нефти выросла на десять процентов. Вертикально интегрированная компания выиграет, потому что дороже продаст добытую нефть, хотя часть выигрыша заберут налоги. Независимый переработчик, наоборот, может пострадать, потому что ему придётся дороже покупать сырьё, а цены на бензин внутри страны не успеют подняться следом. Трубопроводная монополия почти ничего не заметит, ведь её тариф не зависит от цены перевозимой нефти, а нефтесервисная компания выиграет лишь позднее, когда нефтяники решат увеличить бурение.

Газовые компании отреагируют на тот же рост нефти по-разному в зависимости от того, куда и как они продают газ. Цены на газ внутри страны регулируются государством и не зависят

от нефтяных котировок напрямую. Часть экспортных газовых контрактов исторически следует за нефтью, но с заметным опозданием. Цены на сжиженный газ в Азии иногда тоже связаны с нефтью, а иногда живут своей жизнью. Получается, что одно событие на мировом рынке поразному меняет прибыль шести типов эмитентов, и инвестор, который это понимает, реагирует на новости гораздо спокойнее.

В этой книге мы почти не будем называть реальные российские компании по именам. Причина не в том, что они неинтересны, а в том, что их показатели меняются каждый квартал, а книга должна оставаться полезной много лет. Вместо этого мы будем говорить о типах компаний и использовать три вымышленных примера, на которых удобно проверять все расчёты. Цифры этих компаний придуманы, но устроены так, чтобы отражать типичные пропорции российской нефтегазовой отрасли. Освоив логику на вымышленном примере, вы легко примените её к любой реальной компании по её отчётности.

Первая и главная вымышленная компания книги называется «Ветлуганефть», для краткости мы будем иногда писать ВН. Это частная вертикально интегрированная нефтяная компания, которая добывает двести миллионов баррелей нефти в год, что соответствует примерно двадцати семи с половиной миллионам тонн. У неё есть собственный нефтеперерабатывающий завод мощностью тринадцать миллионов тонн в год, то есть она перерабатывает примерно половину своей добычи. Ей принадлежит сеть из девятисот автозаправочных станций в нескольких регионах. Уставный капитал разделён на один миллиард обыкновенных акций, привилегированных акций у компании нет.

Именно в «Ветлуганефти» работает Геннадий, и именно её две тысячи акций лежат у него на счёте. Сейчас акция стоит на бирже 1 300 рублей, а значит, вся компания оценивается рынком в 1,3 триллиона рублей. У компании есть чистый долг в двести миллиардов рублей, поэтому стоимость всего бизнеса с учётом долга составляет полтора триллиона рублей. Геннадий покупал акции в среднем по 900 рублей, и на бумаге его пакет вырос примерно на восемьсот тысяч рублей. Полина присматривается к этим же акциям, потому что в прошлом году компания заплатила дивиденд с доходностью около двенадцати процентов.

Вторая вымышленная компания называется «Тундрагаз». Это независимый производитель газа и газового конденсата, у которого есть собственный завод по сжижению газа в Арктике. На её примере мы разберём экономику сжиженного природного газа, особенности экспорта и риски крупных проектов. Третья вымышленная компания — «Мокшанский НПЗ», независимый нефтеперерабатывающий завод в Поволжье, который покупает нефть у сторонних поставщиков и продаёт топливо на внутреннем рынке. Он поможет нам понять, как зарабатывает переработчик и почему его облигации ведут себя иначе, чем акции нефтяников.

Все показатели «Ветлуганефти» мы будем держать неизменными на протяжении книги, чтобы вы могли проследить, как каждая сила влияет на один и тот же бизнес. Базовый сценарий выглядит так: мировая цена нефти марки Brent составляет 70 долларов за баррель, скидка на российскую нефть равна 10 долларам, курс — 90 рублей за доллар. Это условные уровни, выбранные для удобства счёта, а не прогноз и не описание какого-то конкретного года. В следующих главах мы будем менять по одному параметру и смотреть, что происходит с прибылью и дивидендом.

Прежде чем двигаться дальше, разберём несколько распространённых мифов, с которыми новички приходят в отрасль. Первый миф звучит так: если нефть дорожает, то акции нефтяников обязательно растут. На практике связь между ценой нефти и котировками существует, но она гораздо слабее, чем кажется. Между ценой Brent в новостях и прибылью российской компании стоят скидка, курс рубля и налоги, и каждая из этих сил может перечеркнуть эффект от роста мировых цен. Бывали периоды, когда нефть дорожала, а акции российских нефтяников падали, потому что одновременно росла скидка или крепчал рубль.

Второй миф гласит, что нефтяные компании всегда платят дивиденды. Большинство из них действительно платит регулярно, но история рынка знает и отмены выплат, и их резкие сокращения. Решение о дивиденде принимает совет директоров и собрание акционеров, а дивидендная политика обычно содержит оговорки, позволяющие отступить от неё в сложной ситуации. Подробно о том, как читать такие оговорки, мы поговорим в пятнадцатой главе. Полина, которая привыкла считать дивиденд почти гарантированным купоном, постепенно поймёт, чем он отличается от облигационного платежа.

Третий миф касается вечности самого сырья. Геннадий любит повторять, что без нефти мир не проживёт, и в обозримой перспективе он во многом прав: нефть и газ останутся важнейшими источниками энергии и сырья для химии ещё долгие годы. При этом из правоты в отношении сырья вовсе не следует, что конкретная компания будет хорошим вложением. Месторождения истощаются, налоги меняются, затраты растут, а цена акции может уже включать в себя все ожидаемые выгоды. Инвестор покупает не нефть вообще, а долю в конкретном бизнесе по конкретной цене.

Четвёртый миф — уверенность, что достаточно работать в отрасли, чтобы понимать её акции. Геннадий знает производство изнутри, и это ценное преимущество: он раньше других видит, что на месторождении меняется режим работы или откладывается бурение. Однако прибыль компании определяется не только тем, что происходит на промысле, но и решениями в Москве, на мировых биржах и в кабинетах налоговых органов. Сотрудник, покупающий акции работодателя, к тому же удваивает свой риск: при проблемах компании он может одновременно потерять и часть дохода, и часть сбережений. К этой мысли мы ещё вернёмся, когда будем говорить о доле отрасли в портфеле.

Пятый миф связан с кажущейся дешевизной. Российские нефтяные компании часто торгуются по очень низким мультипликаторам, например с ценой всего в три-пять годовых прибылей. Новичку это кажется подарком, ведь на развитых рынках аналогичные компании стоят дороже. Однако низкий мультипликатор обычно отражает реальные риски: высокую налоговую нагрузку, непредсказуемость регулирования, внешние ограничения, ограниченный доступ к иностранным инвесторам. В восемнадцатой главе мы подробно разберём, как отличать настоящую недооценённость от справедливой скидки за риск.

Шестой миф звучит особенно убедительно: раз отрасль так важна для бюджета, государство никогда не позволит нефтяным компаниям оказаться в трудном положении. В этом утверждении есть доля правды, ведь государство действительно не заинтересовано в разорении главных налогоплательщиков. Однако защищает оно прежде всего добычу, рабочие места и налоговые поступления, а вовсе не доходы миноритарных акционеров. Вполне возможна ситуация, при которой компания продолжает работать, платить налоги и зарплаты, а дивиденды сокращаются, потому что основную часть дополнительных денег забрал бюджет.

Теперь, когда мифы расчищены, вернёмся к четырём силам, которые определяют прибыль российского нефтяника, и посмотрим, как они выстроены в книге. Первая сила — мировая цена нефти, которую мы привыкли видеть в новостях в виде котировки Brent. О том, как она формируется, кто её устанавливает и почему она колеблется, рассказывает вторая глава. Вторая сила — скидка на российскую нефть, то есть разница между мировым эталоном и реальной ценой продажи. Ей полностью посвящена третья глава, потому что в последние годы именно скидка нередко оказывалась главным фактором прибыли.

Третья сила — курс рубля, ведь нефть продают за доллары, юани и другие валюты, а затраты и налоги компания во многом несёт в рублях. Четвёртая глава покажет, как ослабление или укрепление рубля превращается в изменение прибыли и дивидендов. Четвёртая сила — налоги, и ей отведено сразу четыре главы, с пятой по восьмую. Налог на добычу полезных ископаемых, налог на дополнительный доход, демпфер и остальные платежи образуют систему,

без понимания которой анализ нефтяника превращается в гадание. После этого мы перейдём к производству, переработке, транспорту и газу, а затем к отчётности, дивидендам и оценке.

Может показаться, что для инвестора всё это слишком сложно и проще купить индексный фонд, не вникая в детали. Это разумный вариант для тех, кто не хочет тратить время на анализ, и он никак не противоречит этой книге. Однако даже владельцу индексного фонда полезно понимать, почему его портфель реагирует на налоговые новости или на изменение курса. Тот, кто выбирает отдельные бумаги, без понимания отраслевой механики будет постоянно покупать на пике ожиданий и продавать на дне разочарований. Знание четырёх сил позволяет хотя бы приблизительно предсказать, что произойдёт с дивидендом, ещё до того, как компания его объявит.

Важно сказать и о том, чем эта книга отличается от общего учебника по анализу компаний. Общие инструменты, такие как мультипликаторы, свободный денежный поток и дисконтирование будущих доходов, подробно описаны в книге серии о фундаментальном анализе, и мы не будем пересказывать их заново. Здесь нас интересует то, что делает нефтегазовую отрасль особенной. Это налоговая система, которая забирает большую часть сверхдоходов, зависимость от внешних цен и курса, особые отраслевые показатели вроде стоимости добычи барреля и обеспеченности запасами. Общие инструменты работают и здесь, но без отраслевой поправки они дают ошибочные результаты.

Приведём простой пример такой ошибки. Допустим, начинающий инвестор видит, что за последний год прибыль нефтяной компании выросла на сорок процентов, и экстраполирует этот рост на будущее. Общая логика подсказывает, что растущая прибыль заслуживает более высокой оценки. Отраслевая логика заставляет спросить, откуда взялся рост: от увеличения добычи, от временного ослабления рубля, от сужения скидки или от разового налогового послабления. Если рост объясняется курсом или скидкой, то в следующем году он может так же быстро исчезнуть, и высокая оценка окажется ловушкой.

Вернёмся к нашим героям, которые к концу первого разговора пришли к важному соглашению. Геннадий признал, что знает, как добыть нефть, но не знает, сколько из неё зарабатывают акционеры. Полина призналась, что видит дивиденды, но не понимает, откуда они берутся и почему так скачут. Они договорились разбираться вместе: Геннадий будет объяснять производственную сторону, а Полина — финансовую. В следующих главах вы увидите, как этот союз помогает обоим избежать дорогих ошибок.

Отдельно стоит сказать о том, каким читателем вам стоит быть при чтении этой книги. Многие главы содержат расчёты, и самый полезный способ работы с ними — взять калькулятор или открыть таблицу и пересчитать примеры самостоятельно. Цифры подобраны так, чтобы считать было удобно, а результаты легко проверялись. Если вы пройдёте все расчёты вместе с героями, то к концу книги сможете за полчаса построить грубую модель прибыли любой российской нефтяной компании. Этого достаточно, чтобы задавать правильные вопросы и не верить громким заголовкам на слово.

Небольшое замечание о правилах и цифрах из реального мира. Налоговые нормы, правила валютного регулирования и решения о бюджетных ориентирах в нефтегазовой отрасли меняются часто, иногда несколько раз в год. В книге мы описываем их по состоянию на момент написания и стараемся объяснять логику механизмов, а не только текущие параметры. Перед любым решением сверяйтесь с актуальной редакцией Налогового кодекса, сообщениями Министерства финансов и раскрытием самих компаний. Логика механизмов меняется гораздо медленнее, чем цифры, и именно она будет служить вам долго.

Подведём итог первой главы связным рассуждением. Нефтегазовая отрасль занимает в российском фондовом рынке столь большое место, что игнорировать её невозможно даже пассивному инвестору. Она даёт значительную часть дивидендов рынка, но эти дивиденды неустойчивы, потому что прибыль компаний определяют четыре внешние силы: мировая цена,

скидка, курс и налоги. Государство участвует в доходах отрасли как старший партнёр и меняет правила, когда этого требует бюджет или внутренний рынок топлива. Отрасль состоит из разных типов компаний, и каждую из них нужно анализировать с учётом её места в цепочке от скважины до заправки.

Следующий шаг очевиден: прежде чем разбирать скидки, курс и налоги, нужно понять, откуда вообще берётся та самая цена нефти, которую Геннадий видит в утренних новостях. Почему баррель Brent стоит столько, сколько стоит, кто и где эту цену фиксирует и почему она способна за несколько месяцев упасть вдвое или вырасти в полтора раза. Во второй главе мы разберём, как рождается цена барреля, чем эталонные сорта отличаются от российских и какие силы двигают мировой нефтяной рынок. Там же мы впервые посчитаем, как изменение мировой цены отражается на выручке «Ветлуганефти».

Глава 2. Как рождается цена барреля

Утро в вахтовом посёлке начинается одинаково: столовая, гречка с котлетой, телевизор под потолком, где бегущей строкой проплывают котировки. Геннадий допивает чай и видит знакомую строчку о том, что нефть марки Brent подорожала за неделю на четыре процента. Его сменщик Станислав, сорокаоднолетний геофизик из Нижневартовска, тут же замечает, что теперь их акции точно пойдут вверх. Геннадий кивает, но в глубине души сомневается, потому что в прошлом году нефть тоже дорожала, а дивиденд почему-то уменьшился. Он впервые задаёт себе вопрос, который раньше казался ему лишним: а что вообще означает эта цена и при чём тут нефть, которую он каждый день видит на своём месторождении.

Вопрос гораздо глубже, чем кажется на первый взгляд. Нефть, которую добывают на месторождении Геннадия, никогда не продаётся под названием Brent. Она смешивается в трубопроводе с нефтью других месторождений, превращается в экспортную смесь под другим названием и продаётся по цене, которая лишь отталкивается от котировки в новостях. Сама марка Brent добывается в Северном море, за тысячи километров от Западной Сибири. Чтобы понять, почему её цена так важна, нужно разобраться, как вообще устроено ценообразование на мировом нефтяном рынке.

Начнём с того, что нефть не является однородным товаром вроде золота определённой пробы. На планете добывают сотни сортов нефти, и каждый отличается плотностью, содержанием серы, составом примесей и местом добычи. Договориться о цене каждого сорта отдельно было бы невозможно, поэтому рынок использует несколько эталонных сортов, которые называют бенчмарками. Цена любой другой нефти выражается как эталон плюс или минус определённая надбавка. Так покупатель и продавец экономят время: они спорят не о цене целиком, а лишь о разнице с понятным ориентиром.

Самый известный бенчмарк в мире — Brent. Изначально это название относилось к нефти одноимённого месторождения в британском секторе Северного моря, но со временем добыча там упала, и эталон превратился в корзину из нескольких близких по качеству сортов региона. В 2023 году в эту корзину включили и американскую нефть, которую танкерами доставляют в Европу, чтобы эталон оставался достаточно ликвидным. По Brent прямо или косвенно оценивается большая часть нефти, продаваемой в мире, включая российскую экспортную смесь. Именно поэтому котировку Brent показывают в новостях как цену нефти вообще.

Второй важнейший бенчмарк — американская нефть WTI, которая торгуется с поставкой в городе Кушинг в штате Оклахома, где находится крупный узел хранилищ и трубопроводов. WTI определяет цены на внутреннем рынке США и служит основой для крупнейшего в мире рынка нефтяных фьючерсов. Обычно WTI стоит на несколько долларов дешевле Brent, потому что качество у них близкое, а доставка американской нефти к мировым потребителям обходится дороже. Иногда разница сжимается или расширяется из-за особенностей американской логистики. Для российского инвестора WTI важен в основном как индикатор настроения мирового рынка.

Третий бенчмарк — ближневосточная нефть марок Dubai и Oman. Она тяжелее и содержит больше серы, чем Brent, и служит ориентиром для поставок из Персидского залива в Азию. Поскольку Азия стала главным направлением российского экспорта нефти, ближневосточный эталон приобрёл для российских компаний дополнительное значение. Китайские и индийские покупатели при выборе поставщика сравнивают российскую нефть не только с Brent, но и с ближневосточными сортами. Разница между Brent и Dubai, которую трейдеры внимательно отслеживают, показывает, насколько дороже на рынке ценится лёгкая малосернистая нефть по сравнению с тяжёлой сернистой.

Здесь мы подходим к вопросу качества, без которого невозможно понять цену российской нефти. Главные показатели качества — плотность и содержание серы. Лёгкая нефть с низкой плотностью даёт при переработке больше бензина, дизельного топлива и керосина, то есть самых дорогих продуктов. Тяжёлая нефть даёт больше мазута и остатков, которые стоят дешевле или требуют сложной и дорогой дополнительной обработки. Сера вредна для оборудования и окружающей среды, её приходится удалять на заводе, поэтому сернистая нефть ценится ниже малосернистой.

Плотность в нефтяной отрасли обычно измеряют в градусах API, по шкале Американского института нефти. Чем выше значение, тем легче нефть: у Brent оно составляет около тридцати восьми градусов, а содержание серы около половины процента или ниже. Основная российская экспортная смесь Urals заметно тяжелее, примерно тридцать один градус, и содержит больше серы, обычно в районе полутора процентов. Такая нефть получается потому, что в трубопроводной системе смешивается лёгкая западносибирская нефть с более тяжёлой и сернистой нефтью Поволжья и Урала. Из-за разницы в качестве Urals исторически стоила дешевле Brent даже в самые спокойные времена.

Вторая важная российская марка называется ESPO, по первым буквам английского названия трубопровода Восточная Сибирь — Тихий океан. Эту нефть добывают в основном в Восточной Сибири, она легче и менее сернистая, чем Urals, и по качеству ближе к Brent. Её отгружают через порт Козьмино на Дальнем Востоке, откуда танкеры за несколько дней доходят до Китая, Японии и Кореи. Короткое плечо доставки до азиатских потребителей и высокое качество делают ESPO заметно дороже Urals. Часть этой нефти также поставляется в Китай напрямую по ответвлению трубопровода.

Геннадий, услышав всё это от Станислава, который в молодости работал в лаборатории анализа нефти, удивлённо заметил, что его нефть, оказывается, считается не самой качественной. Это не повод для огорчения: у каждого сорта есть свои покупатели, и многие заводы, особенно в Азии и в Индии, специально настроены на переработку сернистой нефти. Однако для инвестора важен сам факт: компания, добывающая в основном Urals, получает за баррель меньше, чем компания, добывающая лёгкую нефть Восточной Сибири, при прочих равных условиях. Это одна из причин, по которой одинаковые новости о цене Brent по-разному отражаются на разных российских нефтяниках.

Разница в цене между лёгкими и тяжёлыми сортами сама по себе не постоянна и зависит от того, какие нефтепродукты в данный момент особенно востребованы. Средние сернистые сорта вроде Urals дают при переработке много дизельного топлива, поэтому в периоды, когда дизель в мире дорожает быстрее бензина, такие сорта пользуются повышенным спросом у заводов. Когда же на рынке избыток тяжёлой сернистой нефти, например из-за роста добычи в странах Персидского залива, её цена относительно Brent снижается. Получается, что даже без всяких политических факторов российская нефть то дорожает, то дешевеет относительно эталона. Эту естественную подвижность важно отличать от скидки особого рода, о которой пойдёт речь в следующей главе.

Добавим ещё одно наблюдение о роли самой России на мировом рынке. Поскольку страна добывает около десятой части мировой нефти, события, касающиеся российского экспорта, сами по себе двигают мировые цены. Когда рынок опасается, что российские баррели не дойдут до покупателей, Brent дорожает, а когда эти опасения рассеиваются, он дешевеет. Для российских компаний это создаёт любопытный парадокс: угроза их поставкам иногда поднимает мировую цену, но одновременно увеличивает скидку на их собственную нефть. Итоговый эффект для выручки может оказаться каким угодно, и его нельзя оценить, глядя только на котировку эталона.

Теперь разберёмся с единицами измерения, потому что они постоянно путают начинающих инвесторов. Мировые цены указываются в долларах за баррель, а баррель — это примерно

сто пятьдесят девять литров. Российские компании и государственная статистика исторически считают нефть в тоннах. Сколько баррелей в тонне, зависит от плотности нефти: для Urals обычно используют коэффициент около 7,3, а для более лёгкой нефти получается больше, примерно 7,4–7,5. Если вы видите, что компания добыла двадцать семь миллионов тонн нефти, то в баррелях это примерно двести миллионов.

Именно столько добывает наша вымышленная «Ветлуганефть». Двести миллионов баррелей в год соответствуют примерно пятистам пятидесяти тысячам баррелей в сутки, если разделить годовую добычу на триста шестьдесят пять дней. Суточные показатели особенно часто встречаются в международных сравнениях и в решениях о квотах добычи, о которых мы поговорим чуть ниже. Привыкайте свободно переходить от тонн к баррелям и от годовых цифр к суточным. Без этого навыка вы будете путаться при сравнении отчётов разных компаний и новостей из разных источников.

Газ измеряется по-другому, обычно в кубометрах, причём в отрасли принято говорить о миллиардах кубометров в год. Для сравнения газа с нефтью иногда используют понятие нефтяного эквивалента, то есть пересчитывают газ в баррели по энергетическому содержанию. Примерно тысяча кубометров газа по теплотворной способности соответствует шести-семи баррелям нефти, хотя точный коэффициент зависит от состава газа и принятой методики. Такой пересчёт нужен, когда компания добывает и нефть, и газ, а инвестор хочет понять общий объём производства. Подробно о газе мы будем говорить в двенадцатой и тринадцатой главах.

Следующий вопрос: кто и где фиксирует ту самую цену, которую показывают в новостях. Существуют два основных источника котировок. Первый — биржевые фьючерсы, то есть стандартные контракты на поставку определённого объёма нефти в будущем, которые торгуются на крупнейших биржах Лондона и Нью-Йорка. Цена ближайшего по сроку фьючерса на Brent и считается той самой ценой нефти, о которой говорят по телевизору. На Московской бирже тоже торгуются расчётные фьючерсы на Brent, по которым не происходит реальной поставки, но цена привязана к мировой котировке.

Второй источник — независимые ценовые агентства, которые ежедневно опрашивают трейдеров, собирают данные о реальных сделках и публикуют оценки цен для десятков сортов нефти в разных портах. Без этих оценок невозможно было бы заключать физические сделки с конкретными партиями нефти, ведь фьючерс описывает только эталон. Именно агентства публикуют котировки Urals и ESPO, которые потом используют компании, покупатели и государство. В следующей главе мы увидим, что после 2022 года точность этих котировок стала предметом споров, и разберёмся, почему.

Теперь перейдём к главному вопросу: что двигает цену нефти вверх и вниз. Как и любой товар, нефть подчиняется спросу и предложению, но с несколькими важными особенностями. Спрос на нефть в краткосрочном периоде почти не реагирует на цену: люди продолжают ездить на работу, а самолёты летать, даже если бензин подорожал. Предложение тоже реагирует медленно, потому что новое месторождение запускается годами. Из-за этой двойной неповоротливости даже небольшой дисбаланс между спросом и предложением приводит к резким скачкам цены.

Посмотрим на спрос подробнее и начнём с его масштаба. Мир потребляет около ста миллионов баррелей нефти в сутки, и больше половины этого объёма уходит на транспорт: автомобили, грузовики, корабли и самолёты. Значительная часть идёт на нефтехимию, то есть на производство пластмасс, синтетических волокон, удобрений и множества других продуктов. Ещё часть сжигают на электростанциях и в котельных, хотя эта доля в мире постепенно снижается. Структура спроса объясняет, почему экономический рост, авиаперевозки и сезон отпусков так сильно влияют на цены.

География спроса за последние двадцать лет заметно сместилась. Потребление в развитых странах Европы и Северной Америки в целом перестало расти, а основной прирост обес-

печивают развивающиеся страны Азии. Китай стал крупнейшим импортёром нефти в мире, а Индия превратилась в одного из главных источников роста потребления. Для российских компаний эти два рынка стали ключевыми после того, как поставки в Европу резко сократились. Поэтому сегодня новости об экономике Китая и Индии значат для «Ветлуганефти» больше, чем новости из Германии или Франции.

Есть у спроса и сезонность, о которой полезно помнить. Летом в Северном полушарии растёт потребление бензина из-за отпусков и поездок, зимой увеличивается спрос на дизельное топливо и мазут для отопления. Нефтеперерабатывающие заводы весной и осенью уходят на плановые ремонты, временно сокращая закупки нефти. Эти колебания не меняют общую картину рынка, но объясняют, почему цены в отдельные месяцы ведут себя по-разному. Опытный инвестор не делает далеко идущих выводов из сезонного движения котировок.

Есть у цены нефти и чисто финансовая сторона, которая не связана с физическими баррелями. Поскольку нефть в мире торгуется за доллары, укрепление американской валюты делает нефть дороже для покупателей в других валютах и нередко сдерживает её цену. Ослабление доллара, наоборот, обычно поддерживает котировки. Кроме того, на биржевом рынке нефтяных фьючерсов активно работают инвестиционные фонды и спекулянты, которые покупают и продают контракты, никогда не собираясь получать нефть. Их позиции способны усилить движение цены в ту или иную сторону, особенно в периоды паники или ажиотажа.

Регулярно публикуемые данные о позициях крупных спекулянтов показывают, насколько рынок перегружен ставками на рост или на падение. Когда почти все фонды держат крупные ставки на рост, рынку не хватает новых покупателей, и даже небольшая плохая новость может вызвать резкое падение, потому что спекулянты одновременно бросаются закрывать позиции. Когда настроения предельно мрачные и ставки на падение рекордны, цена нередко разворачивается вверх. Начинающему инвестору не нужно следить за этими данными каждую неделю, но полезно помнить, что краткосрочные движения нефти часто объясняются не реальным спросом, а поведением финансовых игроков.

Наконец, на рынок влияют и государственные запасы нефти, которые крупные страны-потребители держат на случай перебоев с поставками. Самый известный пример — стратегический резерв США, из которого в отдельные периоды выпускали десятки миллионов баррелей, чтобы сбить цены на внутреннем рынке. Китай тоже накапливает крупные государственные и коммерческие запасы, наращивая закупки, когда нефть дешевеет. Такие действия способны на время сгладить колебания цены, но не меняют долгосрочного баланса. Для инвестора это ещё один пример того, что цена нефти определяется не только экономикой, но и решениями правительств.

Теперь перейдём ко второй стороне уравнения, к предложению нефти. Крупнейшими производителями нефти в мире являются США, Саудовская Аравия и Россия, на каждую из этих стран приходится примерно по десятку миллионов баррелей в сутки или больше. Остальной объём распределён между десятками стран, от Ирака и Канады до Бразилии и Норвегии. Важнейшую роль в управлении предложением играет Организация стран — экспортёров нефти, которая с конца 2016 года координирует свои действия с рядом других производителей, включая Россию. Этот расширенный формат называют ОПЕК+.

Логика ОПЕК+ проста: участники договариваются о квотах добычи и сокращают её, когда цены падают, или наращивают, когда рынок испытывает дефицит. Соглашение не всегда соблюдается идеально, и отдельные страны периодически превышают свои квоты, однако в целом оно заметно влияет на цены. Россия, присоединившись к соглашению, получила возможность влиять на мировой рынок, но взамен приняла ограничения собственной добычи. Для российских компаний это означает, что объём добычи определяется не только их возможностями, но и квотой, которую страна распределяет между производителями. Подробно о том, как квоты отражаются на добыче конкретной компании, мы поговорим в девятой главе.

Отдельная сила на стороне предложения — сланцевая добыча в США. Благодаря горизонтальному бурению и гидроразрыву пласта американские компании научились добывать нефть из плотных пород, которые раньше считались непригодными. За полтора десятилетия США превратились из крупного импортёра в крупнейшего производителя нефти в мире. Особенность сланцевой добычи в том, что новые скважины бурятся быстро, а их добыча падает тоже быстро, поэтому американские производители способны относительно оперативно наращивать или сокращать объёмы в ответ на цены. Это создаёт своего рода естественный потолок: когда цены высоки, сланцевики увеличивают бурение и сбивают их вниз.

Помимо спроса и предложения, на цену влияют запасы нефти в хранилищах. Когда предложение превышает спрос, излишки уходят в резервуары, и запасы растут. Когда спрос превышает предложение, запасы сокращаются, потому что нефть забирают из хранилищ. Американское энергетическое ведомство еженедельно публикует данные о запасах нефти в США, и рынок реагирует на них почти так же живо, как на новости ОПЕК+. Растущие запасы обычно давят на цены, а сокращающиеся поддерживают их.

С запасами тесно связаны два термина, которые полезно знать даже начинающему инвестору: контанго и бэквордация. Контанго — это ситуация, когда фьючерсы с дальними сроками поставки стоят дороже ближайших. Так бывает, когда нефти на рынке в избытке: хранить её выгодно, ведь можно купить сейчас дешевле, положить в хранилище и продать позже дороже. Бэквордация — обратная ситуация, когда ближайшая поставка стоит дороже дальней. Она говорит о дефиците: нефть нужна прямо сейчас, и покупатели готовы за это доплачивать.

Для инвестора эти термины служат удобным термометром рынка. Глубокое контанго обычно сопровождает периоды падения цен и переполненных хранилищ, как это было весной 2020 года, когда спрос рухнул из-за пандемии. Устойчивая бэквордация обычно сопровождает периоды плотного рынка и высоких цен. Проверить состояние кривой можно, сравнив цены ближайшего фьючерса на Brent и фьючерса через шесть или двенадцать месяцев. Если дальний контракт заметно дешевле ближнего, рынок испытывает напряжение, если дороже, рынок перенасыщен.

Станислав, выслушав всё это от Геннадия на следующей смене, задал резонный вопрос: можно ли по этим индикаторам предсказать цену нефти. Честный ответ звучит так: нет, надёжно предсказать её не может никто, включая крупнейшие банки и международные агентства. Их прогнозы регулярно ошибаются на десятки долларов, потому что цену в любой момент могут изменить войны, решения ОПЕК+, экономические кризисы и технологические сдвиги. Инвестору гораздо полезнее понимать, как компания поведёт себя при разных уровнях цен, чем пытаться угадать сам уровень. Именно так мы и будем работать с «Ветлуганефтью».

Чтобы почувствовать масштаб возможных колебаний, достаточно вспомнить несколько эпизодов последних десятилетий. Летом 2008 года Brent поднимался почти до ста пятидесяти долларов за баррель, а к концу того же года, на волне мирового финансового кризиса, опускался ниже сорока. Во второй половине 2014 года нефть за несколько месяцев подешевела более чем вдвое, когда сланцевая добыча в США выросла быстрее спроса, а ОПЕК отказалась сокращать производство. Весной 2020 года пандемия обрушила спрос так стремительно, что хранилища начали переполняться. Каждый из этих эпизодов застал врасплох большинство прогнозистов.

Между этими обвалами случались и долгие периоды относительно спокойных цен, когда нефть годами держалась в коридоре шириной двадцать-тридцать долларов. Именно в такие периоды у инвесторов складывается ощущение, что текущий уровень цен будет сохраняться вечно, и они начинают строить расчёты так, будто колебаний больше не будет. Затем рынок напоминает о себе очередным резким движением. Урок истории прост: в любой модели нефтяной компании нужно закладывать несколько сценариев цены, включая заметно более низкий,

чем сегодня. Компания, которая выглядит привлекательно только при текущей цене нефти, на самом деле привлекательной не является.

Прежде чем перейти к расчётам, посмотрим, что именно экспортирует Россия и куда. Россия добывает около полумиллиарда тонн нефти в год, и примерно половина этого объёма уходит на экспорт в виде сырой нефти. Значительная часть оставшейся нефти перерабатывается на российских заводах, после чего существенная доля нефтепродуктов, прежде всего дизельное топливо, мазут и прямогонный бензин, также отправляется за рубеж. Внутри страны потребляется основная часть бензина и заметная часть дизеля. Получается, что российская нефтяная отрасль одновременно является крупным экспортёром сырья и крупным экспортёром продуктов переработки.

Направления экспорта в последние годы изменились радикально. До 2022 года основная часть российской нефти по морю и трубопроводам шла в Европу, а Азия была важным, но не главным рынком. После того как европейские страны отказались от большей части российской нефти и нефтепродуктов, поставки развернулись на восток и юг. Главными покупателями российской нефти стали Китай и Индия, заметные объёмы получают Турция и ряд других стран. Этот разворот потребовал перестройки логистики, о которой мы подробно поговорим в одиннадцатой главе, и повлиял на скидку, которой посвящена следующая глава.

Теперь посчитаем, что изменение мировой цены означает для выручки «Ветлуганефти». Напомним базовый сценарий: Brent стоит 70 долларов за баррель, скидка на российскую нефть составляет 10 долларов, значит, компания продаёт свою нефть примерно по 60 долларов. Для простоты будем считать, что вся добыча в двести миллионов баррелей оценивается по этой цене, а вклад переработки учтём отдельно, когда дойдём до заводов. Тогда стоимость годовой добычи составляет двести миллионов умножить на шестьдесят долларов, то есть двенадцать миллиардов долларов. При курсе 90 рублей за доллар это 1 080 миллиардов рублей.

Допустим, Brent вырос на десять долларов, до 80 долларов за баррель, а скидка осталась прежней. Тогда цена реализации российской нефти тоже вырастет на десять долларов, до 70 долларов. Стоимость добычи увеличится на двести миллионов умножить на десять долларов, то есть на два миллиарда долларов, или на 180 миллиардов рублей при курсе 90. Это примерно семнадцать процентов прироста, и на первый взгляд кажется, что прибыль и дивиденды компании должны вырасти так же значительно. Станислав, увидев эту цифру, радостно потёр руки.

Однако радоваться рано, и вот почему. Эти 180 миллиардов рублей — дополнительная выручка до налогов, а нефтяная отрасль в России устроена так, что именно с дополнительной выручки государство забирает самую большую долю. В пятой главе мы увидим, что из каждых десяти долларов роста цены компании остаётся лишь небольшая часть. Если Brent упадёт на десять долларов, до 60, выручка точно так же сократится на 180 миллиардов рублей, но налоги при этом тоже уменьшатся, смягчая удар. Налоговая система работает как амортизатор, который гасит и рост, и падение мировых цен.

Есть и ещё одна причина не спешить с выводами. Изменение Brent само по себе не гарантирует изменения цены реализации на ту же величину. Скидка на российскую нефть может расшириться или сузиться одновременно с мировыми ценами, а курс рубля часто реагирует на нефть в противоположном направлении: когда нефть дорожает, рубль нередко крепнет, уменьшая рублёвую выручку. Получается, что выигрыш от роста Brent на десять долларов может частично съесть укрепившийся рубль, о чём мы подробно поговорим в четвёртой главе. Связь между ценой в новостях и рублями на счёте компании оказывается многоступенчатой.

Отметим ещё одну тонкость, которая часто ускользает от внимания. Цены в новостях показывают текущую котировку на конкретный момент, тогда как компания продаёт нефть весь год по разным ценам. Если в январе Brent стоил 60 долларов, а в декабре 80, то средняя цена за год может оказаться около 70 долларов, хотя в конце года все говорят о дорогой нефти. Именно средняя цена за период определяет квартальную и годовую выручку, а значит, и диви-

денды. Сравнивать нужно средние значения за квартал или год, а не цифру на экране в день публикации отчёта.

Разберём типичную ошибку, которую совершают начинающие инвесторы, следящие за ценой нефти. Увидев резкий рост Brent, они покупают нефтяные акции, ожидая немедленного роста котировок. Однако рынок обычно реагирует на цену нефти заранее, и к моменту, когда новость попадает в заголовки, ожидания частично уже учтены в котировках. Кроме того, если рост цены считается временным, инвесторы не станут сильно пересматривать стоимость компании, ведь акция отражает доходы за многие годы вперёд. Покупка на новости о дорожающей нефти часто означает покупку у тех, кто заранее успел подготовиться.

Другая распространённая ошибка прямо противоположна первой. При резком падении цены нефти инвесторы в панике продают нефтяные акции, хотя налоговая система смягчает падение прибыли, а компании с низкой себестоимостью остаются прибыльными даже при очень низких ценах. В истории было несколько эпизодов, когда нефть за несколько месяцев дешевела вдвое, а затем так же быстро восстанавливалась. Инвесторы, продавшие акции на дне, фиксировали убытки, а те, кто понимал устойчивость бизнеса, получали возможность купить дёшево. Понимание механики цены помогает отличить временную бурю от настоящего разрушения бизнеса.

Вернёмся в столовую вахтового посёлка, где Геннадий пересказывает Станиславу всё, что узнал. Цена в новостях, объясняет он, — это цена чужой нефти из Северного моря, по которой лишь ориентируются, когда продают нашу. Наша нефть тяжелее и сернистее, поэтому стоит дешевле, а насколько дешевле, зависит ещё от множества обстоятельств. Даже если цена эталона растёт, компании достаётся лишь часть прироста, а остальное делят между собой скидка, курс и государство. Станислав задумывается и признаётся, что теперь меньше уверен в немедленном росте акций.

Полина, которой Геннадий пересказал этот разговор вечером по видеосвязи, сделала для себя практический вывод. Она завела в таблице отдельную строку, куда раз в месяц записывает среднюю цену Brent за прошедший месяц, а не случайную котировку в день, когда открыла новости. Рядом она планирует записывать курс рубля и, когда разберётся, оценку скидки на российскую нефть. Такой простой дневник позволит ей видеть тенденции за квартал и сопоставлять их с отчётами компаний. На первый взгляд это мелочь, но именно с таких привычек начинается осознанный анализ.

Полина задумалась и о том, нельзя ли застраховать свой нефтяной портфель от падения цен с помощью тех самых фьючерсов на Brent, которые торгуются на Московской бирже. Технически это возможно: продав фьючерс, инвестор зарабатывает при падении нефти и частично компенсирует снижение стоимости акций. Однако связь между ценой нефти и котировками российских компаний неполная, ведь на акции влияют также скидка, курс и налоги, поэтому такая страховка работает лишь приблизительно. Кроме того, фьючерсы требуют внимания, обеспечения и понимания механики срочного рынка. Для большинства частных инвесторов разумнее управлять риском через долю отрасли в портфеле, о чём мы поговорим в девятнадцатой главе.

Ещё одна деталь из её дневника оказалась неожиданно полезной. Записав средние цены Brent за последние двенадцать месяцев, Полина увидела, что за год они колебались в коридоре почти двадцать долларов, тогда как в её голове цена нефти была почти постоянной величиной. Такой разброс означал, что выручка «Ветлуганефти» в разных кварталах года могла отличаться на сотни миллиардов рублей в годовом исчислении. Именно поэтому квартальные отчёты нефтяников так сильно отличаются друг от друга, и делать выводы по одному кварталу опасно. Полина решила, что впредь будет сравнивать годовые цифры или хотя бы скользящие суммы за четыре квартала.

Подведём итог второй главы и соберём главное вместе. Цена нефти в новостях — это котировка эталонного сорта, чаще всего Brent, и по ней лишь ориентируются при продаже российской нефти, которая отличается по качеству и месту поставки. Цену эталона определяют спрос, в котором растёт роль Китая и Индии, и предложение, которое регулируют ОПЕК+ и американские сланцевые производители. Состояние рынка помогают понять данные о запасах и форма кривой фьючерсов, хотя надёжно предсказать цену не способен никто. Для «Ветлуганефти» рост Brent на десять долларов означает прирост выручки на 180 миллиардов рублей, но до прибыли и дивидендов дойдёт лишь часть этой суммы.

Первым на пути между ценой Brent и выручкой компании стоит фактор, о котором до 2022 года почти никто не говорил, а после стал обсуждать весь рынок. Речь о скидке на российскую нефть, которая в отдельные месяцы превышала треть мировой цены. В третьей главе мы разберём, из чего складывается эта скидка, почему она резко расширилась, как её отслеживать и что она делает с выручкой «Ветлуганефти». Полина как раз обнаружила в отчёте одной из компаний падение выручки при почти неизменной цене Brent и хочет понять, куда делись деньги.

Глава 3. Скидка на российскую нефть

Полина сидит на кухне с ноутбуком и в третий раз перечитывает квартальный отчёт одной из нефтяных компаний. Цифры не сходятся с её ожиданиями: средняя цена Brent за квартал почти не изменилась по сравнению с прошлым годом, курс рубля тоже был похожим, а выручка компании упала почти на пятую часть. Добыча, судя по пресс-релизу, осталась на прежнем уровне, никаких аварий не было. Она открывает дневник, который завела после разговора с Геннадием, и видит, что не хватает одной строки. Ту самую оценку скидки на российскую нефть, которую она собиралась записывать, Полина пока так и не начала вести.

За разъяснением она обращается к своей университетской подруге Карине. Карине тридцать шесть лет, она живёт в Новороссийске и работает в экспедиторской компании, которая оформляет документы на отгрузку грузов в порту. С нефтью Карина напрямую не работает, но годами видит, как меняются маршруты судов, ставки фрахта и требования покупателей. Выслушав Полину, она смеётся и говорит, что в порту про эту скидку знает каждый грузчик. Затем она объясняет, что цена, по которой российская нефть реально продаётся, может очень сильно отличаться от котировки, которую показывают в новостях.

Чтобы понять масштаб явления, вернёмся на несколько лет назад. До 2022 года российская экспортная смесь Urals обычно стоила на один-три доллара дешевле Brent. Эта разница объяснялась естественными причинами, которые мы разобрали во второй главе: Urals тяжелее и сернистее, поэтому заводам выгоднее перерабатывать более лёгкую нефть. Иногда, в периоды дефицита средних сернистых сортов на мировом рынке, Urals даже торговалась с небольшой премией к эталону. Для инвестора такая скидка была почти незаметной: она менялась в пределах пары долларов и практически не влияла на прибыль компаний.

Эта стабильность опиралась на устойчивую систему продаж. Основная часть российской нефти шла в Европу по трубопроводам и через балтийские и черноморские порты на короткие расстояния. Покупателями были крупные европейские нефтеперерабатывающие компании, десятилетиями настроенные на переработку Urals. Суда фрахтовались на открытом рынке, страховались у крупнейших международных страховщиков, расчёты проходили в долларах через крупные банки. Рынок был глубоким и конкурентным, поэтому цена Urals держалась близко к тому, что оправдывало её качество.

После 2022 года ситуация изменилась кардинально. Европейские страны, а также ряд других государств объявили об отказе от покупок российской нефти и нефтепродуктов или о существенном их ограничении. Эмбарго Европейского союза на морские поставки российской сырой нефти вступило в силу в декабре 2022 года, а на нефтепродукты — в феврале 2023 года. Одновременно страны «Большой семёрки» и их союзники ввели так называемый ценовой потолок. Механизм позволял компаниям этих стран оказывать услуги по перевозке, страхованию и финансированию российской нефти, только если она продана не дороже установленного уровня.

Для сырой нефти потолок был установлен на уровне шестидесяти долларов за баррель, для нефтепродуктов ввели два уровня в зависимости от вида продукта. Позднее часть стран пересматривала эти уровни, и параметры потолка менялись. Россия, в свою очередь, официально запретила продажу нефти по контрактам, в которых упоминается этот механизм. В результате значительная часть торговли российской нефтью перестроилась на суда, страховщиков и посредников, не связанных с западной инфраструктурой. Мы описываем эти события как экономические факторы, влияющие на выручку компаний, не давая им политических оценок.

Последствия для цены оказались резкими. В отдельные месяцы конца 2022 и начала 2023 года Urals продавалась на тридцать и более долларов дешевле Brent, то есть скидка доходила до трети и больше от мировой цены. Если Brent стоил около восьмидесяти долларов, российская

нефть в портах отгрузки оценивалась примерно в пятьдесят. Для компаний и бюджета это означало потерю огромных сумм выручки при той же самой физической добыче. Именно этот эффект Полина увидела в отчёте, хотя речь в нём шла уже о более позднем периоде с меньшей, но всё ещё заметной скидкой.

Впоследствии скидка заметно сократилась, хотя и не исчезла полностью. Покупатели в Азии привыкли к российской нефти, логистика наладилась, появились новые посредники и страховщики. В отдельные периоды 2023 и 2024 годов разница между Brent и Urals сжималась до десяти-пятнадцати долларов, а иногда и меньше. Затем она снова расширялась на фоне новых ограничений против перевозчиков и покупателей. Скидка превратилась из почти постоянной величины в один из самых изменчивых параметров отрасли.

Широкая скидка ударила не только по компаниям, но и по бюджету, ведь налоги с нефтяной отрасли рассчитываются от цены нефти. Когда официальная цена Urals опустилась намного ниже ожиданий, поступления в казну резко сократились, и государству пришлось срочно менять правила расчёта налогов. Именно тогда появилось правило, по которому налоговая цена российской нефти не может быть ниже Brent за вычетом установленной законом предельной скидки. О том, как работает это правило и чем оно оборачивается для акционеров, мы подробно поговорим в пятой главе. Здесь важно запомнить, что скидка стала заботой не только компаний, но и государства, а значит, и предметом регулирования.

Геннадий, которому Полина пересказала разговор с Кариной, вспомнил, как в те месяцы на его месторождении внезапно стали откладывать бурение новых скважин. Тогда руководство объясняло это «оптимизацией программы», и рабочие не связывали решение с ценами на мировом рынке. Теперь картина сложилась: при скидке в тридцать долларов часть новых скважин просто переставала окупаться. Это хороший пример того, как изменения на рынке через несколько месяцев доходят до самого промысла. Для инвестора такие решения служат сигналом, что компания всерьёз считает деньги, а не наращивает добычу любой ценой.

Карина разложила для Полины эту скидку на составные части, начиная с самой понятной для портовой жизни. Первая составляющая — стоимость фрахта, то есть аренды танкера для перевозки нефти. Когда российская нефть шла в Роттердам или Гданьск, путь занимал несколько дней. Когда та же нефть идёт из Приморска или Новороссийска в Индию или Китай, путь занимает несколько недель, иногда больше месяца. Танкер дольше находится в рейсе, совершает меньше рейсов в год, и каждый баррель обходится дороже в перевозке.

Цены российской нефти в портах отгрузки обычно указываются на условиях, при которых доставку оплачивает покупатель. Поэтому всё, что дорожает в перевозке, покупатель вычитает из цены, которую готов заплатить продавцу. Если доставка барреля до Индии стоит не два доллара, как раньше до Европы, а восемь или десять, то цена в российском порту при той же цене в индийском порту будет на шесть-восемь долларов ниже. Отказ европейских покупателей сам по себе вынудил российскую нефть искать далёкие рынки, и уже это увеличило скидку на несколько долларов.

К удлинению маршрута добавилось удорожание самих танкеров. Число судов, готовых возить российскую нефть, после 2022 года оказалось ограниченным, по крайней мере в первые месяцы. Владельцы танкеров, понимая повышенные риски, требовали более высоких ставок. Ставки фрахта на перевозку российской нефти в отдельные периоды в несколько раз превышали ставки для сопоставимых маршрутов других экспортёров. Со временем на рынок вышли новые суда и новые владельцы, и ставки снизились, но так и не вернулись к прежним уровням.

Значительную часть судов для новых маршрутов составили танкеры почтенного возраста, которые прежние владельцы готовы были продать. Старые суда дороже в обслуживании, чаще требуют ремонта и вызывают больше вопросов у портовых властей и страховщиков. Каждая задержка в пути или в порту означает, что нефть дольше находится в рейсе, а покупатель позже получает груз. Всё это добавляет к стоимости доставки ещё несколько центов или даже долла-

ров на баррель. В итоге плата за перевозку стала одной из самых крупных и самых изменчивых составляющих скидки.

Вторая составляющая скидки связана со страхованием перевозок. Морская перевозка нефти требует страхования ответственности на случай разлива, столкновения или иной аварии, а также страхования самого груза. Исторически основную часть этого рынка контролировали страховщики развитых стран, прежде всего объединения взаимного страхования судовладельцев. Когда доступ к их услугам для российской нефти оказался ограничен, пришлось искать альтернативные страховые решения. Альтернативы стоили дороже, а часть покупателей и портов относилась к ним с недоверием, требуя дополнительной компенсации.

Карина привела пример из практики, который хорошо показывает цену этого недоверия. В конце 2022 года власти одной из стран, через проливы которой проходит путь из Чёрного моря, стали требовать у танкеров дополнительные подтверждения страхового покрытия. На несколько недель у входа в пролив выстроилась очередь из десятков судов, многие из которых везли казахстанскую и российскую нефть. Каждый день простоя танкера стоит десятки тысяч долларов, и эти расходы в конечном итоге ложатся на цену груза. Такие эпизоды случаются нечасто, но каждый из них на время расширяет скидку.

Третья составляющая связана с расчётами. Платежи за российскую нефть всё чаще проходят в юанях, рупиях, дирхамах и других валютах, через банки, не связанные с западной системой расчётов. Переводы идут дольше, иногда задерживаются, требуют дополнительных проверок и комиссий. Все эти издержки в конечном итоге тоже ложатся на цену. Подробнее о расчётах в разных валютах мы поговорим в четвёртой главе, когда будем разбирать влияние курса.

Расчётные сложности порой приобретают неожиданные формы. В 2023 году в деловой прессе широко обсуждалась ситуация, когда у российских продавцов нефти в одной из азиатских стран накапливались крупные суммы в местной валюте, которую было трудно конвертировать и вывести. Деньги формально были заработаны, но использовать их по назначению получалось с задержками и потерями. Продавцам приходилось искать способы вложить эти средства на месте или обменять их через посредников с дополнительными издержками. Такие потери не видны в котировке Urals, но уменьшают реальный доход компании так же, как прямая скидка.

Четвёртая составляющая скидки связана с посредниками. В новых условиях между российским продавцом и конечным покупателем часто появляются трейдинговые компании, зарегистрированные в разных юрисдикциях. Они берут на себя организацию перевозки, страхование, расчёты и иногда юридические риски. За эти услуги они получают свою маржу, которая не отражается ни в котировке Brent, ни в цене Urals в российском порту. Часть разницы между ценой в порту отгрузки и ценой, которую платит индийский или китайский завод, оседает у этих посредников.

Сложим все составляющие на условном примере, чтобы увидеть, как из них получается итоговая скидка. Допустим, Brent стоит 80 долларов, а индийский завод готов купить российскую нефть с доставкой до своего порта на 4 доллара дешевле Brent, то есть за 76 долларов, учитывая её качество и риски. Из этой суммы нужно вычесть доставку из балтийского порта в Индию, скажем 9 долларов, страхование около доллара, маржу посредника около 2 долларов и примерно доллар на расходы, связанные с расчётами. Остаётся 63 доллара в российском порту отгрузки, то есть скидка к Brent составляет 17 долларов. Из них лишь несколько долларов объясняются качеством нефти, а остальное приходится на логистику, финансы и посредников.

Этот пример объясняет и одну загадку, которая часто озадачивает читателей новостей. Статистика индийской таможни показывает цену российской нефти с доставкой, и она нередко выглядит почти такой же, как цена других поставщиков. На этом основании иногда делают вывод, что скидки больше нет. Однако цена с доставкой и цена в порту отгрузки — разные

величины, и между ними стоят все те составляющие, которые мы только что сложили. Для российской компании и её акционеров важна именно цена в порту отгрузки, поскольку всё, что дальше, достаётся перевозчикам, страховщикам и посредникам.

Наконец, пятая составляющая — переговорная сила покупателя. Когда у продавца мало альтернативных рынков, а у покупателя много поставщиков, покупатель может требовать скидку сверх той, что объясняется логистикой. Индийские и китайские заводы прекрасно понимали, что российские компании не могут продать нефть в Европу, и использовали это в переговорах. По мере того как российские продавцы расширяли круг покупателей, эта составляющая скидки постепенно уменьшалась. Тем не менее она сохраняется в той или иной мере, пока круг потенциальных покупателей остаётся ограниченным.

Полина спросила Карину, почему же тогда одни компании страдают от скидки сильнее других. Ответ отчасти связан с направлением поставок. Нефть ESPO, которая отгружается с Дальнего Востока в Китай, изначально шла на азиатский рынок по короткому маршруту. Для неё переориентация оказалась гораздо менее болезненной: покупатели остались прежними, плечо доставки не изменилось. Скидка на ESPO к мировым эталонам тоже выросла, но заметно меньше, чем на Urals, а в отдельные периоды почти не отличалась от прежней.

Восточное направление стало для российских компаний самым ценным. Трубопровод Восточная Сибирь — Тихий океан, порт Козьмино и прямое ответвление в Китай работают почти на пределе возможностей. Компании, у которых значительная часть добычи приходится на Восточную Сибирь и Дальний Восток, получают в среднем более высокую цену барреля. Компании, добывающие в основном в Западной Сибири и Поволжье и вынужденные экспортировать через западные порты, сталкиваются с длинным маршрутом и большей скидкой. Это различие нужно учитывать, сравнивая результаты разных нефтяников.

Возможности восточного направления, впрочем, ограничены. Пропускная способность трубопровода к Тихому океану вместе с ответвлением в Китай составляет порядка восьмидесяти миллионов тонн в год, и расширить её быстро нельзя. Порт Козьмино тоже работает на высоком уровне загрузки. Поэтому основная часть российского экспорта по-прежнему вынуждена идти через западные порты на Балтике и Чёрном море, откуда начинается долгий путь в Азию. Восточное направление стало премиальным, но оно не способно принять на себя весь объём российской нефти.

Для инвестора отсюда следует полезная привычка: изучая компанию, выяснять, какая часть её экспорта идёт по восточному маршруту. Компании иногда раскрывают эту информацию в презентациях, а иногда её можно оценить по географии месторождений. Если значительная доля добычи приходится на Восточную Сибирь или Сахалин, компания, скорее всего, получает за баррель больше среднего по отрасли. Если вся добыча сосредоточена в Западной Сибири и Поволжье, скидка, скорее всего, близка к средней по Urals. Такое знание помогает объяснить, почему одна компания отчиталась лучше другой при одинаковых мировых ценах.

Важный практический вопрос: где инвестор может найти цифры скидки. Реальные цены сделок держатся в секрете, их знают только стороны контракта. Однако есть официальные данные, которые публикуются регулярно. Министерство экономического развития ежемесячно сообщает среднюю цену Urals за прошедший месяц, поскольку она нужна для расчёта налогов. Сопоставив её со средней ценой Brent за тот же месяц, вы получите оценку средней скидки.

Покажем, как это выглядит на практике, на условных цифрах. Допустим, официальная средняя цена Urals за прошедший месяц составила 61 доллар 30 центов, а средняя цена Brent за тот же месяц, которую легко найти в открытых источниках, была 74 доллара 50 центов. Вычитаем одно из другого и получаем скидку в 13 долларов 20 центов, или почти восемнадцать процентов от мировой цены. Повторив этот расчёт за несколько месяцев, вы увидите тенденцию: расширяется скидка или сужается. Весь расчёт занимает пять минут в месяц и избавляет от многих неприятных сюрпризов при выходе отчётов.

Полезно также сравнивать полученную скидку с тем уровнем, который заложен в налоговых правилах. Если реальная скидка заметно шире предельной, установленной законом, компании платят налог с цены выше фактической, и их прибыль страдает сильнее, чем выручка. Если реальная скидка уже предельной, налог рассчитывается по фактической цене, и этот дополнительный удар отсутствует. Подробная механика будет в пятой главе, но уже сейчас стоит запомнить, что сравнение двух скидок даёт важный сигнал. Полина отметила это в дневнике отдельной колонкой с пометкой «вернуться после пятой главы».

Помимо официальных данных, существуют оценки международных ценовых агентств, о которых мы говорили во второй главе. Они публикуют котировки Urals в разных портах, а также котировки ESPO. Эти данные платные, но выдержки из них регулярно появляются в деловых новостях. Ещё один источник — сами компании: в квартальных и годовых отчётах некоторые из них раскрывают среднюю цену реализации нефти на экспорт. Если компания такие данные не раскрывает, оценку можно получить, разделив экспортную выручку на объём экспорта, хотя этот метод даёт лишь приблизительный результат.

Нужно помнить и об ограничениях этих данных. Официальная цена Urals рассчитывается по определённой методике, и после 2022 года участники рынка спорили о том, насколько точно она отражает реальные цены сделок. Компании могут продавать нефть с разными скидками в зависимости от контракта, покупателя и маршрута. Посредники, о которых мы говорили, иногда входят в группу самой компании, и тогда часть маржи посредника остаётся внутри группы, что делает итоговую скидку для акционеров меньше, чем по официальным данным. Всё это означает, что официальная скидка — хороший ориентир, но не точная мера.

Теперь посчитаем, что скидка делает с выручкой «Ветлуганефти». Напомним базовый сценарий: Brent стоит 70 долларов, скидка 10 долларов, компания продаёт двести миллионов баррелей по 60 долларов. Выручка от нефти в этом случае составляет двенадцать миллиардов долларов, или 1 080 миллиардов рублей при курсе 90. Для простоты мы по-прежнему считаем, что вся добыча оценивается по экспортной цене, а переработку учтём позднее. Посмотрим, что произойдёт при скидке в 15 и 25 долларов.

При скидке 15 долларов цена реализации снижается до 55 долларов за баррель. Выручка составит двести миллионов умножить на 55, то есть одиннадцать миллиардов долларов, или 990 миллиардов рублей. Потеря по сравнению с базовым сценарием — 90 миллиардов рублей. Пять долларов дополнительной скидки отняли у компании почти девять процентов выручки, хотя мировые цены не изменились ни на цент. Добыча, затраты, курс остались прежними, просто нефть продана дешевле.

При скидке 25 долларов, характерной для самых тяжёлых периодов, цена реализации падает до 45 долларов. Выручка составит девять миллиардов долларов, или 810 миллиардов рублей. Потеря относительно базового сценария — 270 миллиардов рублей, то есть четверть выручки. Для сравнения, рост Brent на десять долларов, который мы посчитали во второй главе, добавил бы компании 180 миллиардов рублей выручки. Получается, что расширение скидки на пятнадцать долларов перекрывает рост мировых цен на десять долларов с большим запасом.

Есть ещё одно обстоятельство, которое делает широкую скидку особенно болезненной. Налоги, о которых мы будем говорить с пятой главы, рассчитываются по определённым правилам, и при очень широкой скидке компания может платить налог с цены выше той, по которой реально продала нефть. В таком случае потеря выручки не смягчается снижением налогов, а усиливается. Подробный расчёт этого двойного удара для «Ветлуганефти» мы приведём в пятой главе, когда разберём, как устроена налоговая цена. Пока важно запомнить, что скидка бьёт по прибыли сильнее, чем по выручке.

Почему же одни компании переживают скидку легче других, помимо географии? Главная причина — доля экспорта сырой нефти в продажах. Компания, которая перерабатывает

значительную часть нефти на своих заводах и продаёт топливо на внутреннем рынке, не так сильно зависит от экспортной цены Urals. Её бензин и дизель продаются на российских АЗС по ценам, которые хотя и связаны с мировыми, но формируются по своим правилам. Нефтепродукты, которые идут на экспорт, тоже продаются со скидкой, но её размер может отличаться от скидки на сырую нефть.

Есть и более тонкий эффект, связанный с внутренним рынком нефти. Цены, по которым нефтяные компании продают сырую нефть российским заводам, традиционно ориентируются на экспортную альтернативу за вычетом транспорта и налогов. Поэтому при росте скидки внутренние цены на нефть тоже снижаются, и переработчик покупает сырьё дешевле. Для вертикально интегрированной компании это означает, что часть потерь в добыче компенсируется выигрышем в переработке. Этот механизм работает не идеально и зависит от демпфера и других налоговых условий, о которых мы поговорим в седьмой главе.

«Ветлуганефть» перерабатывает примерно половину своей добычи, поэтому скидка на экспортную нефть затрагивает её не полностью. В нашей упрощённой модели мы пока предполагаем, что вся нефть оценивается по экспортной цене, а вклад переработки учитываем отдельной строкой. В реальности у компании с собственными заводами эффект скидки будет несколько мягче, чем в нашем расчёте. Компании без переработки, которые экспортируют почти всю добычу в виде сырой нефти, почувствуют скидку в полной мере. При сравнении нефтяников полезно смотреть, какую долю добычи каждая из них перерабатывает и продаёт внутри страны.

Карина подсказала Полине ещё одну деталь, которую обычно упускают. Скидка на российские нефтепродукты, прежде всего на дизельное топливо, тоже существует, но её поведение отличается от скидки на нефть. После эмбарго российский дизель переориентировался на страны Африки, Ближнего Востока, Латинской Америки и Турцию. Дизель — более универсальный товар, его легче перепродать, смешать с другими партиями и доставить конечному потребителю. Поэтому скидки на нефтепродукты в отдельные периоды были меньше, чем на сырую нефть.

Для компаний, которые экспортируют много дизельного топлива, это стало важным смягчающим обстоятельством. Переработав нефть у себя и продав за рубеж дизель вместо сырой нефти, такая компания получала за каждый баррель исходного сырья больше, чем экспортёр сырой нефти. Разумеется, у переработки есть свои затраты и свои риски, о которых мы поговорим в десятой главе. Однако в периоды широкой скидки на Urals собственные заводы превращались для вертикально интегрированных компаний в своеобразную подушку безопасности.

Теперь о типичных ошибках, которые инвесторы совершают при оценке скидки. Первая и самая опасная — экстраполяция пиковой скидки на будущее. В начале 2023 года многие аналитики рассчитывали стоимость российских нефтяников, исходя из скидки в тридцать с лишним долларов, и получали очень низкие оценки. Инвесторы, поверившие этим расчётам, продавали акции. Затем скидка сократилась вдвое и больше, прибыль компаний восстановилась, а котировки выросли.

Вторая ошибка по смыслу противоположна первой. Когда скидка сужается до десяти долларов, некоторые инвесторы начинают считать её навсегда побеждённой и закладывают в модели возврат к прежним одному-трём долларам. История показывает, что скидка способна снова резко расширяться при появлении новых ограничений против перевозчиков, банков или покупателей. Закладывать в оценку компании скидку на самом благоприятном уровне означает переплачивать за акции. Разумный подход — рассматривать несколько сценариев скидки, от оптимистичного до пессимистичного.

Третья ошибка — путать скидку к Brent со скидкой к другим эталонам. В новостях иногда пишут, что российская нефть продаётся с небольшой скидкой к ближневосточным сортам, и на этом основании делают вывод, что проблема исчезла. Однако ближневосточные сорта сами

могут стоить дешевле Brent, и тогда скидка к Brent остаётся значительной. Сравнивайте всегда с тем эталоном, на основе которого компания и государство рассчитывают свои показатели. Для российских налогов и большинства отчётов таким эталоном остаётся Brent.

Четвёртая ошибка — забывать о времени. Компании продают нефть по ценам с определённой задержкой, а налоги рассчитываются по средней цене прошлого месяца. Отчёт за квартал отражает скидку, которая действовала несколько месяцев назад. Если скидка резко сократилась в последние недели, это ещё не попало в отчёт, но уже должно учитываться в ожиданиях. Опытный инвестор смотрит на текущую скидку и прогнозирует, как она отразится на следующих отчётах, а не реагирует на прошлые цифры.

Пятая ошибка связана с распределением потерь между участниками. Многие инвесторы считают, что скидка одинаково бьёт по всем, кто связан с нефтью, но на деле её бремя делится неравномерно. Часть потерь государство переложило на компании через правило налоговой цены, часть потерь компании компенсируют через переработку и внутренний рынок, а часть выгоды получают посредники и покупатели. Миноритарный акционер оказывается в конце этой цепочки, и его доля потерь может оказаться больше, чем кажется по общей статистике. Поэтому оценивать влияние скидки нужно на уровне конкретной компании, а не по средним цифрам отрасли.

Вооружившись этими знаниями, полезно заранее определить для себя рабочие сценарии скидки. Например, можно считать умеренным сценарием скидку около десяти-двенадцати долларов, неблагоприятным — двадцать и выше, благоприятным — пять-семь долларов. Для каждого сценария стоит посчитать выручку и, после прочтения глав о налогах, прибыль интересующей вас компании. Тогда любая новость о новых ограничениях или о снижении ставок фрахта сразу переводится в понятные цифры. Вместо тревоги вы получаете готовый ответ на вопрос, насколько изменится дивиденд.

Полина обновила свой дневник, добавив к средней цене Brent среднюю цену Urals из официальных публикаций и рассчитанную разницу. Затем она посмотрела на последние три квартала и увидела, как менялась скидка: от восемнадцати долларов до двенадцати и обратно до пятнадцати. Сопоставив это с отчётом, который её смутил, она поняла, куда пропала пятая часть выручки. Средняя скидка в отчётном квартале оказалась примерно на десять долларов шире, чем годом ранее, и при цене Brent около семидесяти это как раз давало потерю порядка пятнадцати-двадцати процентов выручки от нефти. Вопрос, мучивший её три дня, решился одной строкой в таблице.

Карина, узнав об этом, предложила Полине ещё одну привычку. Раз в месяц полезно просматривать новости о ставках фрахта для танкеров, перевозящих российскую нефть, и о новых ограничениях против судов и посредников. Рост ставок фрахта или новые ограничения почти всегда означают, что скидка в ближайшие месяцы расширится. Снижение ставок и появление новых покупателей, наоборот, предвещают её сокращение. Эти косвенные признаки позволяют заранее подготовиться к тому, что покажут будущие отчёты.

Подведём итог третьей главы и сведём её выводы воедино. Скидка на российскую нефть — это разница между мировым эталоном и реальной ценой продажи, которая до 2022 года составляла пару долларов, а затем в отдельные периоды превышала тридцать долларов. Она складывается из удлинившихся маршрутов, дорогого фрахта и страхования, сложных расчётов, маржи посредников и переговорной силы покупателей. Скидка различается по направлениям: восточная нефть ESPO страдает меньше западной Urals. Для «Ветлуганефти» расширение скидки с десяти до двадцати пяти долларов отнимает 270 миллиардов рублей выручки, что перекрывает эффект от роста Brent на десять долларов.

Отслеживать скидку можно по официальной средней цене Urals, отчётам компаний и новостям о фрахте. Компании с большой долей переработки и внутренних продаж переносят расширение скидки легче, чем чистые экспортёры сырой нефти. Главная ошибка инвестора

— считать любой уровень скидки постоянным, будь то пиковый или минимальный. Разумная оценка всегда учитывает несколько сценариев и понимание того, какие события могут сдвинуть скидку в ту или иную сторону.

Скидка — не единственный фактор между ценой Brent и рублями на счёте компании. Доллары, юани и рупии, вырученные за нефть, нужно ещё превратить в рубли, и здесь в игру вступает курс. Геннадий как раз заметил, что рубль в последние недели ослабел, и решил, что для его акций это отличная новость. В четвёртой главе мы разберём, насколько он прав, как курс рубля влияет на прибыль нефтяников, почему крепкий рубль способен съесть дивиденды и как на всё это влияет бюджетное правило.

Глава 4. Курс рубля как второй множитель

Геннадий вернулся с вахты в Тюмень в тот самый день, когда новости сообщили о резком ослаблении рубля. Во дворе его встретил сосед Эдуард, шестидесятисемилетний пенсионер, бывший начальник цеха на заводе, который всю жизнь хранит сбережения в наличных долларах. Эдуард довольно потирал руки: его доллары за месяц подорожали в рублях почти на десятую часть. Геннадий тоже улыбался, потому что давно слышал, что слабый рубль хорош для экспортёров. Вечером он открыл приложение брокера и с удивлением увидел, что акции «Ветлуганефти» за тот же месяц почти не изменились в цене.

Этот эпизод хорошо показывает, насколько непростой бывает связь между курсом рубля и нефтяными акциями. Принцип, который знает почти каждый начинающий инвестор, верен: нефтяные компании продают нефть за валюту, а значит, при ослаблении рубля получают больше рублей. Однако между этим принципом и ценой акции стоит множество оговорок. Курс влияет не только на выручку, но и на налоги, затраты, долги, капитальные вложения и решения государства. В этой главе мы разберём эти связи по очереди и посчитаем, что изменение курса означает для «Ветлуганефти».

Начнём с основы, которую экономисты называют курсовым рычагом. Нефтяная компания получает основную часть выручки в иностранной валюте или в рублях, но по ценам, привязанным к валютным котировкам. Даже бензин на российских заправках дорожает со временем вслед за мировыми ценами в рублёвом выражении, хотя и с задержкой и под присмотром государства. При этом значительная часть затрат компании номинирована в рублях: зарплаты рабочих, услуги российских подрядчиков, электроэнергия, транспорт по внутренним тарифам. Когда рубль слабеет, выручка в рублях растёт, а рублёвые затраты остаются прежними, и разница между ними, то есть прибыль, увеличивается.

Представим это через простую бытовую картину. Допустим, вы сдаёте квартиру иностранной компании за тысячу долларов в месяц, а все расходы на квартиру, от коммунальных платежей до ремонта, оплачиваете в рублях. Если рубль ослаб с 90 до 100 за доллар, ваша арендная плата в рублях выросла с 90 до 100 тысяч, а коммунальные платежи остались на уровне, скажем, 15 тысяч. Чистый доход вырос с 75 до 85 тысяч, то есть на тринадцать процентов, хотя курс изменился только на одиннадцать. Именно так работает курсовой рычаг: прибыль реагирует на курс сильнее, чем выручка, если затраты в другой валюте.

У нефтяников этот рычаг дополнительно усложняется налогами. Налог на добычу полезных ископаемых, о котором мы подробно поговорим в пятой главе, рассчитывается по формуле, где цена нефти в долларах умножается на курс. Это значит, что при ослаблении рубля налог в рублях растёт почти пропорционально выручке. Получается, что значительная часть «валютной» выручки сразу уходит в «валютный» налог. Курсовой рычаг работает только на ту часть выручки, которая остаётся после налога, и на ту часть затрат, которая выражена в рублях.

Чтобы считать курсовой эффект, полезно разделить все статьи «Ветлуганефти» на валютные и рублёвые. В базовом сценарии компания продаёт нефть по 60 долларов за баррель, платит налог на добычу около 27 долларов и получает от переработки и демпфера примерно 4 доллара. Эти три статьи связаны с долларом: цена напрямую, налог через формулу, переработка через экспортные цены нефтепродуктов. В сумме они дают 60 минус 27 плюс 4, то есть 37 долларов на баррель валютной маржи. Остальные статьи, а именно затраты на добычу 5 долларов, транспорт 5 долларов и прочие расходы 3 доллара, в сумме 13 долларов, по сути выражены в рублях.

При курсе 90 рублей эти 13 долларов рублёвых затрат составляют 1 170 рублей на баррель. Именно эту сумму мы и будем считать неизменной при колебаниях курса, ведь зарплаты буровиков и тарифы на перекачку не пересчитываются каждый день вслед за биржевым кур-

сом. Валютная маржа в 37 долларов при курсе 90 даёт 3 330 рублей на баррель. Вычитая рублёвые затраты, получаем 2 160 рублей, или 24 доллара, той самой прибыли до вычета амортизации, процентов и налога на прибыль, которую мы обозначили в базовом сценарии. Теперь поменяем курс и посмотрим, что произойдёт.

Если курс вырос до 100 рублей за доллар, валютная маржа в 37 долларов превращается в 3 700 рублей на баррель, то есть на 370 рублей больше. Умножив на двести миллионов баррелей, получаем прирост в 74 миллиарда рублей прибыли до налога на прибыль. После налога на прибыль по ставке двадцать пять процентов остаётся 55,5 миллиарда рублей чистой прибыли. Если считать, что капитальные вложения в основном рублёвые и не изменились, свободный денежный поток вырастет на те же 55,5 миллиарда. При дивидендной политике в семьдесят пять процентов свободного денежного потока дивиденд на акцию увеличится примерно на 41,6 рубля, со 157,5 до 199,1 рубля.

Если курс укрепился до 80 рублей за доллар, всё происходит в обратную сторону. Валютная маржа сокращается до 2 960 рублей на баррель, прибыль до налога падает на 74 миллиарда рублей, чистая прибыль на 55,5 миллиарда. Дивиденд снижается со 157,5 до примерно 115,9 рубля на акцию. Изменение курса всего на одиннадцать процентов в каждую сторону меняет дивиденд примерно на двадцать шесть процентов. Курсовой рычаг в нефтяной отрасли оказывается весьма мощным, даже с учётом налогов.

Интересно сравнить этот результат с эффектом от изменения цены нефти, который мы будем подробно считать в пятой главе. Рост Brent на десять долларов, при неизменной скидке, добавляет «Ветлуганефти» около 40,5 рубля дивиденда на акцию. Ослабление рубля с 90 до 100 добавляет около 41,6 рубля. Получается, что десять рублей курса для этой компании весят примерно столько же, сколько десять долларов нефти. Такие сопоставления полезно держать в голове, читая утренние новости: движение курса может перевесить движение нефти.

Эдуард, выслушав этот расчёт за чашкой чая у Геннадия на кухне, задал логичный вопрос: почему же тогда акции не выросли, если рубль за месяц ослаб почти на десять процентов. Ответов на этот вопрос несколько, и каждый из них заслуживает внимания. Во-первых, рынок заранее закладывает в котировки ожидания по курсу, и если ослабление предсказывали, оно уже было частично учтено. Во-вторых, ослабление рубля нередко сопровождается другими событиями, которые бьют по нефтяникам: падением цены нефти, расширением скидки или ростом налоговых рисков. В-третьих, инвесторы оценивают компанию на годы вперёд и не считают месячное движение курса постоянным.

Есть и ещё одна причина, связанная с отчётностью. Отчёт компании отражает не курс на дату его публикации, а средний курс за отчётный период. Если рубль резко ослаб в последний месяц квартала, средний курс за квартал изменился лишь на треть этого движения. Выручка и прибыль в отчёте окажутся лишь немного выше прошлых, хотя новости уже давно говорят о слабом рубле. Чтобы правильно оценить эффект, нужно смотреть на средний курс за квартал или год, а не на курс в конкретный день.

Отдельно стоит сказать о курсовых разницах, которые часто путают начинающих инвесторов. Если у компании есть долги в иностранной валюте, то при ослаблении рубля их рублёвая сумма растёт, и в отчёте о прибылях и убытках появляется убыток от курсовых разниц. Этот убыток бумажный: компания не платит его деньгами сразу, он лишь отражает переоценку долга. Обратный эффект возникает, если у компании есть валютные депозиты или иные валютные активы: при ослаблении рубля они переоцениваются вверх, и в отчёте появляется бумажная прибыль. Из-за таких переоценок чистая прибыль по отчётности может резко отличаться от реального денежного результата.

Для дивидендного инвестора важно понимать, на какую базу опирается дивидендная политика компании. Если дивиденд считается от чистой прибыли по отчётности, курсовые разницы напрямую влияют на выплату, и иногда в неожиданную сторону. Компания с круп-

ным валютным долгом может заплатить меньший дивиденд именно в год слабого рубля, хотя операционно заработала больше. Компания с крупными валютными сбережениями, наоборот, может заплатить больше за счёт переоценки. Подробно о базах расчёта дивидендов мы поговорим в пятнадцатой главе, а о компаниях с валютными подушками в семнадцатой.

Теперь поднимемся на уровень государства и разберёмся, почему курс рубля сам зависит от нефти и от решений Министерства финансов. Российский рубль исторически называют сырьевой валютой: когда нефть дорожает, в страну приходит больше валютной выручки, экспортёры продают её на рынке, и рубль крепнет. Когда нефть дешевеет, валютной выручки становится меньше, и рубль слабеет. Эта связь работает как естественный стабилизатор для нефтяников: падение цены нефти частично компенсируется ослаблением рубля, а рост цены — укреплением. Для инвестора это означает, что рублёвая цена нефти колеблется заметно меньше, чем долларовая.

Проверим действие этого стабилизатора на «Ветлуганефти» с помощью двух противоположных сценариев. В первом нефть дешевеет до 60 долларов, а рубль слабеет до 100 за доллар. Тогда Urals стоит 50 долларов, налог на добычу по упрощённой модели книги составляет около 21 доллара, валютная маржа равна 50 минус 21 плюс 4, то есть 33 доллара, или 3 300 рублей на баррель. За вычетом 1 170 рублей рублёвых затрат остаётся 2 130 рублей, а на всю добычу 426 миллиардов рублей прибыли до вычета амортизации и процентов. Это всего на 6 миллиардов меньше, чем в базовом сценарии, а дивиденд снижается лишь на 3,4 рубля, до 154,1 рубля на акцию.

Во втором сценарии нефть дорожает до 80 долларов, а рубль крепнет до 80 за доллар. Urals стоит 70 долларов, налог на добычу около 33 долларов, валютная маржа 70 минус 33 плюс 4, то есть 41 доллар, или 3 280 рублей на баррель. После вычета рублёвых затрат остаётся 2 110 рублей, на всю добычу 422 миллиарда рублей, на 10 миллиардов меньше базового уровня. Дивиденд снижается примерно на 5,6 рубля, до 151,9 рубля на акцию. Два противоположных на первый взгляд сценария дают почти одинаковый результат, и это наглядно показывает, как курс гасит колебания нефти.

Отсюда следует практический вывод для чтения новостей. Если нефть дешевеет, а рубль одновременно слабеет, не стоит паниковать: рублёвая прибыль нефтяников может почти не измениться. Если нефть дорожает, но рубль крепнет, не стоит ждать рекордных дивидендов. Опасны для акционеров прежде всего сценарии, где обе силы действуют в одну сторону: дешёвая нефть при крепком рубле или, вдобавок, широкая скидка. Именно такие сочетания приводили к самым глубоким провалам прибыли в истории отрасли.

Чтобы снизить зависимость курса и бюджета от нефтяных цен, в России действует так называемое бюджетное правило. Его логика проста: государство определяет базовую цену нефти, которую называют ценой отсечения, и строит расходы бюджета исходя из доходов при этой цене. Если реальная цена выше базовой, дополнительные нефтегазовые доходы не тратятся, а откладываются в Фонд национального благосостояния. Для этого Министерство финансов покупает на рынке валюту или юани, увеличивая спрос на них и сдерживая укрепление рубля. Если реальная цена ниже базовой, министерство продаёт валюту из фонда, поддерживая рубль и бюджет.

Цена отсечения в разные годы устанавливалась на разном уровне. В середине 2020-х годов она составляла около шестидесяти долларов за баррель Urals, и в планах бюджета предусматривалось её постепенное снижение примерно на доллар в год. Сам механизм несколько раз приостанавливался и возобновлялся: в 2022 году покупки валюты прекращались, а затем правило заработало вновь в обновлённом виде. Конкретные параметры правила меняются, поэтому перед расчётами стоит сверяться с актуальными решениями Министерства финансов. Логика же остаётся прежней: сгладить колебания и не дать бюджету и курсу полностью зависеть от нефти.

Для нефтяных компаний бюджетное правило имеет двоякое значение. С одной стороны, оно сдерживает укрепление рубля при высоких ценах нефти, позволяя компаниям получать больше рублей за каждый баррель. С другой стороны, при низких ценах продажа валюты из фонда поддерживает рубль, не давая ему ослабнуть так сильно, как могло бы. Иными словами, правило несколько ослабляет естественный стабилизатор, о котором мы говорили выше. Инвесторам стоит следить за ежемесячными объявлениями Министерства финансов о покупках и продажах валюты, ведь они влияют на курс, а значит, и на прибыль нефтяников.

Объявление обычно выходит в начале месяца и содержит сумму, которую министерство будет ежедневно покупать или продавать в течение следующих недель. Сумма рассчитывается на основе того, насколько фактические нефтегазовые доходы прошлого месяца отличались от базовых. Таким образом, по этому объявлению можно косвенно судить, насколько реальные цены российской нефти были выше или ниже цены отсечения. Если министерство объявляет крупные покупки валюты, значит, нефтяники в прошлом месяце продавали нефть дорого. Если объявлены продажи, значит, цены оказались ниже бюджетного ориентира, и ближайшие отчёты компаний вряд ли порадуют.

На курс рубля влияет, конечно, не только нефть. Ключевая ставка Банка России, спрос на импорт, движение капитала и ожидания населения порой перевешивают нефтяной фактор. При высокой ключевой ставке рублёвые вклады и облигации становятся привлекательнее, спрос на валюту снижается, и рубль может крепнуть даже при неблагоприятных ценах на нефть. При снижении ставки происходит обратное. Поэтому нефтяному инвестору приходится краем глаза следить и за денежно-кредитной политикой, хотя прямого отношения к добыче нефти она не имеет.

Ещё один инструмент государства, напрямую связанный с экспортёрами, — требование об обязательной продаже валютной выручки. Суть его в том, что экспортёры обязаны продавать на внутреннем рынке определённую долю полученной валюты, увеличивая её предложение и поддерживая рубль. Весной 2022 года такое требование было введено в размере восьмидесяти процентов, затем смягчено и летом того же года отменено. Осенью 2023 года для крупнейших экспортёров требования о возврате и продаже выручки ввели снова, а позже постепенно смягчали. Параметры этой меры менялись несколько раз, и на момент чтения книги они могут быть иными.

Для акционеров нефтяных компаний обязательная продажа выручки важна по двум причинам. Во-первых, она влияет на курс рубля, а значит, на рублёвую прибыль всех экспортёров одновременно. Во-вторых, она лишает компанию возможности держать валютную выручку на счетах, если та ожидает ослабления рубля. Компания, которая раньше могла выбирать момент для продажи валюты, теперь вынуждена продавать её в установленные сроки. Это не меняет общей логики курсового рычага, но лишает компании одного из инструментов управления финансами.

Карина, университетская подруга Полины, однажды заметила, что в последние годы всё чаще слышит в порту не «доллары», а «юани». Это наблюдение отражает важный сдвиг. После 2022 года расчёты за российскую нефть и газ всё чаще проводятся в китайских юанях, индийских рупиях, дирхамах Объединённых Арабских Эмиратов и других валютах. Доля доллара и евро в экспортных расчётах заметно снизилась. Для нефтяных компаний это означает новые валютные риски, ведь курс рубля к юаню и рупии ведёт себя иначе, чем к доллару.

На практике цена нефти по-прежнему чаще всего выражается в долларах, а затем пересчитывается в валюту расчётов по согласованному курсу. Компания получает юани или рупии, которые затем продаёт на российской бирже или использует для оплаты импорта. Курс юаня к доллару в целом стабилен, поэтому для расчётов в юанях эффект близок к долларовому. С рупиями и некоторыми другими валютами ситуация сложнее: их конвертация может занимать

время и стоить дороже. Как мы видели в третьей главе, эти издержки становятся частью скидки на российскую нефть.

Переход на юань изменил и внутренний валютный рынок. На Московской бирже пара юань — рубль по объёму торгов стала сопоставимой с долларовой, а в отдельные периоды и превосходила её. Экспортёры продают юани, импортёры их покупают, и курс рубля к юаню теперь не менее важен для прибыли нефтяников, чем курс к доллару. Для частного инвестора это означает, что следить стоит не только за долларом, но и за юанем. Впрочем, поскольку юань к доллару колеблется умеренно, в грубых расчётах можно по-прежнему пользоваться долларовым курсом.

Отдельный риск связан с задержками платежей. Банки в ряде стран стали осторожнее относиться к переводам, связанным с российскими компаниями, и платежи иногда задерживаются на недели или даже месяцы. Пока деньги в пути, компания несёт расходы, а выручка висит в воздухе. В отчётности это может выражаться в росте дебиторской задолженности: товар отгружен, а деньги ещё не получены. Для инвестора резкий рост дебиторки у экспортёра — повод задуматься о проблемах с расчётами, о чём мы подробнее поговорим в четырнадцатой главе.

Теперь давайте разберём период, когда курс рубля сыграл против нефтяных компаний особенно жёстко. Весной и летом 2022 года, после введения ограничений на движение капитала и резкого сокращения импорта, рубль неожиданно укрепился. В отдельные месяцы доллар стоил около пятидесяти-шестидесяти рублей, хотя ещё за несколько месяцев до этого стоил больше восьмидесяти. Одновременно расширилась скидка на российскую нефть, о которой мы говорили в третьей главе. Нефтяные компании получили двойной удар: каждый проданный баррель приносил меньше долларов, а каждый доллар превращался в меньшее число рублей.

Посчитаем грубо, что такой период мог бы означать для «Ветлуганефти». Допустим, курс укрепился с 90 до 60 рублей, а скидка расширилась с 10 до 25 долларов при неизменной цене Brent. Валютная маржа сократилась бы из-за скидки, а оставшаяся маржа превращалась бы в рубли по курсу на треть ниже базового. Рублёвые затраты при этом никуда не делись бы, а на деле даже выросли бы из-за инфляции. Прибыль в таком сценарии упала бы в несколько раз, и о дивиденде в семьдесят пять процентов свободного денежного потока можно было бы говорить лишь как о символической сумме.

Реальные компании в тот период столкнулись именно с таким давлением, хотя у каждой картина отличалась в зависимости от структуры бизнеса. Некоторые компании сократили промежуточные дивиденды, некоторые перенесли решения о выплатах. Затем, в 2023 году, рубль ослабел, в отдельные моменты доллар превышал сотню рублей, скидка сузилась, и прибыль нефтяников восстановилась. Инвесторы, которые продавали акции на пике крепкого рубля, упустили этот разворот. Урок прост: курс рубля, как и цена нефти, движется циклами, и судить о компании по одному экстремальному периоду опасно.

Отсюда вытекает популярная идея, что нефтяные акции защищают портфель от девальвации рубля. Эта идея имеет под собой основания: при ослаблении рубля рублёвая прибыль экспортёров растёт, и их акции, как правило, дорожают вместе с валютой. Для российского инвестора, у которого все сбережения в рублях, нефтяные акции действительно могут частично заменить валютные вложения. Однако защита эта неполная и непрямая. Акция нефтяника — это не доллар в сейфе, а доля в бизнесе, на который влияют и скидка, и налоги, и решения совета директоров.

Эдуард, всю жизнь хранивший доллары, заинтересовался этой идеей и спросил Геннадия, не перевести ли ему часть сбережений в нефтяные акции. Геннадий, уже немного разобравшийся в теме, привёл аргументы за и против. За — дивиденды, которых наличные доллары не приносят, и привязка прибыли к валюте. Против — высокая изменчивость котировок, риск

резкого сокращения дивидендов и зависимость от налоговых решений. Эдуард решил пока не спешить и сначала дочитать, что Геннадий расскажет ему о налогах.

Перед уходом Эдуард всё же поделился своим наблюдением, которое показалось Геннадию очень точным. За тридцать лет хранения долларов он пережил несколько девальваций и каждый раз радовался, но ни разу не получил от своих долларов ни рубля дохода, кроме переоценки. Нефтяные акции, по его словам, похожи на доллары, которые ещё и платят проценты, только эти проценты то большие, то маленькие, а сами «доллары» иногда дешевеют без видимой причины. Геннадий рассмеялся и сказал, что это, пожалуй, лучшее определение нефтяной акции, которое он слышал.

Именно здесь кроется главная ошибка, которую совершают многие инвесторы. Они воспринимают акции нефтяников как чистый валютный актив и покупают их только в расчёте на ослабление рубля. Если рубль действительно ослабнет, но одновременно скидка расширится или правительство повысит налоги, акции могут не вырасти, а упасть. Бывает и так, что рубль слабеет из-за общего ухудшения экономической ситуации, которое бьёт и по нефтяникам через внутренний спрос на топливо и через повышенные налоговые аппетиты бюджета. Валютная составляющая в нефтяной акции есть, но она перемешана с множеством других факторов.

Кроме того, существует сценарий, при котором рубль слабеет из-за падения цены нефти. В этом случае нефтяные компании получают меньше долларов за баррель, но больше рублей за каждый доллар. Итоговый эффект зависит от соотношения двух движений и обычно оказывается умеренным, но далеко не всегда положительным. Если нефть дешевеет на двадцать процентов, а рубль слабеет только на десять, рублёвая выручка нефтяников всё равно снижается. Инвестор, купивший нефтяные акции как защиту от девальвации, в этом сценарии увидит, что защита сработала лишь частично.

Есть и ещё одно важное соображение, о котором часто забывают, когда считают курсовой выигрыш. Курс по-разному действует на разные типы компаний отрасли, и в первой главе мы уже видели, что их нельзя смешивать в одну категорию. Вертикально интегрированная компания с большим экспортом получает от слабого рубля заметный выигрыш. Независимый переработчик, продающий топливо в основном внутри страны, выигрывает гораздо меньше, а иногда и проигрывает, если цена сырья растёт быстрее внутренних цен на бензин. Газовая компания, большая часть продаж которой приходится на регулируемый внутренний рынок, получает курсовой выигрыш только на экспортной части.

Проще всего это понять, если для каждой компании задать себе вопрос: какая доля выручки зависит от валютных цен, а какая доля затрат выражена в рублях. Чем больше первая и чем больше вторая, тем сильнее курсовой рычаг. У экспортёра сжиженного газа, который продаёт почти всё за рубеж и несёт значительную часть затрат внутри страны, рычаг максимальный. У трубопроводной монополии, чей тариф устанавливается в рублях, рычага почти нет. Так одно и то же движение курса делит отрасль на явных победителей, умеренных бенефициаров и почти нейтральных участников.

Не все затраты нефтяной компании выражены в рублях. Часть оборудования, особенно для сложных проектов, по-прежнему закупается за рубежом или зависит от импортных компонентов. Стоимость этого оборудования при ослаблении рубля растёт, и капитальные затраты компании увеличиваются. Кроме того, сильное ослабление рубля разгоняет инфляцию внутри страны, и через год-два растут и рублёвые затраты: зарплаты, услуги подрядчиков, тарифы. Курсовой выигрыш со временем частично съедается, и это стоит учитывать в любых долгосрочных расчётах.

В нашем расчёте для «Ветлуганефти» мы сознательно упростили картину, считая рублёвые затраты и капитальные вложения неизменными. На коротком горизонте в год-полтора это допущение достаточно точное. На горизонте в несколько лет его нужно корректировать: если рубль ослаб на десять процентов, а инфляция за два года составила пятнадцать процен-

тов, реальный курсовой выигрыш почти исчезнет. Для долгосрочной оценки компании полезно мыслить не номинальным, а реальным курсом, то есть с поправкой на инфляцию. Именно реальный курс определяет, стали ли нефтяники устойчиво богаче или это лишь временный эффект.

Геннадий наблюдал этот эффект на собственном опыте. После сильного ослабления рубля компания через год проиндексировала зарплаты рабочих заметно выше обычного, потому что цены в магазинах вахтовых посёлков и в Тюмени выросли. Подрядчики, которые бурят скважины и ремонтируют оборудование, тоже пересмотрели расценки. Часть импортных запчастей для насосов подорожала сразу, а часть подорожала позже, когда поставщики обновили прайс-листы. Через полтора-два года выигрыш от слабого рубля в отчётности компании стал гораздо скромнее, чем в первые месяцы.

Эту закономерность полезно помнить, когда аналитики после резкого ослабления рубля публикуют восторженные прогнозы прибыли нефтяников на несколько лет вперёд. В первый год прогнозы обычно сбываются, ведь затраты не успевают за курсом. Во второй и третий год рублёвые затраты догоняют, и рост прибыли замедляется, если рубль не продолжает слабеть. Инвестор, который закладывает в оценку курсовой выигрыш первого года как постоянный, переплачивает за акции. Осторожный подход состоит в том, чтобы считать часть курсового эффекта временной и не включать её в долгосрочную стоимость.

Полина, обсуждая эту главу с Геннадием, предложила простой способ проверки. Она взяла годовые отчёты интересующей её компании за несколько лет и выписала средний курс доллара за каждый год, выручку и чистую прибыль. Затем она посмотрела, как менялась прибыль в годы ослабления и укрепления рубля. Оказалось, что связь заметна, но далеко не идеальна: в некоторые годы слабый рубль совпадал со снижением прибыли из-за налоговых изменений или скидки. Этот простой анализ убедил её, что курс — важная, но не единственная сила.

Геннадий, в свою очередь, сделал практический вывод для своих двух тысяч акций. Раньше он радовался каждому ослаблению рубля и огорчался каждому укреплению, словно это напрямую меняло стоимость его пакета. Теперь он понимает, что курс — лишь один из множителей, и его влияние нужно рассматривать вместе с ценой нефти, скидкой и налогами. Он стал записывать в свой блокнот средний курс за квартал рядом с данными, которые ведёт Полина. Если прибыль компании в очередном отчёте разойдётся с его ожиданиями, он хотя бы сможет понять, какая из сил сыграла главную роль.

Подведём итог четвёртой главы и сведём её основные выводы. Курс рубля работает как второй множитель после цены нефти: валютная выручка при ослаблении рубля превращается в большее число рублей, а рублёвые затраты остаются на месте, и прибыль растёт быстрее выручки. Для «Ветлуганефти» изменение курса на десять рублей меняет дивиденд примерно на 41,6 рубля, что сопоставимо с эффектом от изменения Brent на десять долларов. На отчётность влияет средний курс периода, а курсовые разницы по валютным долгам и активам могут исказить чистую прибыль. Бюджетное правило и требования к продаже валютной выручки вмешиваются в курс, а значит, и в прибыль экспортёров.

Нефтяные акции способны частично защитить портфель от девальвации, но они не являются чистым валютным активом, и превращать их в замену долларов опасно. Курс часто движется вместе с ценой нефти и скидкой, а долгосрочный курсовой выигрыш постепенно съедает инфляция рублёвых затрат. Крепкий рубль в сочетании с широкой скидкой способен резко сократить прибыль и дивиденды, как это было в 2022 году. Понимание курсового рычага помогает оценивать эффект от новостей о валютном рынке, но всегда в связке с другими силами.

Мы разобрали три силы из четырёх: мировую цену нефти, скидку и курс. Теперь пришло время самой мощной и самой сложной силы, которая забирает из каждого барреля больше, чем любая другая. Полина как раз села с калькулятором, чтобы посчитать, сколько из шестидесяти

долларов за баррель действительно остаётся «Ветлуганефти», и быстро обнаружила, что без налоговой формулы ей не обойтись. В пятой главе мы разберём налог на добычу полезных ископаемых: откуда он взялся, как он устроен, какие льготы существуют и почему из каждых десяти долларов роста нефти компании остаются лишь несколько.

Глава 5. Налог на добычу, или доля хозяина недр

Полина сидит за столом с калькулятором и листом бумаги, на котором крупно написано «60 долларов за баррель». Её задача кажется простой: понять, сколько из этих шестидесяти долларов остаётся «Ветлуганефти» и в конечном счёте ей как будущему акционеру. Она вычитает затраты на добычу и транспорт, которые нашла в презентации компании, и получает около сорока семи долларов прибыли с барреля. Умножив на двести миллионов баррелей и на курс, она получает сумму, при которой дивиденд должен был бы составить несколько сотен рублей на акцию. Реальный дивиденд в прошлом году был втрое меньше, и Полина понимает, что упустила что-то очень крупное.

С этим вопросом она идёт к соседке по лестничной площадке Людмиле Аркадьевне. Ей пятьдесят восемь лет, двадцать из них она проработала в налоговой инспекции, а теперь консультирует небольшие компании по налоговым вопросам. Выслушав Полину, Людмила Аркадьевна улыбается и говорит, что в её расчёте не хватает самого крупного получателя денег. Затем она пишет на листе три буквы и одну цифру. «НДПИ, — объясняет она, — налог на добычу полезных ископаемых, и с вашего барреля он забирает почти половину цены».

Чтобы понять, почему налог на добычу так велик, начнём с понятия ренты. Экономисты называют рентой доход, который возникает не благодаря усилиям предпринимателя, а благодаря уникальному ресурсу. Нефть в недрах создана природой за миллионы лет, и компания, получившая лицензию на её добычу, не создавала её. Если цена нефти на мировом рынке высока, а себестоимость добычи низка, разница между ними образует огромный доход, который нельзя объяснить ни талантом менеджеров, ни вложенным капиталом. Именно эту природную ренту государство как собственник недр стремится забрать себе.

В России недра по закону принадлежат государству, а компании получают лишь право пользоваться ими на основании лицензии. Это принципиальный момент, который часто упускают начинающие инвесторы. Нефть становится собственностью компании только после того, как её извлекли на поверхность, и за это право государство берёт плату. Налог на добычу полезных ископаемых — главная форма такой платы. Он платится с каждой тонны добытой нефти независимо от того, получила компания прибыль или нет.

Вернёмся к нашему саду из первой главы, где хозяин земли сдал товариществу участок с яблонями, которые выросли сами, без чьих-либо усилий. Товарищество собирает урожай и продаёт его, а хозяин требует свою долю за то, что яблоки выросли на его земле. Если урожай продаётся дорого, хозяин требует больше, ведь ценность его земли выросла. Если яблоки дешевеют, хозяин может снизить требования, чтобы товарищество не бросило сад. Налог на добычу работает именно по этому принципу: он растёт вместе с ценой нефти и снижается при её падении.

Теперь посмотрим, как налог на добычу развивался в истории. В современном виде он появился в 2002 году, заменив несколько прежних платежей за пользование недрами. С самого начала налог рассчитывался по формуле, привязанной к мировой цене нефти и курсу рубля, чтобы автоматически следовать за рынком. Помимо налога на добычу, долгие годы существовала экспортная пошлина на нефть, которая тоже росла с ценой и составляла значительную часть изъятия ренты. В 2000-х и 2010-х годах эти два платежа вместе забирали у компаний львиную долю сверхдоходов при высоких ценах.

Экспортная пошлина была устроена так, что при высоких ценах государство забирало с каждого дополнительного доллара большую его часть. В разные годы предельная ставка пошлины составляла от шестидесяти до шестидесяти пяти процентов с дохода выше определённого порога. Вместе с налогом на добычу это означало, что из каждого дополнительного доллара роста нефти компаниям оставалась лишь малая часть. Такая система сделала неф-

тяников устойчивыми к падению цен, но ограничила их выигрыш при росте. Именно в эти годы сложилось представление о российских нефтяных компаниях как о бизнесах с умеренной доходностью при любых ценах.

У экспортной пошлины был один серьёзный недостаток с точки зрения экономики страны. Поскольку пошлина взималась только с экспорта, внутренние цены на нефть оказывались ниже мировых на её величину. Российские нефтеперерабатывающие заводы покупали дешёвую нефть и могли зарабатывать даже на простой, устаревшей переработке. Часть природной ренты фактически доставалась не бюджету, а переработчикам и косвенно потребителям топлива. Кроме того, пошлина противоречила международным обязательствам и создавала стимулы к экспорту полуфабрикатов вместо качественных продуктов.

Поэтому в 2010-х годах государство провело серию налоговых манёвров, постепенно перенося нагрузку с экспортной пошлины на налог на добычу. Первый манёвр в 2015–2017 годах снизил пошлину на нефть примерно вдвое, одновременно повысив налог на добычу. Второй, который назвали большим налоговым манёвром, стартовал в 2019 году и был рассчитан на шесть лет. В течение этого времени экспортная пошлина ежегодно снижалась на одну шестую, а с 2024 года обнулилась полностью. Взамен налог на добычу вырос на сопоставимую величину.

Большой налоговый манёвр изменил всю экономику отрасли, хотя на первый взгляд для нефтяников он был нейтральным: одна статья налогов уменьшилась, другая выросла. На самом деле изменилось распределение нагрузки внутри цепочки. Поскольку налог на добычу платится с каждой добытой тонны, а не только с экспортируемой, внутренние цены на нефть подтянулись к мировым. Нефтеперерабатывающие заводы лишились преимущества дешёвого сырья, и внутренние цены на топливо получили импульс к росту. Чтобы компенсировать это переработчикам и сдержать цены на бензин, государство ввело обратный акциз с демпфером, которому посвящена седьмая глава.

Людмила Аркадьевна, рисуя Полине схему, подчеркнула одну важную вещь. После манёвра налог на добычу стал главным инструментом изъятия нефтяной ренты, а его формула превратилась в одну из самых сложных в Налоговом кодексе. В ней десятки коэффициентов, учитывающих выработанность месторождения, его размер, сложность запасов, регион, налоговые льготы и бывшую экспортную пошлину. Понять её во всех деталях не под силу даже многим профессиональным аналитикам. Однако инвестору достаточно понимать её основную логику и уметь делать приблизительные расчёты.

Основная логика формулы выглядит так. Базовая ставка налога, установленная в рублях за тонну, умножается на коэффициент, который отражает мировую цену нефти и курс рубля. Этот коэффициент равен цене российской нефти в долларах за баррель минус пятнадцать долларов, умноженной на курс и делённой на установленный законом делитель. Получается, что при цене нефти пятнадцать долларов за баррель налог по основной части формулы равен нулю, а с каждым долларом выше этого порога он растёт. Из получившейся суммы вычитается специальная величина, которая отражает льготы и особенности конкретных месторождений, а затем добавляются составляющие, появившиеся в результате налогового манёвра.

Базовая ставка долгое время повышалась и с 2017 года составляет 919 рублей за тонну, а порог в пятнадцать долларов используется в формуле с конца 2000-х годов. Курс в формуле означает, что налог в рублях автоматически растёт при ослаблении рубля, как мы уже говорили в четвёртой главе. Важная деталь: в формуле используется не Brent, а цена российской нефти, то есть с учётом скидки. Правда, после 2022 года порядок определения этой цены изменился, о чём мы скоро поговорим. Все эти параметры периодически корректируются, поэтому для точных расчётов нужно сверяться с действующей редакцией Налогового кодекса.

Для практических расчётов в этой книге мы будем использовать упрощённую модель, которая хорошо передаёт логику, но не претендует на точность до доллара. В нашей модели

налог на добычу с барреля в долларах составляет примерно шесть десятых от разницы между налоговой ценой нефти и пятнадцатью долларами. Иными словами, из каждого доллара цены выше пятнадцати около шестидесяти центов уходит в налог на добычу. При цене российской нефти 60 долларов налог по нашей модели составляет 0,6 умножить на 45, то есть 27 долларов на баррель. Именно эту цифру мы использовали в базовом сценарии «Ветлуганефти».

Почему именно шесть десятых, а не какая-то другая доля? Основная часть формулы с базовой ставкой 919 рублей сама по себе забирает чуть меньше половины разницы между ценой и пятнадцатью долларами. К ней добавляется составляющая, заменившая бывшую экспортную пошлину, а вычеты и льготы, в свою очередь, уменьшают итоговую сумму. У разных компаний и месторождений итоговая доля различается в зависимости от их льгот. Наше упрощение отражает некую усреднённую картину для зрелой вертикально интегрированной компании с умеренным набором льгот, и для реальной компании его следует уточнять по её раскрытию.

Теперь посчитаем, сколько налога на добычу платит «Ветлуганефть» в базовом сценарии. Двадцать семь долларов с барреля умножаем на двести миллионов баррелей и получаем 5,4 миллиарда долларов в год. При курсе 90 рублей это 486 миллиардов рублей. Сравните эту сумму с выручкой от нефти, которую мы посчитали во второй главе, — 1 080 миллиардов рублей. Получается, что налог на добычу забирает сорок пять процентов стоимости всей добытой нефти ещё до того, как компания заплатит зарплаты, транспорт и налог на прибыль.

Полина пересчитала свой исходный расчёт с учётом налога на добычу. Из 60 долларов цены нужно вычесть 27 долларов налога, 5 долларов затрат на добычу, 5 долларов транспорта и 3 доллара прочих расходов. Остаётся 20 долларов, к которым в нашей модели добавляются 4 доллара от переработки и демпфера, итого 24 доллара прибыли до вычета амортизации, процентов и налога на прибыль. Вместо сорока семи долларов, которые получились у неё сначала, выходит вдвое меньше. Теперь цифры прибыли и дивиденда, опубликованные компанией, перестали казаться ей загадкой.

Теперь вернёмся к вопросу, который мы отложили в третьей главе: какая цена используется для расчёта налога. До 2023 года всё было просто: налог рассчитывался по средней цене Urals за месяц, которую публикует Министерство экономического развития на основе данных ценовых агентств. Когда после 2022 года скидка на Urals выросла до тридцати и более долларов, официальная цена резко упала, а вместе с ней упали налоговые поступления. Бюджет недополучал огромные суммы, а государство подозревало, что часть скидки на самом деле не отражает реальных потерь компаний, а оседает у посредников внутри их собственных групп.

Решение было найдено в 2023 году, когда законодатели установили, что налоговая цена российской нефти не может быть ниже цены Brent за вычетом предельной скидки, которую фиксирует закон. В апреле 2023 года предельная скидка составляла 34 доллара, затем её ежемесячно снижали, и ко второй половине года она дошла до 20 долларов. Позднее законодатели предусмотрели дальнейшее постепенное снижение этого предела, поэтому его текущее значение стоит уточнять в действующей редакции Налогового кодекса. Если реальная скидка меньше предельной, налог считается по фактической цене Urals. Если реальная скидка больше предельной, налог считается так, будто нефть продана со скидкой всего в 20 долларов, даже если на деле её продали дешевле.

Для бюджета это правило стало страховкой от слишком широкой скидки, но для компаний оно создало риск двойного удара. Покажем его на примере «Ветлуганефти». Допустим, Brent стоит 70 долларов, а реальная скидка расширилась до 25 долларов, то есть компания продаёт нефть по 45 долларов. Налоговая цена при этом не может быть ниже 70 минус 20, то есть 50 долларов. Налог на добычу по нашей модели составит 0,6 умножить на 35, то есть 21 доллар на баррель, хотя от реальной цены в 45 долларов он составил бы лишь 0,6 умножить на 30, или 18 долларов.

Посчитаем последствия этого правила для компании. По сравнению с базовым сценарием компания теряет 15 долларов цены на каждом барреле, а налог на добычу снижается только на 6 долларов, с 27 до 21. Чистая потеря до налога на прибыль составляет 9 долларов на баррель, или 1,8 миллиарда долларов на всю добычу, что при курсе 90 рублей равно 162 миллиардам рублей. После налога на прибыль чистая прибыль уменьшится на 121,5 миллиарда рублей. При дивидендной политике в семьдесят пять процентов свободного денежного потока дивиденд сократится примерно на 91,1 рубля, со 157,5 до 66,4 рубля на акцию.

Если бы налог считался по реальной цене в 45 долларов, он снизился бы на 9 долларов, а не на 6. Потеря до налога на прибыль составила бы 6 долларов на баррель, или 108 миллиардов рублей, а дивиденд снизился бы примерно на 60,8 рубля, примерно до 96,8 рубля. Получается, что правило о предельной скидке в этом сценарии отнимает у акционеров «Ветлуганефти» ещё около тридцати рублей дивиденда на акцию. Именно об этом двойном ударе мы предупреждали в третьей главе: скидка уменьшает выручку, а налог при этом остаётся рассчитанным от более высокой цены.

Людмила Аркадьевна отметила, что двойной удар проявляется только тогда, когда реальная скидка шире предельной. При скидке в 10 или 15 долларов, когда налоговая цена совпадает с фактической, налог на добычу снижается вслед за ценой, и правило никак не сказывается на компании. Именно поэтому Полина завела в своём дневнике отдельную колонку для сравнения реальной скидки с предельной. Если разница положительная, значит, в этом месяце компании платят налог с несуществующих долларов. Чем больше эта разница, тем сильнее давление на прибыль и дивиденды.

Теперь поговорим о льготах, которые делают налог на добычу разным для разных месторождений. Первая и самая распространённая льгота связана с выработанностью. Когда из месторождения извлечено более восьмидесяти процентов начальных запасов, налог снижается с помощью специального коэффициента, ведь добыча на таком месторождении дорожает, а дебиты скважин падают. Без этой льготы многие старые месторождения стали бы убыточными задолго до полного истощения. Месторождение, где работает Геннадий, находится как раз на этой стадии, и о его экономике мы подробно поговорим в шестой и девятой главах.

Вторая группа льгот касается трудноизвлекаемых запасов, то есть нефти, которая находится в плотных породах с низкой проницаемостью, в очень тонких пластах или имеет высокую вязкость. Для таких запасов налог снижается иногда в разы, в зависимости от характеристик пласта. Без этой льготы их добыча при обычных ценах не окупалась бы, ведь требует дорогих технологий вроде многостадийного гидроразрыва. Третья группа — льготы для новых регионов добычи, таких как Восточная Сибирь, Арктика и Каспий, где нужно с нуля строить инфраструктуру. Для шельфовых месторождений существуют особые ставки, которые зависят от сложности проекта.

Льготы имеют огромное значение для инвестора, потому что разница в налоге на добычу между компаниями может достигать нескольких долларов на баррель. Компания с большой долей льготной добычи при одинаковой цене нефти зарабатывает больше, чем компания, добывающая нефть на обычных месторождениях. Однако у льгот есть и обратная сторона: государство может их отменить, сократить или изменить условия их получения. Такие изменения случались неоднократно, особенно в периоды, когда бюджету требовались дополнительные доходы. Компания, чья прибыль держится на льготах, несёт повышенный регуляторный риск.

Есть у формулы и ещё одна особенность, которая создаёт преимущество для одних компаний перед другими. В формуле налога используется единая цена российской нефти, которая исторически определяется по Urals, вне зависимости от того, какую нефть и куда реально продала компания. Компания, которая продаёт восточную нефть ESPO дороже Urals, платит налог так, будто продавала по цене Urals, и сохраняет разницу себе. Компания, которая продаёт нефть хуже среднего уровня, наоборот, платит налог с более высокой цены, чем полу-

чила. Поэтому восточное направление выгодно вдвойне: и выручка выше, и налог считается по общей, более низкой базе.

Как инвестору оценить, насколько льготы снижают налог конкретной компании? Простой способ — разделить сумму налога на добычу из отчётности на объём добычи в баррелях и сравнить результат с расчётом по упрощённой модели при средней цене периода. Если фактический налог на баррель заметно ниже модельного, у компании значительная доля льготной добычи или особые условия. Если близок к модельному, льгот немного. Такой расчёт приблизителен, но хорошо показывает, у кого налоговая нагрузка выше среднего, а у кого ниже, и насколько компания уязвима при отмене льгот.

Например, в начале 2020-х годов государство отменило часть льгот для выработанных и высоковязких месторождений, одновременно предложив компаниям перевести часть добычи на налог на дополнительный доход. Для некоторых компаний это означало ощутимый рост налоговой нагрузки. Инвесторы, которые не следили за налоговыми изменениями, увидели снижение прибыли и не сразу поняли его причину. Внимательные инвесторы заранее оценили, какая доля добычи затронута изменениями, и пересчитали ожидаемые дивиденды. Подробнее о том, как отслеживать такие изменения, мы поговорим в восьмой главе.

Стоит сказать несколько слов и о том, как налог на добычу влияет на денежный поток компании во времени. Налог рассчитывается за каждый месяц по средней налоговой цене этого месяца и уплачивается в следующем месяце. Поэтому деньги компании и налоговые платежи движутся почти синхронно с ценой нефти, с задержкой примерно в месяц. Для квартального отчёта это означает, что налог в нём отражает цены этого же квартала, а не прошлого года. Если цены резко изменились в середине квартала, налог изменится вместе с выручкой, и отчёт покажет результат, близкий к реальной экономике периода.

У этой синхронности есть полезное следствие для инвестора, который хочет оценить прибыль до выхода отчёта. Зная среднюю цену Brent, среднюю официальную цену Urals и средний курс за квартал, можно с неплохой точностью рассчитать налог на добычу на баррель по упрощённой модели. Умножив его на объём добычи из операционного пресс-релиза, вы получите оценку крупнейшей статьи расходов компании ещё до того, как она опубликует цифры. Полина попробовала сделать это для «Ветлуганефти» за прошедший квартал и ошиблась всего на несколько процентов. Для частного инвестора это вполне достаточная точность.

Теперь вернёмся к расчёту, который Полина считала самым важным. Что происходит с прибылью «Ветлуганефти», когда Brent растёт на десять долларов, а скидка остаётся прежней? Цена реализации вырастает с 60 до 70 долларов, налоговая цена тоже. Налог на добычу по нашей модели вырастает с 0,6 умножить на 45 до 0,6 умножить на 55, то есть с 27 до 33 долларов, на 6 долларов. Из десяти долларов роста цены компании остаётся четыре доллара прибыли до налога на прибыль.

Пересчитаем в рублях: четыре доллара умножить на двести миллионов баррелей дают 800 миллионов долларов, или 72 миллиарда рублей при курсе 90. После налога на прибыль по ставке двадцать пять процентов остаётся 54 миллиарда рублей дополнительной чистой прибыли. Дивиденд при политике семьдесят пять процентов свободного денежного потока вырастет примерно на 40,5 рубля на акцию, со 157,5 до 198 рублей. Сравните это с 180 миллиардами рублей дополнительной выручки, которые мы посчитали во второй главе. Из 180 миллиардов до акционеров доходит в виде дивиденда 40,5 миллиарда, то есть меньше четверти.

Обратите внимание, что этот механизм работает и в обратную сторону. Если Brent падает на десять долларов, налог на добычу снижается на 6 долларов, и компания теряет лишь 4 доллара на баррель до налога на прибыль. Налог на добычу действует как амортизатор, который смягчает и выигрыш, и потерю. Для акционера это означает, что прибыль нефтяников колеблется гораздо слабее, чем цена нефти. Именно поэтому российские нефтяные компании исто-

рически переживали обвалы нефтяных цен легче, чем, например, американские сланцевые производители, у которых налоговая система устроена иначе.

Ярче всего амортизатор проявился весной 2020 года, когда цена Urals в отдельные недели опускалась до двадцати долларов за баррель и ниже. При такой цене основная часть формулы налога на добычу почти обнулялась, ведь до порога в пятнадцать долларов оставалось совсем немного. Компании продолжали добывать нефть, неся лишь собственные затраты, и большинство из них сохранило операционную прибыль даже в худшие месяцы. Бюджет при этом потерял огромные суммы, приняв на себя основную часть удара. Этот эпизод хорошо показывает, кто в российской нефтяной отрасли на самом деле несёт главный ценовой риск.

Полезно сравнить российскую систему с тем, как облагается нефть в других странах. В США владелец недр, будь то государство или частный землевладелец, обычно получает роялти в размере от восьмой до пятой части стоимости добытой нефти, а компания затем платит обычный налог на прибыль. Доля государства в доходах там заметно ниже, но и колебания прибыли компаний гораздо сильнее. В Норвегии, напротив, нефтяные компании платят обычный налог на прибыль и специальный налог на нефтяные доходы, так что предельная ставка изъятия достигает семидесяти восьми процентов. По масштабу изъятия ренты российская система ближе к норвежской, чем к американской.

Есть, однако, принципиальное различие между Россией и Норвегией. Норвежский специальный налог взимается с прибыли, то есть учитывает затраты компании и её инвестиции. Российский налог на добычу взимается с объёма и цены, то есть с выручки, без учёта того, сколько стоило добыть конкретную тонну. Для дешёвых месторождений с низкими затратами разница не так важна, но для дорогих и старых месторождений она становится критической. Именно эту проблему призван решить налог на дополнительный доход, о котором пойдёт речь в следующей главе.

У этой медали есть и обратная сторона, которую нужно понимать. Поскольку государство забирает большую часть выигрыша от высоких цен, акционеры российских нефтяников не получают того взрывного роста прибыли, который бывает у зарубежных компаний в годы дорогой нефти. Если американская компания при росте нефти с 70 до 90 долларов может удвоить прибыль, российская увеличит её лишь умеренно. Инвестор, ожидающий от российских нефтяников бурного роста в периоды нефтяного бума, будет разочарован. Зато в периоды обвала цен российские компании, как правило, остаются прибыльными и продолжают платить дивиденды, пусть и меньшие.

Важно понимать и то, как налог на добычу выглядит в отчётности компании. В отчёте о прибылях и убытках по международным стандартам он обычно включается в строку налогов, кроме налога на прибыль, которая часто оказывается самой крупной статьёй расходов. О том, как читать эту строку и что ещё в неё входит, мы подробно поговорим в четырнадцатой главе. Здесь же полезно освоить один простой показатель: долю налога на добычу и других налогов, кроме налога на прибыль, в выручке. У «Ветлуганефти» в базовом сценарии налог на добычу составляет сорок пять процентов от выручки за нефть.

Этот показатель полезен для сравнения компаний между собой. Если у одного нефтяника доля налогов в выручке заметно ниже, чем у другого, это может означать большую долю льготных месторождений, большую долю переработки или иную структуру бизнеса. Если доля налогов у компании резко выросла по сравнению с прошлым годом, стоит поискать причину: отмену льгот, изменение формулы или рост налоговой цены из-за правила о предельной скидке. Такие изменения часто объясняют неожиданное снижение прибыли лучше, чем любые новости о мировых ценах. Полина добавила этот показатель в свою таблицу для каждой компании, которую изучает.

Подсчитаем ещё один показатель, который хорошо показывает масштаб государственного изъятия. Сколько из шестидесяти долларов цены в базовом сценарии забирает государ-

ство с помощью налога на добычу и налога на прибыль вместе? Налог на добычу составляет 27 долларов. Прибыль до налога на прибыль на баррель, с учётом амортизации и процентов, составляет 340 миллиардов рублей на двести миллионов баррелей, то есть 1 700 рублей, или около 18,9 доллара на баррель. Налог на прибыль с этой суммы равен четверти, примерно 4,7 доллара, и в сумме государство получает около 31,7 доллара с каждого барреля, более половины цены.

Конец ознакомительного фрагмента.

Текст предоставлен ООО «Литрес».

Прочитайте эту книгу целиком, купив полную легальную версию на Литрес.

Безопасно оплатить книгу можно банковской картой Visa, MasterCard, Maestro, со счета мобильного телефона, с платежного терминала, в салоне МТС или Связной, через PayPal, WebMoney, Яндекс.Деньги, QIWI Кошелек, бонусными картами или другим удобным Вам способом.