«РуссНефть»: первый «падший ангел»

Сергей Лялин

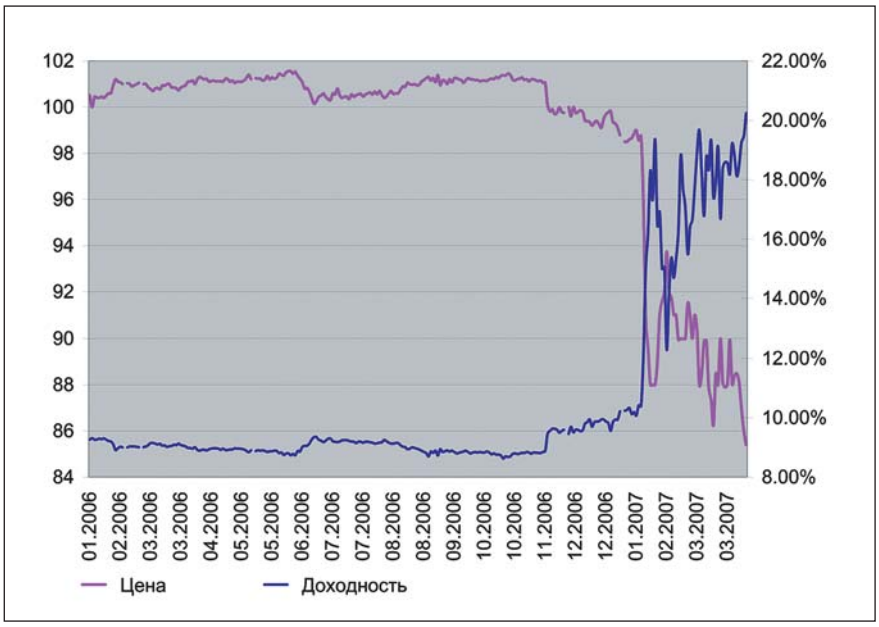
Главной тенденцией на рынке облигаций становится идея расширения спредов между первым-вторым и третьим эшелонами облигаций. Если посмотреть на котировки корпоративных бумаг, то можно будет насчитать уже почти с десяток компаний, чьи бумаги торгуются на уровнях доходности, близких к 20% годовых и выше. В мировой практике в сегменте junk bonds принято выделять компании, которые изначально выходили на рынок как высокорисковые, и компании, которые «деградировали» до этого состояния, хотя некогда были компаниями с инвестиционным рейтингом. Последние принято называть «падшими ангелами». Похоже, первый «падший ангел» теперь есть и в России: есть все основания считать таковой компанию «РуссНефть».

Облигации «РуссНефти» объемом 7 млрд рублей были размещены в декабре 2005 года с купоном на первые три года 9.25% (эффективная доходность 9.46%). Бумаги погашаются в декабре 2010 года, предусмотрена оферта по номиналу 12 декабря 2008 года. Организатором выпуска выступил «Альфа-Банк», в синдикат вошли Газпромбанк, Райффайзенбанк, Банк «СОЮЗ», ИБ «ТРАСТ», Промышленно-строительный банк, «Ренессанс Капитал». Ближайшая дата выплаты купона по облигациям компании — 15 июня текущего года.

После размещения бумага стабильно торговалась выше номинала. Первый «звоночек» прозвенел в середине ноября 2006 года: в этот день бумаги компании впервые ушли по цене ниже номинала, торги закрылись по цене 99.81. Дальше цены колебались в диапазоне 99–100. Обвал начался 29 января — после сообщений в прессе о том, что МВД РФ начало расследование в отношении компании «РуссНефть», связанное с неуплатой налогов при продаже нефти ее тремя дочерними компаниями, на рынке начались активные продажи облигаций. Согласно СМИ, в офисах «РуссНефти» были проведены обыски, а основной акционер компании Михаил Гуциериев и ряд менеджеров были допрошены в качестве свидетелей. Одной из косвенных причин, по которой возникли данные претензии, называется участие компании в скупке активов ЮКОСа до начала официальной процедуры банкротства. Котировки облигаций «РуссНефти» упали 29 января до 96% от номинала, 30 января — до 91%, 31 января — до 89.5%. В феврале-марте на фоне отсутствия новостей по ситуации вокруг компании котировки двигались в диапазоне 86–90%, что соответствует доходности к оферте на уровне 16.73–20.03% годовых. Примечательно, что ликвидность бумаг «РуссНефти» фактически не изменилась: среднедневной оборот по бумаге составляет несколько десятков миллионов рублей, сделки проходят ежедневно. Оборот на ММВБ за март 2007 года составил 1.04 млрд руб. — всего в полтора раза меньше, чем в марте 2006 года (1.6 млрд руб.).

С момента обвала котировок прошло уже более двух месяцев, а развития событий в ситуации вокруг компании не происходит — при этом, однако, котировки бумаг остаются на низком уровне. Однако и дальнейшего снижения котировок не происходит, т.е. рынок находится в равновесии. Данная ситуация, по всей видимости, говорит о том, что участники рынка не имеют четкого представления о дальнейшем развитии событий вокруг «РуссНефти». Позитивные новости или слухи могут восстановить ценовые уровни, а негативные — «провалить» цены еще ниже. Дискомфорта инвесторам добавляет и фактическое отсутствие реакции со стороны самой компании.

Цена и доходность к оферте по облигациям «РуссНефти»



Своим мнением о возможном развитии ситуации с Cbonds Review поделились ведущие аналитики долгового рынка.

Мнение

Михаил Галкин,
«МДМ-Банк»

Дефолта, вероятнее всего, не будет. На наш взгляд, наиболее вероятны два сценария развития событий. В рамках первого сценария история с уголовными делами и обысками не получает продолжения, и компания продолжает развиваться в нормальном режиме. В рамках второго сценария акционеры «РуссНефти» уступают контроль над компанией крупной нефтегазовой корпорации (вероятнее всего — государственной). Такое развитие событий наиболее благоприятно для кредиторов «РуссНефти». Сценарий, в рамках которого сама компания и ее ключевые операционные «дочки», выступающие поручителями по займу, теряют платежеспособность (например, в результате получения крупных налоговых претензий или отзыва ключевых лицензий), нам кажется крайне маловероятным.

Мнение

Никита Гусаков,
вице-президент, начальник отдела
по организации выпусков рублевых облигаций,
«Ситигруп»

Мне кажется, что дефолта ожидать преждевременно. На российском рублевом рынке уже было несколько подобных случаев, когда на фоне негативных корпоративных новостей резко снижалась цена облигаций («ПРОТЕК», «ВымпелКом», «Альфа-Эко»). Однако, как правило, реакция рынка была краткосрочной, и после нормализации ситуации на корпоративном уровне ситуация на долговом рынке полностью восстанавливалась.

В случае «РуссНефти» характерными факторами являются достаточно большие обороты торгов и существенный объем спроса на определенных уровнях поддержки. Это может свидетельствовать о наличии инвесторов, уверенных в восстановлении котировок.

С другой стороны, некоторым настораживающим фактором является отсутствие новостей о развитии ситуации в компании. В связи с этим котировки находятся на уровне 86–90% от номинала в течение достаточно длительного периода.

Котировки могут начать восстановление либо при появлении позитивных новостей о развитии ситуации, либо после выплаты купона, что также даст определенный комфорт инвесторам.

Мнение

Максим Раскоснов,
Райффайзенбанк

Я почти уверен, что дефолта не будет: наличие поручительств от операционных компаний, которые владеют лицензиями на добычу на крупных месторождениях, является фундаментом для такого мнения. Также определенную степень комфорта добавляет тот важный факт, что крупным акционером одного из поручителей по займу — «Варьеганнефти» — является компания Glencore (один из крупнейших в мире трейдеров по нефти и нефтепродуктам — *прим. Cbonds Review*). Да и в целом есть достаточно оснований считать, что «РуссНефть» — это достаточно эффективное и динамичное предприятие, хотя и с высокой долговой нагрузкой. При текущих ценах на нефть финансы компании, судя по всему, должны выглядеть вполне достойно.

Но вот отношение компании к участникам рынка представляется, мягко говоря, излишне пренебрежительным. В сложившейся ситуации гораздо более адекватным шагом было бы рассказать о том, с чем связаны последние события, более четко обозначив позицию компании. «Сон разума порождает монстров» — в отсутствие информации рынок живет эмоциями и слухами.

Финансовая прозрачность компании также не выдерживает критики: публикация отчетности по МСФО за 2005 год была обещана в середине осени 2006 года. На дворе уже середина весны 2007 года, но когда появится отчетность — до сих пор неизвестно. В итоге лично я чувствую себя несколько некомфортно: в конце лета на основании сводной отчетности по РСБУ мы поставили рекомендацию «покупать» по бумагам «РуссНефти», рассчитывая на то, что компания выполнит обещание и опубликует отчетность. Отчетности нет, бумаги стоят 85–90% от номинала, доходность выше 15%, и похоже, что компанию это не очень беспокоит.