

ПЕРЕСМОТР ИНВЕСТИЦИОННЫХ ПРИОРИТЕТОВ В НЕФТЯНОЙ ОТРАСЛИ

В октябре 2011 г. произошло знаковое событие для нефтегазовой отрасли, в значительной степени определившее ее будущее развитие: был введен долго готовившийся налоговый режим «60-66»¹. Разработанные правительством РФ планы включали снижение экспортной пошлины на нефть и выравнивание экспортных пошлин на светлые и темные нефтепродукты.

Предпосылки налоговой реформы

Действовавшая до этого дифференцированная система экспортных пошлин была введена в 2004 г. Ее введение было обосновано необходимостью повышать привлекательность экспорта мазута как убыточного продукта переработки. В условиях значительно поднявшихся цен на нефть у дифференцированной системы экспортных пошлин проявились существенные недостатки.

Во-первых, дифференциация пошлин на темные и светлые нефтепродукты не стимулировала компании к инвестициям в модернизацию нефтеперерабатывающих заводов (НПЗ) и к повышению глубины переработки. Несмотря на то что после модернизации завод станет производить более светлую, а следовательно, более дорогую корзину нефтепродуктов, разница в экспортных пошлинах на темные и светлые продукты снижает полученный эффект, что при сегодняшних ценах на нефтепродукты в большинстве случаев приводит к некупаемости инвестиций.

Во-вторых, при низкой пошлине на нефтепродукты (в сравнении с пошлиной на нефть) переработка тонны нефти, продукты из которой полностью экспортируются, становится рентабельной для компании-переработчика несмотря на невыгодность такой экспортно-ориентированной переработки для экономики страны. Поскольку стоимость средней российской корзины нефтепродуктов в Европе меньше, чем стоимость изначальной нефти, а транспорт дороже, экономика России теряет в среднем \$35 за тонну. Однако разница в пошлинах делает бизнес для владельцев российских НПЗ высокорентабельным фактически за счет государственной субсидии. В совокупности субсидия государства переработчикам в 2010 г. достигла \$15 млрд. Особенно заметные потери несла страна от так называемых мини-НПЗ — фактически отдельно стоящих установок первичной переработки нефти с минимально необходимым набором облагораживающих мощностей.

В-третьих, различное восприятие рентабельности экспортной переработки со стороны компаний и государства приводит к разнице в оценке инвестиционной привлекательности проектов строительства мощностей, нацеленных на экспорт. Несмотря на то, что строительство подобных мощностей для государства экономически нецелесообразно, оно рентабельно для компаний. В связи с этим компании планируют и реализуют проекты не только по строительству углубляющих мощностей, повышающих выход светлых нефтепродуктов, но и по наращиванию экспортно-ориентированной переработки (в т.ч. первичной), что имеет негативный эффект для экономики страны.

Таким образом, дифференцированная налоговая система в условиях высоких цен на нефть приводит к искажению инвестиционных приоритетов компаний, которые не соответствуют интересам государства. Задачей новой налоговой системы стало стимулирование нефтяных компаний к пересмотру инвестиционных приоритетов.

Инвестиционные приоритеты

Стратегия развития вертикально-интегрированных нефтяных компаний — это в первую очередь стратегия управления портфелем инвестиций. Поэтому влияние нового налогового режима на инвестиционную деятельность ВИНК можно рассматривать как влияние на портфель инвестиций. Исходя из этого, можно следующим образом структурировать оказываемое влияние на соотношение инвестиций:

- по основным переделам бизнеса ВИНК (Разведка и добыча / Переработка / Маркетинг нефтепродуктов);
- в органическое развитие и на M&A;
- внутри страны и за рубежом.

Рассмотрим подробнее данные направления.

Значительное влияние на соотношение инвестиций будет оказано в разрезе ключевых переделов цепочки стоимости. С введением режима «60-66» сокращается налоговая субсидия экспорта нефтепродуктов, что снижает привлекательность переработки в сравнении с добычей и экспортом сырой нефти. Следствием этого выступит снижение покрытия мощностями переработки уровня добычи. На рис. 1 представлено сравнение экспортных нетбэков¹ по нефти и средней для НПЗ вертикально-интегрированных нефтяных компаний (ВИНК) корзине нефтепродуктов.



Рис. 1. Разница экспортных нетбэков по нефти и корзине нефтепродуктов в старом и новом налоговых режимах

В силу значительной капиталоемкости проектов в Downstream можно ожидать снижения инвестиционной активности в области строительства или расширения установок первичной переработки. Покрытие мощностей добычи мощностями переработки составляет около 50%, что достаточно для удовлетворения внутреннего спроса на ключевые нефтепродукты, бензин и дизель. В условиях высоких (66%) экспортных пошлин на темные нефтепродукты и желания государства довести их уровень до паритета с пошлиной на нефть в 2015 г. маржинальность продаж мазута и других темных нефтепродуктов на экспорт будет снижаться и, возможно, даже уйдет в «минус», как это было до 2004 г.

Параллельно с этим активное развитие получают инвестиции в углубляющие и облагораживающие процессы. Собственно, на модернизацию НПЗ и сокращение налоговой субсидии отрасли нацелена налоговая реформа. НПЗ будут вынуждены модернизироваться, улучшить качество корзины нефтепродуктов — или закрыться и уйти с рынка. Так, большинство из 200 построенных в период с 2004 г. «самоваров» — НПЗ с минимальным или нулевым покрытием первичной переработки вторичными процессами закроются уже в 2012 г., что снизит объем переработки на 10-14 млн т (без учета новых вводов). Статистика по текущему соотношению мощностей НПЗ и планам инвестиций в нефтеперерабатывающей отрасли представлена на рис. 2.



Рис. 2. Соотношение мощностей первичной и вторичной переработки и инвестиций в их развитие до 2020 г.

Роста инвестиций следует ожидать в секторе Upstream. Риск падения добычи, возросший в последние годы, должен быть нивелирован снижением экспортной пошлины на нефть с 65 до 60%. Это мероприятие наряду с введением особых налоговых режимов для некоторых месторождений способно повысить инвестиционную привлекательность, во-первых, проектов разработки остаточных запасов brownfield месторождений; во-вторых, более капиталоемких greenfield-проектов освоения новых месторождений (трудноизвлекаемых запасов, запасов высоковязкой нефти). В частности, ВИНК будут более активны на рынке M&A и аукционах по приобретению новых лицензий.

Отдельного внимания заслуживает потенциальный рост активности ВИНК в области маркетинга нефтепродуктов. Заявленные планы модернизации НПЗ в случае их выполнения способны привести премиальный внутренний рынок к значительному профициту и, соответственно, к вытеснению с него менее эффективных поставщиков. На текущий момент круглогодично профицитными не являются рынки керосина и бензина. С вводом новых мощностей вторичной переработки данные рынки сдвинутся в сторону профицита. Предвосхищая это, нефтяные компании уже принялись делить сбытовые активы на внутреннем рынке, которые впоследствии позволят обезопасить собственные продажи от вытеснения их на экспорт. Такими активами выступят собственные сети АЗС, топливо-заправочные комплексы в аэропортах, бункеровочные активы в морских и речных портах. Активность на данном перделе будет преимущественно проходить в форме M&A, в меньшей степени за счет инвестиций в строительство. Примерами подобной активности являются:

- приобретения ТЗК (ТНК-ВР — Шереметьево, Кольцово; Роснефть — Внуково; Газпромнефть и Лукойл — 10-15 ТЗК в региональных центрах);
- расширение сетей АЗС всеми ВИНК путем как приобретения джобберов, так и greenfield строительства;
- приобретение бункеровочной инфраструктуры в портах Газпромнефтью и Роснефтью.

Влияние режима «60-66» на соотношение инвестиций в M&A и органическое развитие является дискуссионным вопросом. Однозначно можно утверждать, что M&A активность снизится в Downstream, что связано с необходимостью взять на себя обязательства по модернизации НПЗ в случае их приобретения. В условиях значительной инвестиционной нагрузки по имеющимся акти-

вам необходимость взять на себя капиталоемкие и срочные обязательства будет сдерживать активность в секторе. Примером может служить отмена (или отложение) сделки по покупке Зарубежнефтью Новошахтинского НПЗ, стоимость которого после введения режима значительно снизилась, а взятые в рамках четырехсторонних договоров инвестиционные обязательства требуют более \$2 млрд инвестиций. Исключением из правила может выступить НПЗ ЯНОС, принадлежащий на паритетных началах Газпромнефти и ТНК-ВР. В данном случае можно ожидать выкуп одной из сторон доли второго участника, вызванный невозможностью координировать масштабный проект по модернизации в условиях конфликта интересов и различий инвестиционных приоритетов.

В области M&A можно ожидать роста активности в секторе Upstream, где большую инвестиционную привлекательность имеют сулившие ранее низкую эффективность месторождения. В случае дополнения имеющихся мер налоговыми скидками для месторождений дополнительный интерес будет проявлен к месторождениям трудноизвлекаемой (в т.ч. в Арктике) и высоковязкой нефти. Это приведет к повышению активности ВИНК на аукционах по распределению лицензий на новые месторождения. Будут ли инвестиции в M&A выше инвестиций в органическое развитие, пока сказать сложно, так как снижение экспортной пошлины позволит повысить инвестиционную эффективность разработки остаточных запасов в неразбуренных зонах разрабатываемых месторождений.

В последние годы российские ВИНК набирают активность на международных рынках. Так, они имеют широкую географию активов в Upstream: странах СНГ, ЦВЕ, Ближнего Востока, Южной Америки и Африки. В переработке большая часть активов была приобретена до начала разработки «60-66». К новым активам можно отнести покупку доли в 4 НПЗ в Германии и решение о строительстве НПЗ Роснефтью в Китае. В секторе маркетинга нефтепродуктов новыми приобретениями являются сети АЗС в Казахстане и Таджикистане, активы ТЗК в зарубежных аэропортах для Газпромнефти и сеть АЗС в Нидерландах для Лукойла.

Налоговый режим «60-66» в перспективе (до 2015 г.) минимально влияет на рентабельность нефтяного бизнеса в целом, но с предусмотренным ростом пошлины на темные нефтепродукты в 2015 г. маржинальность бизнеса понизится. При условии снижения в 2015 г. объемов переработки нефти до 215 млн т валовая маржа для аналогичного набора установок, рассчитанная от нетбэка², снизится на 12% (рис. 3).



Рис. 3. Изменение валовой маржи нефтяной отрасли, рассчитанной от нетбэка

Снижение привлекательности ведения бизнеса в России, усиленное волатильностью налогового регулирования отрасли, при неизменности налогового законодательства и качественном инвестиционном климате в других странах приводит к росту привлекательности зарубежных инвестиций, в первую очередь в Upstream. Весьма вероятно, что взятый частными ВИНК курс на международную диверсификацию бизнеса будет продолжен. В ближайшие годы на первых полосах газет мы будем читать о масштабных приобретениях российских нефтяных компаний за рубежом.

Примечания

¹ При цене нефти \$100 / барр.

At Brent price equal \$100 / bbl.

² Без учета lifting-затрат, АУР, НДС при цене \$90 /барр.

Not taking into account lifting costs, G&A and MET at Brent equal \$90 /bbl.