



РОСТ НАЛОГОВ ДЛЯ РОССИЙСКИХ ЭКСПОРТЕРОВ НЕ ЗА ГОРАМИ?

Повышение налоговой нагрузки, предлагаемое Минфином, окажет значительный негативный эффект на российский нефтяной сектор и нефтесервисы

За прошлую неделю капитализация российских нефтяных компаний упала на 15% (порядка 16 млрд долл.), поскольку рынок сразу учел наиболее жесткий налоговый сценарий, предлагаемый Минфином. По нашим оценкам, предлагаемое Минфином повышение налогов окажет значительное негативное влияние на рентабельность российских нефтяных компаний (падение EBITDA может составить до 25%). В результате пострадают денежные потоки нефтяных компаний, что приведет к сокращению инвестпрограмм, падению прибылей и снижению дивидендных выплат.

Мы полагаем, что увеличение налоговой нагрузки может поставить под угрозу будущий профиль добычи нефти в России, особенно в Восточной Сибири. К тому же налоговые изменения повышают степень неопределенности в отношении долгосрочных налоговых правил, что может повлечь задержку или даже отмену некоторых новых перспективных проектов в России.

Негативные последствия повышения налогов на нефтяную отрасль могут быть преувеличены

Главы российских нефтяных компаний направили Президенту России В. Путину письмо, в котором говорится, что увеличение налоговой нагрузки может привести к нарушению ковенантов по займам и возможным кросс-дефолтам для ряда компаний.

По нашим оценкам, в 2016 году нарушение ковенантов маловероятно, однако, учитывая предполагаемые значительные негативные последствия для сектора (включая возможное сокращение объемов добычи нефти в России в средне- и долгосрочной перспективе), мы полагаем, что правительство вряд ли пойдет на то, чтобы в полном объеме принять предложение Минфина относительно нефтяного сектора.

Одним из сценариев является распределение дополнительной налоговой нагрузки между всеми секторами-крупнейшими экспортерами. По нашим оценкам, в рамках этого сценария EBITDA российских нефтяных компаний снизится не столь значительно (примерно до 10%). Решение в поддержку нефтяного сектора частично смягчит негативный настрой инвесторов в отношении российских нефтяных бумаг, в частности Роснефти и Сургутнефтегаза.

Другие экспортеры также могут стать источником дополнительных налогов, хотя их база сильно фрагментирована

Сфокусированность на экспорте предполагает риск увеличения налогового бремени для российского металлургического сектора, по крайней мере в наиболее прибыльных подсекторах. По нашим оценкам эффекта на EBITDA, наибольшие потери в этом случае понесет РУСАЛ, тогда как Северсталь и ММК пострадают меньше всех.

Существенная доля экспортной выручки и отличные показатели рентабельности российских производителей удобрений также несут в себе риски повышения налогов. По нашим оценкам, в этом случае производители могут потерять порядка 5-10% EBITDA.

Евгения Дышлюк+7 (495) 980 41 29 (доб. 5 41 29)
Evgenia.Dyshlyuk@gazprombank.ru**Александр Назаров**+7 (495) 980 43 81 (доб. 5 43 81)
Alexander.Nazarov@gazprombank.ru**Наталья Шевелёва**+7 (495) 983 18 00 (доб. 2 14 48)
Natalia.Sheveleva@gazprombank.ru**Михаил Ганелин**+7 (495) 983 18 00 (доб. 5 45 83)
Mikhail.Ganelin@gazprombank.ru**Гульнара Хайдаршина**+7 (495) 983 17 25 (доб. 2 17 25)
Gulnara.Khaidarshina@gazprombank.ru**Евгений Хилинский**+7 (495) 287 61 00 (доб. 5 16 43)
Evgeniy.Khilinskiy@gazprombank.ru**Константин Асатуров**+7 (495) 287 61 00 (доб. 5 45 84)
Konstantin.Asaturov@gazprombank.ru



Другой альтернативой может быть привлечение госдолга

Дефицит федерального бюджета РФ может быть профинансирован за счет госзаимствований. По нашим оценкам, без повышения налоговой нагрузки на экспортеров и сокращения государственных расходов правительству потребуется занять около 1 трлн руб.

Выпуск еврооблигаций в долларах США – в текущей ситуации остается под вопросом. Возможные альтернативы – выпуск облигаций в юанях на российском рынке (его емкость может быть увеличена за счет участия китайских инвесторов) или на долговом рынке материкового Китая. Последний вариант более предпочтителен, принимая во внимание планируемое смягчение требований к иностранным заемщикам и возможность использования привлеченных средств за пределами Китая.

Мы ожидаем, что в течение следующих нескольких недель российские регуляторы будут вести обширные дискуссии по вопросам увеличения налоговой нагрузки на нефтяную отрасль и других источников финансирования дефицита бюджета. Мы ожидаем, что определенное решение будет сформулировано к 25 октября – крайний срок внесения федерального бюджета на 2016 год в Госдуму.

I. ПОВЫШЕНИЕ НАЛОГОВ: НЕГАТИВНЫЕ ПОСЛЕДСТВИЯ ДЛЯ НЕФТЯНОГО СЕКТОРА МОГУТ БЫТЬ ПРЕУВЕЛИЧЕНЫ

Минфин предлагает повысить налоги на нефтяную отрасль

На прошлой неделе Министерство финансов РФ (Минфин) выступило с предложением повысить налоговую нагрузку на нефтяную отрасль. По оценкам ведомства, дополнительные поступления в бюджет от этого будут весьма существенны – 609 млрд руб., 525 млрд руб. и 476 млрд руб. в 2016, 2017 и 2018 годах соответственно.

Базовый сценарий Минфина предусматривает изменение ставки налога на добычу нефти (НДПИ) и – потенциально – экспортной пошлины на нефть. Что касается формулы расчета НДПИ, то ведомство предлагает снизить необлагаемый минимум, который сейчас составляет 15 долл., умноженные на средний обменный курс рубля к доллару США в течение налогового периода. По данным СМИ, предлагается взять средний курс рубля к доллару США за 2014 год, скорректированный на инфляцию, который составит 43,8 руб. в 2016 году, 47,1 руб. в 2017 году и 49,8 в 2018 году.

Другие сценарии Минфина предполагают отсрочку снижения экспортных пошлин на нефть и нефтепродуктов, вступившего в силу в рамках введенного с 1 января налогового маневра.

Предложения по увеличению налоговой нагрузки на нефтяной сектор не стало сюрпризом. В наших отчетах (см. Oil and Gas Weekly от [18 сентября](#) и [13 августа](#)) мы неоднократно говорили о том, что налоговый маневр в его текущем формате может не оказать желаемого эффекта на бюджет или ожидаемые инициативы правительства по увеличению налоговой нагрузки на нефтепродукты.

По нашим оценкам, в 2016 году, при цене на нефть в 50 долл./барр., предлагаемое изменение расчета НДПИ на добычу нефти приведет к повышению этого налога на 2,3 долл./барр., в то время как отмена снижения экспортной пошлины – на 4,8 долл./барр. (на одну только сырую нефть) (см. Таблицу 1).

Таблица 1. Предлагаемые изменения ставки НДПИ и экспортной пошлины на нефть

	2016		2017	
	ТЕКУЩАЯ ФОРМУЛА	ПРЕДЛАГАЕМАЯ ФОРМУЛА	ТЕКУЩАЯ ФОРМУЛА	ПРЕДЛАГАЕМАЯ ФОРМУЛА
Средняя цена на нефть, долл./барр.	50	50	50	50
Средний курс рубля к доллару США	63,5	38,42	63,5	38,42
ИПЦ в России (за предыдущий год)	14,7%	14,7%	9,0%	9,0%
НДПИ на нефть, долл./барр.	15,7	18,0	15,7	17,1
Экспортная пошлина на нефть, долл./барр.	13,0	17,8	11,5	17,8
% от цены на нефть	26%	36%	23%	36%

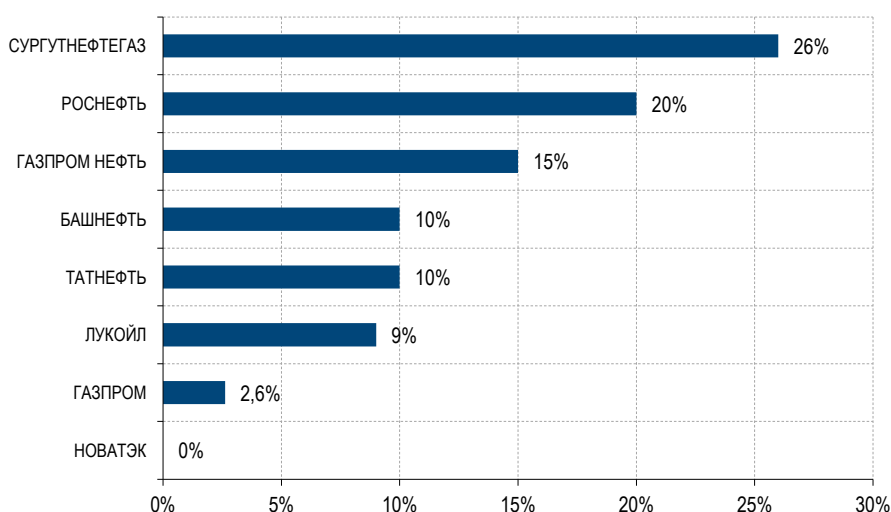
Источник: Bloomberg, ЦБ РФ, данные компаний, расчеты Газпромбанка

Предлагаемое увеличение налогов окажет значительный негативный эффект на рентабельность российских нефтяных компаний

Если предлагаемое увеличение налогов на нефтяную отрасль (+609 млрд руб. в 2016 году) будет распределено между компаниями примерно пропорционально их доле в общем объеме нефтедобычи в России, то сильнее всего повышение налогов затронет Роснефть – порядка 200 млрд руб. (20% от EBITDA за 2014 год), за которой последуют ЛУКОЙЛ – 95 млрд руб. (9% от EBITDA благодаря большой доле зарубежной добычи компании, включая проект «Западная Курна-2»), Сургутнефтегаз – 70 млрд руб. (26%) и Газпром нефть – 50 млрд руб. (15%) (см. диагр. 1). Татнефть и Башнефть (10%) будут чувствовать себя чуть лучше за счет налоговых льгот для многих месторождений, а НОВАТЭКа увеличение налогов практически не коснется.

В целом предлагаемое повышение налогов, если будет одобрено, окажет серьезное давление на денежные потоки российских нефтяных компаний, что в свою очередь выльется в сокращение инвестпрограмм, падение чистой прибыли и дивидендных выплат.

Диаграмма 1. Эффект от предлагаемого повышения налоговой нагрузки (+609 млрд руб. на сектор) на российские нефтегазовые компании (оценка, % от 2014 EBITDA)

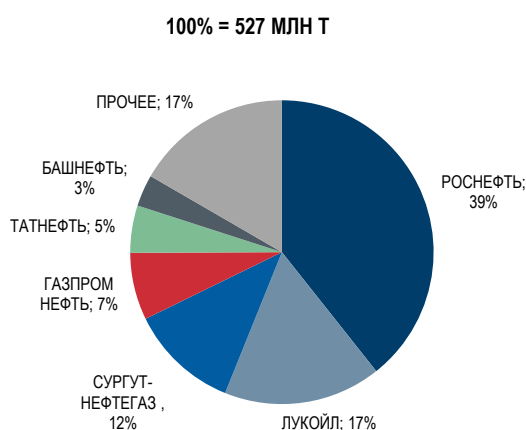


Источник: Ведомости, данные компаний, расчеты Газпромбанка

Роснефть, крупнейший производитель нефти, пострадает сильнее всех, что несет риски для будущей российской нефтедобычи

Для Роснефти, российского лидера по добыче и экспорту нефти (см. диагр. 2 и 3), эффект от предлагаемых налоговых изменений будет самым ощутимым в абсолютном выражении.

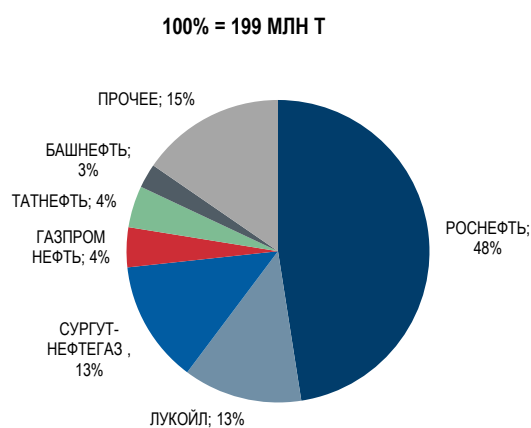
Диаграмма 2. Объем добычи нефти и конденсата* в России по компаниям в 2014 г.



* включая СП и ассоциированные компании

Источник: данные компаний, «Нефтяная торговля», расчеты Газпромбанка

Диаграмма 3. Экспорт нефти из России в страны дальнего зарубежья по компаниям в 2014 г.



Источник: данные компаний, «Нефтяная торговля», расчеты Газпромбанка

По нашим оценкам, любой из двух предложенных вариантов – изменение ставки НДС на добычу нефти или отмена снижения экспортной пошлины (только на сырую нефть) – увеличит налоговую нагрузку на компанию примерно на 3,3 млрд долл. (210 млрд руб.) и выльется в соответствующее снижение EBITDA (2016). Однако второй вариант, на наш взгляд, более благоприятен для финансовых показателей Роснефти, поскольку также предполагает отмену повышения экспортной пошлины на тяжелые нефтепродукты (мазут и проч.), что позволяет частично компенсировать негативный эффект от увеличения экспортной пошлины на нефть (см. таблицу 2).

Таблица 2. Эффект предлагаемых налоговых изменений на EBITDA Роснефти* (оценка)

	2016		2017	
	ТЕКУЩАЯ ФОРМУЛА	ПРЕДЛАГАЕМАЯ ФОРМУЛА	ТЕКУЩАЯ ФОРМУЛА	ПРЕДЛАГАЕМАЯ ФОРМУЛА
Средняя цена на нефть, долл./барр.	50	50	50	50
НДС на нефть, долл./барр.	15,7	18,0	15,7	17,1
Экспортная пошлина на нефть, долл./барр.	13,0	17,8	11,5	17,8
% от цены на нефть	26%	36%	23%	36%
Экспортная пошлина на бензин, долл./т	58	117	25	117
% от экспортной пошлины на нефть	61%	90%	30%	90%
Экспортная пошлина на нефту, долл./т	68	117	46	117
% от экспортной пошлины на нефть	71%	90%	55%	90%
Экспортная пошлина на легкие дистилляты, долл./т	38	86	25	86
% от экспортной пошлины на нефть	40%	66%	30%	66%

	2016		2017	
	ТЕКУЩАЯ ФОРМУЛА	ПРЕДЛАГАЕМАЯ ФОРМУЛА	ТЕКУЩАЯ ФОРМУЛА	ПРЕДЛАГАЕМАЯ ФОРМУЛА
Экспортная пошлина на тяжелые дистилляты, долл./т	78	86	84	86
% от экспортной пошлины на нефть	82%	66%	100%	66%
СЦЕНАРИЙ 1: ПОТЕНЦИАЛЬНЫЙ УБЫТОК ОТ ИЗМЕНЕНИЙ СТАВКИ НДС НА ДОБЫЧУ НЕФТИ				
млн долл.		-3 272		-2 003
млн руб.		-207 760		-127 200
СЦЕНАРИЙ 2:				
Потенциальный убыток от изменений экспортной пошлины на нефть:				
млн долл.		-3 341		-4 395
млн руб.		-212 123		-279 109
Потенциальная прибыль от изменения экспортной пошлины на нефтепродукты:				
млн долл.		1 175		1 316
млн руб.		74 592		83 555
Совокупный убыток в рамках Сценария 2:				
млн долл.		-2 166		-3 080
млн руб.		-137 531		-195 554

* Прогноз на основе операционных результатов Роснефти за 2014 г. (добыча и экспорт в страны дальнего зарубежья)

Источник: Ведомости, данные компаний, расчеты Газпромбанка

Учитывая, что у Роснефти один из самых высоких показателей долговой нагрузки в секторе, а также большая часть долга и капвложений номинированы в иностранной валюте, компания, скорее всего, ответит на увеличение налогов сокращением своей инвестиционной программы. На наш взгляд, это поставит под угрозу будущий профиль добычи нефти в России, и в частности в Восточной Сибири, а также возможность расширения экспортных поставок нефти по ВСТО в Китай.

На темпах развития ресурсной базы в Восточной Сибири, скорее всего, уже негативно сказалось введение США и ЕС отраслевых и финансовых санкций против российских нефтегазовых компаний. Тем не менее мы ожидали, что участие иностранных инвесторов в восточносибирских проектах Роснефти будет способствовать развитию добычи и транспортной инфраструктуры в регионе и, как следствие, окажет поддержку будущей добыче нефти в России.

В течение последних нескольких лет Роснефть активно привлекала партнеров из Азии и других регионов (см. таблицу 3). Однако предлагаемые налоговые изменения могут вызывать опасения в отношении устойчивости налогового режима российского нефтегазового сектора, что для инвесторов является важным фактором.

Таблица 3. Последние сделки Роснефти по привлечению иностранных инвесторов в проекты в Восточной Сибири

ДАТА	ИНВЕТОР	СУТЬ СДЕЛКИ	МЕСТОРОЖДЕНИЕ/РЕГИОН
2013	CNPC (Китай)	Создание совместного предприятия (СП)	Разведка и добыча на месторождениях Восточной Сибири (Среднеботуобинское и другие месторождения)
2014	CNPC (Китай)	Рамочное соглашение о продаже 10%-ной доли	Ванкорнефть (Ванкорское, Лодочное, Сузунское и Тагульское), Восточная Сибирь
Лето 2015	BP	Продажа 20%-ной доли	Таас-Юрях (Среднеботуобинское месторождение, Восточная Сибирь)
Сентябрь 2015	ONGC (Индия)	Продажа 15%-ной доли	Ванкорнефть (Ванкорское, Лодочное, Сузунское и Тагульское), Восточная Сибирь
Сентябрь 2015	China Petrochemical Corporation (Sinopec) (Китай)	Соглашение о возможном сотрудничестве и продаже до 49%	Русское и Юрубчено-Тохомское месторождения, Восточная Сибирь
Текущая	Skyland Petroleum Group (китайские и восточноазиатские инвесторы)	Продажа 10%-ной доли	Таас-Юрях (Среднеботуобинское месторождение, Восточная Сибирь)
Текущая	Mubadala (ОАЭ)	Продажа доли	Среднеботуобинское и Верхнечонское месторождения, Восточная Сибирь

Источник: Интерфакс, Bloomberg, СМИ, данные компаний

Мы полагаем, что значительная часть перспективных нефтяных проектов в России, скорее всего, не будет затронута, поскольку существующая налоговая система предоставляет значительные налоговые льготы для новых месторождений на приемлемый период времени. Кроме того, по некоторым проектам минимальная ВНД (внутренняя норма доходности) гарантирована на уровне 16%, что частично хеджирует их от рисков повышения налогов. Тем не менее планирование новых проектов требует определенной уверенности в устойчивости правил налогообложения. Предлагаемые изменения повышают степень неопределенности в отношении налоговых правил в долгосрочной перспективе и, таким образом, могут привести к задержке или даже к отмене реализации некоторых перспективных новых проектов, в том числе в российской Арктике, что является еще одним аргументом против повышения налогов.

Возможно ослабление спроса на нефтесервисные услуги, импортозамещение в секторе может замедлиться

На наш взгляд, российская нефтесервисная отрасль первой почувствует негативный эффект в случае одобрения предлагаемых налоговых изменений – в ответ российские нефтяные компании могут сократить расходы на бурение и прочие нефтесервисные услуги уже в 4К15. Снижение капвложений в нефтяном секторе в 2015 году, хоть и не полностью отразит повышение налогового бремени, но будет достаточным, чтобы оказать негативное давление на российский нефтесервис. В долгосрочной перспективе высокая налоговая нагрузка на нефтяной сектор существенно замедлит темпы реализации программы импортозамещения нефтесервисного оборудования, включая проекты, поддерживаемые российским государством.

Рынок и российские нефтяники жестко отреагировали на предложение повысить налоговую нагрузку на отрасль

Реакция рынка на предложение Минфина была сильной: капитализация российских нефтяных компаний на прошлой неделе упала на 15% (порядка 16 млрд долл.), поскольку рынок сразу учел наиболее жесткий налоговый сценарий Минфина.

Российские нефтяные компании отреагировали также жестко – главы Роснефти, ЛУКОЙЛа, Газпром нефти, Сургутнефтегаза, Башнефти, Зарубежнефти и НКК направили письмо Президенту России Владимиру Путину, в котором говорится, что увеличение налоговой нагрузки может привести к нарушению ковенантов по займам и кросс-дефолтам для ряда компаний.

По нашим оценкам, в 2016 году нарушение ковенантов (как правило, происходит при уровне 3,0-3,5х по показателю «чистый долг/ЕБИТДА») российскими нефтяными компаниями маловероятно (см. таблицу 4)

Тем не менее, учитывая предполагаемые значительные негативные последствия для сектора, в том числе возможное сокращение объемов добычи нефти в России в средне- и долгосрочной перспективе, мы полагаем, что правительство вряд ли пойдет на то, чтобы принять предложение Минфина в его полном объеме в отношении нефтяного сектора. Министр энергетики Александр Новак высказывался в пользу сохранения текущего налогового режима для российского нефтегазового сектора.

Таблица 4. Оценка налоговой нагрузки* российских нефтегазовых компаний после предлагаемого повышения налогов

	РОСНЕФТЬ	ЛУКОЙЛ	ГАЗПРОМ НЕФТЬ	ГАЗПРОМ
Общий долг/ЕБИТДА 1П15	2,9х	1,0х	1,9х	1,3х
Чистый долг/ЕБИТДА 1П15	2,3х	0,8х	1,5х	0,7х
Общий долг/ЕБИТДА конец 2016	3,5х	1,1х	2,2х	1,2х
Чистый долг/ЕБИТДА конец 2016	2,8х	0,9х	1,8х	0,7х
Общий долг на конец 2016, млрд руб.	3 013	723	569	2 554
Чистый долг на конец 2016, млрд руб.	2 419	571	450	1 449

* при условии 100%-ного рефинансирования текущих займов

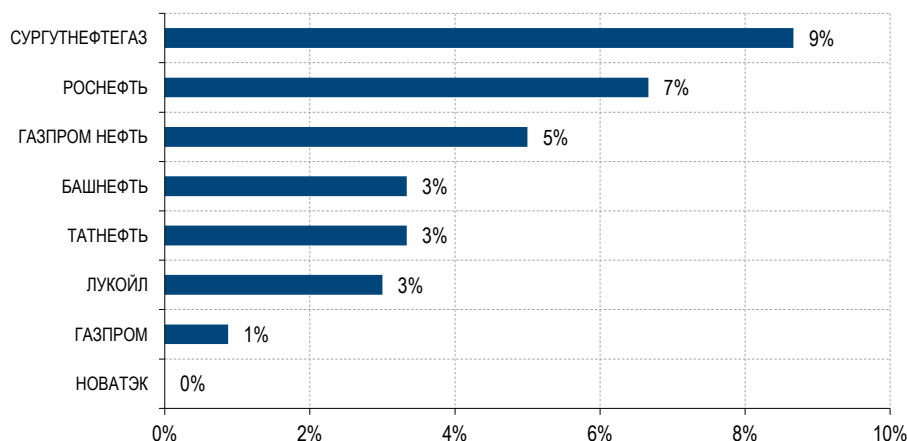
Источник: данные компании, расчеты кредитных аналитиков Газпромбанка

Негативные последствия повышения налогов для нефтяного сектора могут быть преувеличены

По одному из сценариев, дополнительные средства для федерального бюджета (609 млрд руб., 525 млрд руб. и 476 млрд руб. в 2016, 2017 и 2018 годах соответственно) могут быть получены из других источников, т.е. путем повышения налоговой нагрузки для всех основных экспортеров, а не только для нефтяного сектора. Эту гипотезу подтверждает поручение Владимира Путина правительству изучить возможность направления в федеральный бюджет дополнительных доходов российских экспортеров, полученных в результате девальвации рубля.

По нашим оценкам, в рамках этого сценария дополнительная общая налоговая нагрузка на нефтяной сектор в 2016 году составит примерно 200 млрд руб. вместо 609 млрд руб. В этом случае ЕБИТДА российских нефтяных компаний пострадает не так сильно – снижение в целом по сектору не превысит 9% (см. диагр. 4).

Диаграмма 4. Эффект от предлагаемого повышения налоговой нагрузки (+200 млрд руб. на сектор) на российские нефтегазовые компании (оценка, % от 2014 EBITDA)



Источник: данные компании, расчеты Газпромбанка

На наш взгляд, в настоящее время рынок учитывает наиболее консервативный сценарий, т.е. изначальное предложение Минфина по повышению налогов, тогда как решение повысить налоговую нагрузку не только на нефтяной сектор позволит частично нивелировать преобладающий на прошлой неделе негативный настрой инвесторов по отношению к российским нефтяным бумагам, особенно к акциям Роснефти и Сургутнефтегаза.

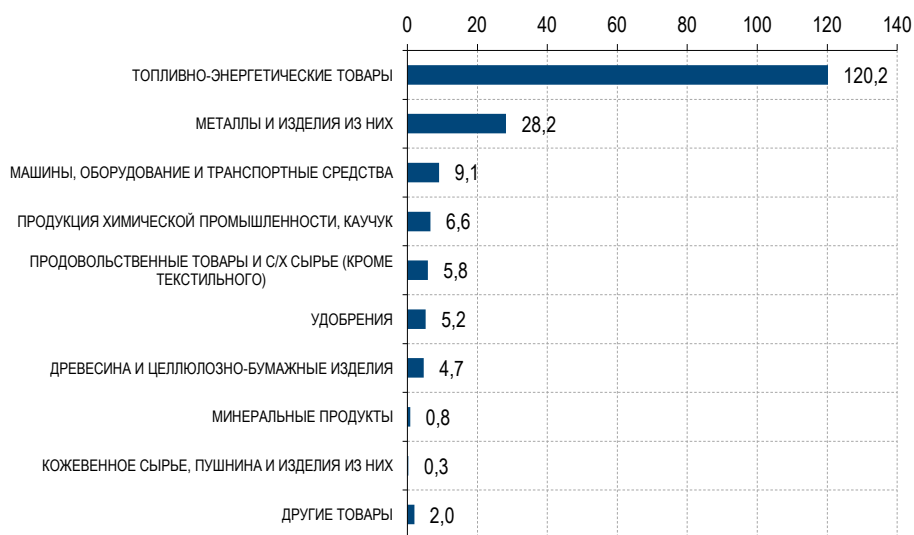
Мы ожидаем, что в течение следующих нескольких недель российские регуляторы будут вести обширные дискуссии по вопросам увеличения налоговой нагрузки на нефтяную отрасль и других источников финансирования дефицита бюджета. Мы ожидаем, что определенное решение будет сформулировано к 25 октября – крайний срок внесения федерального бюджета на 2016 год в Госдуму.

II. КАКИЕ ЕЩЕ СЕКТОРА МОГУТ СТОЛКНУТЬСЯ С ПОВЫШЕНИЕМ НАЛОГОВОЙ НАГРУЗКИ?

Прочие сектора, хоть и существенно отстают от нефтегазового по экспортной выручке, могут также выступать источником дополнительных налогов

По данным Федеральной таможенной службы РФ, по итогам 7М15 вторым по величине экспортером после нефтегазового сектора стал металлургический, за которым последовали машиностроение, химический сектор, сектор продуктов питания и сельхозпродукции, а также удобрений (см. диагр. 5). В совокупности эти они получили порядка 55 млрд долл. экспортной выручки против 120 млрд долл. нефтегазового сектора. Это предполагает, что, несмотря на их высокую фрагментированность, они тоже могут попасть под увеличение налоговой нагрузки.

Диаграмма 5. Сектора-крупнейшие экспортеры по экспортной выручке за 7М15, млрд долл.



Источник: Федеральная таможенная служба РФ, расчеты Газпромбанка

Сфокусированность на экспорте предполагает риск увеличения налогового бремени для российского металлургического сектора, по крайней мере в наиболее прибыльных подсекторах

По нашим оценкам, основанным на данных Федеральной таможенной службы РФ, на долю металлургических компаний по итогам 7М15 пришлось 15% совокупной выручки от экспорта из России (31,8 млрд руб., из которых 28,2 млрд руб. – экспорт в страны дальнего зарубежья). Мы ожидаем, что во втором полугодии этого года экспортная выручка сектора в долларовом выражении снизится вследствие падения цен на сырьевые товары (в среднем на 11% и 25% на определенные виды металлов в долларовом выражении) по сравнению с уровнями 1П15).

Таблица 5. Экспортная выручка российской металлургической отрасли в 7М15, по подсекторам

	млн долл.	% от совокупного экспорта из России
Черная металлургия	9 456	4,5%
Медь	1 854	0,9%
Никель	1 470	0,7%
Алюминий	3 992	1,9%
Итого черная металлургия и базовые металлы	20 298	9,6%
Железная руда	652	0,3%
Уголь	5 557	2,6%
Кокс	231	0,1%
Итого железная руда, уголь и кокс	6 440	3,1%
Драгоценные камни и металлы	5 058	2,4%
Итого металлы и драгоценные камни	25 356	12,0%
Итого металлургия и горная добыча	31 796	15,1%

Источник: Российский таможенный союз, расчеты Газпромбанка

Сфокусированность на экспорте предполагает риск увеличения налогового бремени для российского металлургического сектора, по крайней мере в наиболее прибыльных подсекторах. В качестве аргумента против повышения налогов отметим, что резкое снижение цен на сырьевые товары в последние годы негативно сказалось на финансовых показателях некоторых российских производителей (Мечел – яркий тому пример). В сегменте черной металлургии рентабельность экспортных продаж в настоящее время находится на очень низком уровне.

Кроме того, только затраты на коксующийся уголь, железную руду и лом (цены на которые коррелируют с глобальными долларовыми ценами на соответствующее сырье) занимают более 50% в денежных затратах российских стальных компаний, т.е. занимают значительную долю дополнительных рублевых доходов.

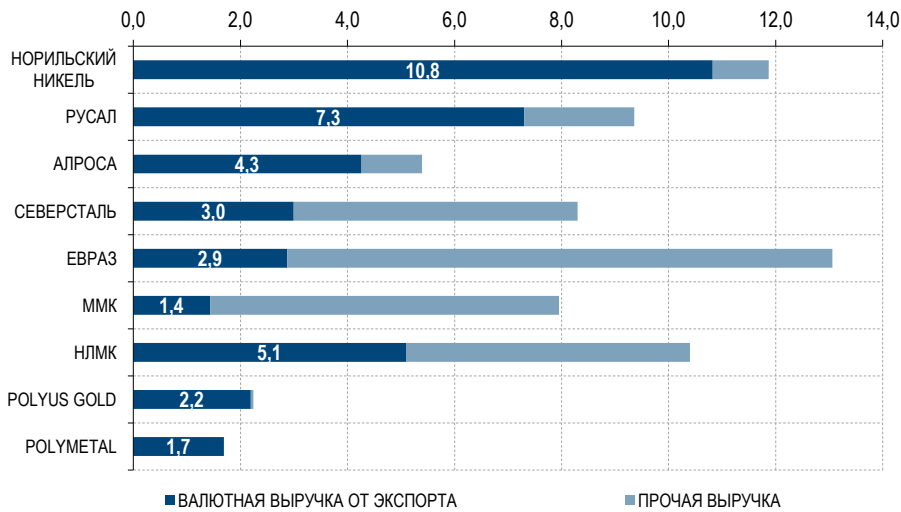
Наконец, изменения в налогообложении для металлургической отрасли должны быть скоординированы с вступлением России в ВТО.

Недавно некоторые регулирующие органы заявляли, что предложения повысить налоговую нагрузку применительно к металлургическому сектору не рассматриваются. В целом, учитывая весьма неоднородные показатели рентабельности в подсекторах металлургии, разработать и внедрить общий механизм повышения налоговой нагрузки на сектор было бы проблематично.

Касательно покрываемых нами металлургических компаний отметим, что они получают в среднем 55% своей выручки от экспорта; у компаний черной металлургии доля экспорта в выручке ниже – в среднем лишь 30%.



Диаграмма 6. Структура выручки металлургических компаний в 2014 г. (оценка), млрд долл.

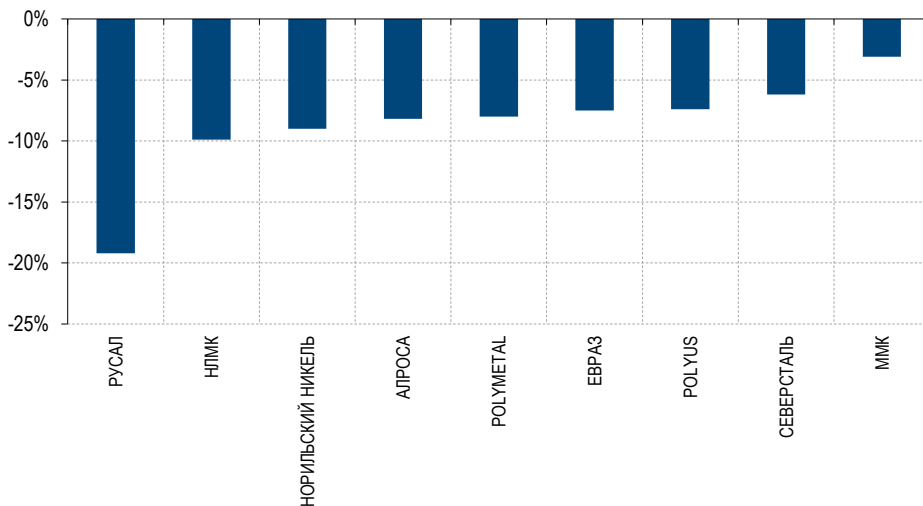


Источник: данные компании, расчеты Газпромбанка

Если налоговая нагрузка все же будет повышена для металлургического сектора, то, по нашим оценкам эффекта на EBITDA, наибольшие потери понесет РУСАЛ, тогда как Северсталь и ММК пострадают меньше всех.

Поскольку мы не имеем представления о возможных сценариях увеличения налоговой нагрузки на металлургов, мы оцениваем чувствительность EBITDA покрываемых нами компаний к 5% процентному налогу с экспортной выручки.

Диаграмма 7. Оценка чувствительности EBITDA российских металлургических компаний к 5%-ному налогу с экспортной выручки в 2016 г. (в долларовом выражении)

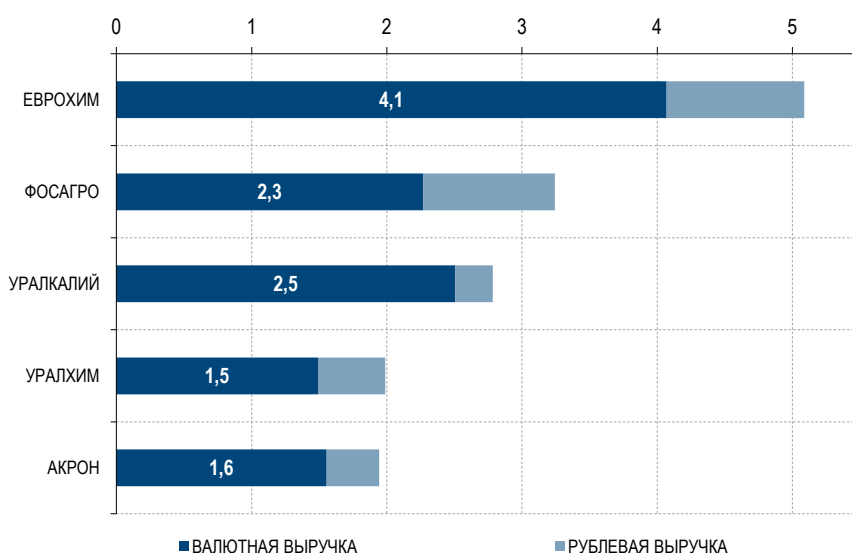


Источник: данные компании, расчеты Газпромбанка

Высокая доля экспортной выручки и отличные показатели рентабельности российских производителей удобрений также несут в себе риски повышения налогов

Ни для кого не секрет, что наибольшую выгоду из текущей макроэкономической ситуации в стране извлекают производители удобрений. По данным Федеральной таможенной службы РФ, в 2014 году производители удобрений экспортировали продукции почти на 9 млрд долл. (342 млрд руб.), и мы ожидаем, что в 2015 году эта сумма вырастет до 9,5 млрд долл. (570 млрд руб.). Крупнейшие производители генерируют 70-90% выручки от экспортных продаж (см. диагр. 8) и в этом году смогут удвоить рублевую EBITDA. Прогнозная рентабельность по EBITDA оценивается нами в диапазоне от 40% (Акрон) до 60% (Уралкалий). Это значительно выше среднемирового показателя в секторе производства удобрений.

Диаграмма 8. Структура выручки производителей удобрений в 2014 г. (оценка), млрд долл.



Источник: данные компании, расчеты Газпромбанка

Предложения ввести экспортные пошлины на удобрения периодически поступают от российских чиновников, но они готовы от них отказаться, если производители заморозят контрактные цены на внутреннем рынке. Подобная риторика звучала уже в феврале прошлого года, и производители временно заморозили внутренние цены, но, похоже, после августовской девальвации рубля они стали снова расти, чем вызвали недовольство российского правительства и президента. Риск введения экспортных пошлин на удобрения в текущих условиях стал еще выше.

Вопрос в том, каким может оказаться размер экспортных пошлин? Правительство уже вводило экспортные пошлины на удобрения в 2008-2009 гг.: 5% на калийные и азотные удобрения и 8,5% – на фосфатные и комплексные. Если предположить, что в этот раз правительство пойдет по тому же пути, дополнительная совокупная налоговая нагрузка на сектор составит порядка 600 млн долл. (38 млрд руб.). Согласно такому сценарию, все российские производители удобрений могут потерять 5-10% EBITDA (см. таблицу 6). В случае более существенного роста налогов EBITDA компаний снизится пропорционально.

Таблица 6. Оценка влияния возможного введения экспортной пошлины на российских производителей удобрений

	ЕВИТДА 2015П, МЛН ДОЛЛ.	ПРЕДПОЛАГАЕМЫЙ РАЗМЕР ПОШЛИНЫ	ЭФФЕКТ НА ЕВИТДА, %
Уралкалий	1 803	5,0%	-6,0%
ФосАрго	1 395	8,5%	-10,0%
Акрон	786	5,0%	-5,0%

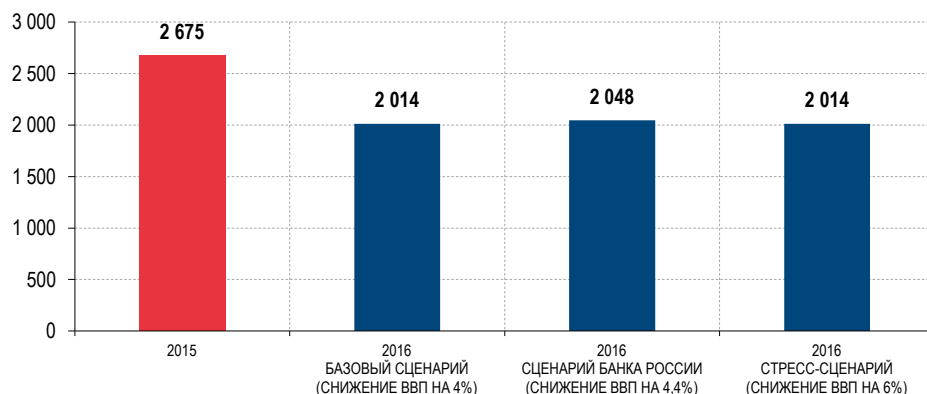
Источник: расчеты Газпромбанка

На наш взгляд, вопрос о введении дополнительных налогов для российских производителей удобрений остается открытым. Вице-премьер Аркадий Дворкович заявил, что для федерального бюджета налоговые поступления от сектора не столь значительны. Кроме того, производители удобрений, скорее всего, снова согласятся заморозить цены на внутреннем рынке, чтобы избежать повышения налогов. Если налоги на сектор все-таки будут увеличены, мы ожидаем, что компании уменьшат свои капвложения и сократят дивидендные выплаты.

III. ГОСЗАИМСТВОВАНИЯ МОГУТ БЫТЬ ЕЩЕ ОДНИМ СЦЕНАРИЕМ

Исходя из предложения Минфина, дефицит бюджета РФ в 2016 году оценивается в 3% от ВВП. В рамках базового сценария (снижение ВВП на 4% в 2015 году) дефицит федерального бюджета составит порядка 2 трлн руб., т.е. на 25% ниже, чем было заложено в бюджете на 2015 год (см. диагр. 9). Ситуация не критичная, но вопрос, как покрыть дефицит бюджета без деструктивных последствий для российской экономики, остается главным на повестке.

Диаграмма 9. Прогнозный дефицит федерального бюджета РФ в 2016 году, млрд руб.



Источник: Министерство финансов РФ, расчеты Газпромбанка

Наиболее обсуждаемый подход к финансированию дефицита бюджета-2016, предполагающий значительное увеличение бюджетных доходов через повышение налоговой нагрузки на «выручку от девальвации» ключевых российских экспортеров, в текущей экономической ситуации может, на наш взгляд, оказаться не самым эффективным и способен еще больше усугубить рецессию в условиях снижения инвестиционной активности.

Второй вариант – существенное сокращение госрасходов – тоже не столь прогрессивен, поскольку основными расходными статьями бюджета являются оборона, соцзащита и пенсионное обеспечение. По нашим оценкам, потенциальное снижение госрасходов (329 млрд руб.) (см. таблицу 7) можно легко заменить другими источниками финансирования (в основном средствами из Резервного фонда – Минфин готов выделить на эти цели до 1 трлн руб.).

На наш взгляд, наиболее предпочтительным и эффективным способом покрытия дефицита бюджета могут стать госзаимствования. На текущий момент государственный долг РФ находится на низком уровне (13,4% от ВВП по состоянию на 2014 год), а значит возможности для его увеличения в 2016 году довольно обширны.

Таблица 7. Сценарии финансирования дефицита федерального бюджета в 2016 году, млрд руб.

СЦЕНАРИЙ 1: СОКРАЩЕНИЕ РАСХОДОВ И УВЕЛИЧЕНИЕ НАЛОГОВОЙ НАГРУЗКИ		СЦЕНАРИЙ 2: ДОПОЛНИТЕЛЬНЫЕ ГОС. ЗАИМСТВОВАНИЯ	
Дефицит бюджета - ВСЕГО	2 014	Дефицит бюджета - ВСЕГО	2 014
Сокращение гос. расходов	329	Сокращение гос. расходов	-
Новые гос. заимствования	260	Новые госзаимствования	1 014
Заморозка накопительной части пенсий	344	Заморозка накопительной части пенсий	-
Резервный фонд*	481	Резервный фонд*	1 000
Дополнительная налоговая нагрузка на российских экспортеров	600	Дополнительная налоговая нагрузка на российских экспортеров	-

* 4,7 трлн руб. по состоянию на 1 сентября 2015 г.

Источник: Минфин РФ, расчеты Газпромбанка



По нашим оценкам, для финансирования дефицита бюджета без увеличения налоговой нагрузки на российских экспортеров и сокращения государственных расходов правительству РФ необходимо занять порядка 1 трлн руб. (при условии, что расходы Резервного фонда на покрытие дефицита бюджета ограничатся 1 трлн руб.). Основные вопросы заключаются в том, где предпочтительней занимать и каковы перспективы размещения долга в необходимом объеме.

По нашим оценкам, потенциально в государственном и негосударственном сегментах внутреннего рынка облигаций в следующем году можно будет разместить долговые бумаги на сумму не более 1,3 трлн руб. Если Минфин решит воспользоваться внутренними заемными ресурсами, около 80% свободной долговой емкости будет занято государством, и могут пострадать другие российские эмитенты.

Таким образом, наиболее эффективный подход к финансированию дефицита бюджета (без существенного повышения налогов и использования мер по сокращению госрасходов), который одновременно мог бы решить проблему ограниченной емкости внутреннего долгового рынка – внешние заимствования. Дефицит федерального бюджета РФ может быть профинансирован за счет госзаимствований. По нашим оценкам, без повышения налоговой нагрузки на экспортеров и сокращения государственных расходов правительству потребуется занять около 1 трлн руб.

Выпуск еврооблигаций в долларах США в текущей ситуации – под вопросом. Возможными альтернативами являются выпуск облигаций в юанях на российском рынке (его емкость может быть увеличена за счет участия китайских инвесторов) или на долговом рынке материкового Китая. Последний вариант более предпочтителен, принимая во внимание планируемое смягчение требований к иностранным заемщикам и возможность использования привлеченных средств за пределами Китая.

Диаграмма 10. Финансирование дефицита федерального бюджета через выпуск гособлигаций в 2016 г.: на внутреннем рынке, млрд руб.



Источник: C-bonds, расчеты Газпромбанка

Диаграмма 11. Финансирование дефицита федерального бюджета через выпуск гособлигаций в 2016 г.: на рынке материкового Китая, млрд руб.



Источник: C-bonds, расчеты Газпромбанка

Департамент анализа рыночной конъюнктуры

+7 (495) 983 18 00**ПРОДАЖА ИНСТРУМЕНТОВ ФОНДОВОГО РЫНКА****+7 (495) 988 23 75****ПРОДАЖА ДОЛГОВЫХ ИНСТРУМЕНТОВ****+7 (495) 983 18 80****ТОРГОВЛЯ НА ФОНДОВОМ РЫНКЕ****+7 (495) 988 24 10****ТОРГОВЛЯ НА ДОЛГОВОМ РЫНКЕ****+7 (499) 271 91 04**

Copyright © 2003 – 2015. «Газпромбанк» (Акционерное общество). Все права защищены

Данный отчет подготовлен аналитиками «Газпромбанка» (Акционерного общества) (далее — ГПБ (АО)) на основе публичных источников, заслуживающих, на наш взгляд, доверия, однако ГПБ (АО) не осуществляет проверку представленных в этих источниках данных и не несет ответственности за их точность и полноту. Представленные в отчете мнения и суждения отражают только личную точку зрения аналитиков относительно финансовых инструментов, эмитентов, описываемых событий и анализируемых ситуаций. Мнение ГПБ (АО) может отличаться от мнения аналитиков. Отчет соответствует дате его публикации и может изменяться без предупреждения, в том числе в связи с появлением новых корпоративных и рыночных данных. ГПБ (АО) не обязан обновлять, изменять или дополнять данный отчет или уведомлять кого-либо об этом. Аналитические материалы по эмитентам, финансовым рынкам и финансовым инструментам, содержащиеся в отчете, не претендуют на полноту. Информация, содержащаяся в данном отчете или приложениях к нему, представляется исключительно в информационных целях и не является советом, рекомендацией, предложением купить или продать ценные бумаги или иные финансовые инструменты, офертой или рекламой, если иное прямо не указано в настоящем отчете или приложениях к нему. Финансовые инструменты, упоминаемые в данном отчете, могут быть не подходящими инструментами инвестирования для определенных инвесторов. Отчет может содержать информацию о финансовых инструментах, недоступных для покупки или продажи непрофессиональными участниками рынка. Отчет не может служить основанием для принятия инвестиционных решений. Инвесторы должны принимать инвестиционные решения самостоятельно, привлекая собственных независимых консультантов, если сочтут это необходимым. Ни аналитики, ни ГПБ (АО) не несут ответственность за действия, совершенные на основе изложенной в этом отчете информации. ГПБ (АО) и/или его сотрудники могут иметь открытые позиции, осуществлять операции с ценными бумагами или финансовыми инструментами, выступать маркет-мейкером, агентом организатором, андеррайтером, консультантом или кредитором эмитента ценных бумаг или финансовых инструментов, упомянутых в настоящем отчете.
