Денис ПОРЫВАЙ,
аналитик, Райффайзенбанк

Затяжные военные конфликты на Ближнем Востоке и в Северной Африке стали причиной взлета цен на нефть сорта Brent до $126 за баррель в апреле 2011 года. Но в отличие от роста котировок в 2003–2008 гг. скачок цен 2011 года был связан в основном с ограниченным предложением и в гораздо меньшей степени с ростом спроса. К середине лета, на фоне слабеющей мировой макростатистики и долговых проблем Греции и Португалии, цена нефти снизилась на 10% относительно апрельских пиков. Хотя ливийская проблема и отошла на второй план, в мире все еще сохраняется серьезная геополитическая напряженность.

Анна ЮДИНА,
аналитик, Райффайзенбанк

Рыночное топливо

Важным фактором поддержки нефтяного рынка является премия за риск неопределенности, которая образовалась в результате притока спекулятивного капитала в сырьевые активы, в частности из-за опасений дефолта США. Поскольку данная проблема отложена лишь на время, то полностью премия нивелирована не будет, что продолжит оказывать позитивное влияние на сырьевые рынки. Правда, если в экономике США начнется рецессия, на приближение которой указывает замедление роста ВВП, а опасения по поводу дефолта по казначейским бондам Штатов снизятся, нефть может значительно подешеветь.

На июньском заседании ОПЕК министры нефти не смогли договориться об увеличении добычи. Очевидно, что МЭА было разочаровано этим решением и, желая предотвратить очередной виток роста цен на сырье, объявило 23 июня 2011 года, что готово выделить из своих стратегических запасов 60 млн баррелей нефти и реализовать их на рынке в течение месяца. Большая часть резервов была высвобождена в первые недели после принятия решения, что привело лишь к временному снижению цен на нефть, после чего котировки быстро вернулись на прежние уровни. В конце июля МЭА заявило, что нефти на рынке достаточно и второй этап реализации резервов не планируется. Тем не менее мы полагаем, что пик нефтяных цен уже пройден в этом году, и справедливый средний уровень на третий квартал 2011 года для нефти сорта Brent — $115 за баррель, на четвертый квартал — $110 за баррель. Наш прогноз средней цены на нефть в 2011 году — $114 за баррель.

В своих прогнозах мы опираемся на предпосылку о том, что сокращение добычи в Ливии не будет краткосрочным и, вероятно, продлится в 2011 году из-за повреждения нефтесервисной инфраструктуры. Учитывая также недавнее сокращение запасов нефти стран ОПЕК, восстановление мирового потребления и достижение пиковых уровней импорта Китаем, мы считаем, что цена нефти не опустится ниже $100 за баррель нефти сорта Brent в 2011–2013 гг. В то же время цена выше $125 за баррель кажется нам маловероятной в рамках базового сценария. Ведь состояние мировой экономики все еще очень нестабильно, и высокие нефтяные цены сами по себе становятся фактором риска: дальнейший их рост ограничивает возможности ее восстановления.

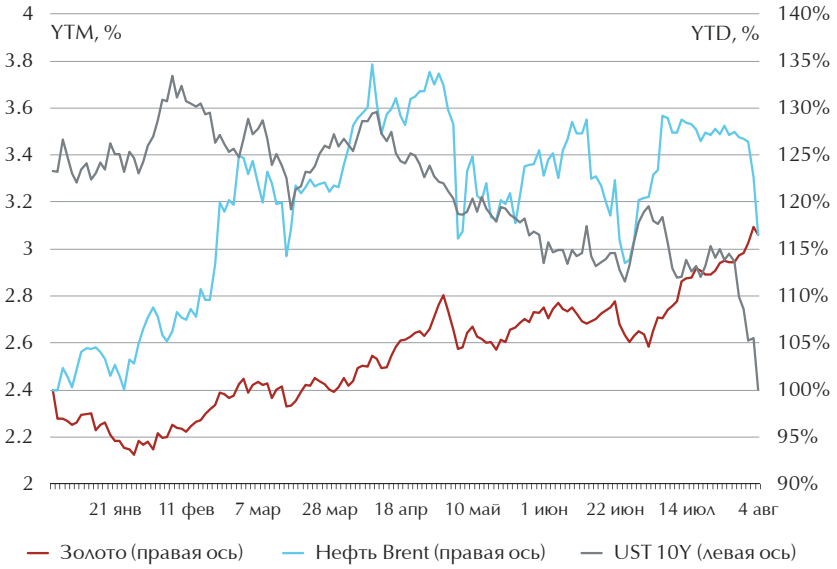
По прогнозам МЭА, в 2011 году мировой спрос на нефть возрастет на 1.5–2% к уровню 2010 года. Вклад Китая в этот показатель будет наиболее существенным. Предложение нефти со

стороны стран, не входящих в ОПЕК, вряд ли вырастет из-за недостаточного инвестирования в разработку новых месторождений, а также истощения основных регионов добычи.

В 2012–2013 гг. котировки будут оставаться на высоком уровне в связи с ограниченностью мощностей. Согласно прогнозу МЭА, даже с учетом более активного бурения, полномасштабного применения вторичных методов увеличения нефтеотдачи пластов, инвестиций в повышение эффективности бурения ежегодный спад добычи нефти на существующих месторождениях может составить более 4%. Следовательно, чтобы только удержать общую добычу на сложившемся уровне, нефтяным компаниям нужна активная экспансия в новые неистощенные регионы. При этом количество новых проектов ограниченно. Например, в странах ОПЕК новые мощности будут введены в строй только в 2013 году с запуском проекта Манифа в Саудовской Аравии.

Однако мы не ожидаем дальнейшего роста цен в сравнении с 2011 годом, прежде всего из-за того, что геополитическая премия за риск должна постепенно сократиться при отсутствии новых очагов напряженности на Ближнем Востоке. Основным риском для сырьевого рынка является замедление экономик США и Китая, что вызвано мерами по сокращению бюджетного дефицита США и низкой возможностью Китая по переориентации на внутренний спрос. Наш прогноз цен на нефть на 2012–2013 гг. — $110 за баррель.

Ориентация экономики РФ преимущественно на экспорт углеводородов обуславливает низкие кредитные риски облигаций нефтегазового сектора, о чем свидетельствует отсутствие дефолтов в секторе в период последнего кризиса. Благодаря позитивной динамике цен в 2010–2011 гг. кредитные профили российских нефтегазовых компаний продемонстрировали значительное улучшение, что привело к сужению их кредитных спредов. В частности, с марта 2011 года спред среднесрочных бумаг «Газпромнефти» к кривой ОФЗ сократился с 140 до 70 б.п. Несмотря на то что, на наш взгляд, доходности большинства бумаг сектора достигли справедливого уровня, мы выделяем ряд эмитентов, которые в среднесрочной перспективе могут продемонстрировать заметное улучшение кредитных метрик и, как следствие, сужение кредитных спредов.



Источники: Bloomberg, оценки Райффайзенбанка

Рисунок 1

Нефть содержит премию за страх, хотя и меньшую, чем золото и UST

- **«Башнефть».** Катализатором качественного изменения кредитного профиля «Башнефти» является ее потенциальное слияние с «РуссНефтью» с последующим приходом в капитал иностранного стратега, что будет способствовать сужению кредитного спреда к уровням эмитентов первого эшелона.
- **НК «Альянс».** Улучшение кредитных метрик НК «Альянса» (снижение долговой нагрузки после прохождения пика инвестиционной программы в 2011 году) будет способствовать ликвидации избыточной премии (~250 б.п.) бумаг Alliance15 к кривой «Газпрома». На локальном рынке облигации НК «Альянс» также предлагают избыточную премию за кредитный риск (~100 б.п.) к нефтегазовым выпускам эмитентов второго эшелона («Башнефть», «Татнефть»).
- **БК «Евразия».** Альтернативой качественным бумагам нефтегазовых эмитентов, которые крайне редко выходят на первичный рынок, являются облигации БК «Евразия», 1, имеющие риск, близкий к нефтегазовому сектору, и предлагающие премию ~50 б.п.

«БАШНЕФТЬ» — НА ПУТИ КАЧЕСТВЕННОГО ИЗМЕНЕНИЯ ПРОФИЛЯ

«Башнефть» характеризуется избытком перерабатывающих мощностей и значительным износом существующих месторождений, что обуславливает высокие капитальные расходы на увеличение добычи. Покупка лицензии на разработку месторождений им. Требса и Титова за 18.5 млрд руб. в феврале 2011 года стала первым шагом на пути решения данной проблемы.

«МЫ СЧИТАЕМ, ЧТО ЦЕНА НЕФТИ НЕ ОПУСТИТСЯ НИЖЕ $100 ЗА БАРРЕЛЬ СОРТА BRENT В 2011–2013 гг.»

Реформа экспортной пошлины является одним из стимулов для наращивания добычи нефти, что повышает вероятность интеграции «Башнефти» с «РуссНефтью» (49% акций которой находится у АФК «Система» и 2% — у Сбербанка). Мы выделяем следующие сценарии возможного объединения:

• **Консолидация на балансе «Башнефти».** С точки зрения долговой нагрузки наихудшим сценарием является сделка, в которой «Башнефть» выкупает 49% акций Михаила Гуцериева, что потребует порядка $1,5 млрд, АФК «Система» передает «Башнефти» свои 49% акций «РуссНефти» какой-нибудь неденежной транзакцией (например, в обмен на акции «Система-инвест»). Слияние по данному сценарию, по нашим оценкам, может привести к росту долговой нагрузки с 1.3x до 2.3x в терминах отношения долг/EBITDA (на основе проформы отчетности за 2010 год). Столь заметный рост долга обусловлен высоким уровнем долговой нагрузки «РуссНефти» (долг/EBITDA ~4.0x).

• **Выкуп доли Сбербанка** является возможным сценарием получения контроля в случае, если переговоры с г-ном Гуцериевым зайдут в тупик. Сделка стоила бы порядка $600–900 млн и могла бы быть оплачена собственными средствами компании.

• **Слияние через СП.** Наиболее вероятным сценарием объединения является создание СП, в которое АФК «Система» вносит 49% «РуссНефти» и 90.6% акций «Башнефти», а г-н Гуцериев вносит свои 49% «РуссНефти». В результате АФК «Система» получит порядка 86% СП. Преимущество такой схемы в том, что она не потребует денежных расчетов. При этом сценарии долг/EBITDA у СП не превысит 2.0x. Мы считаем, что такая объединенная компания имела бы более сильные кредитные метрики в основном за счет более высокой вертикальной интеграции. Сделка через СП также усилила бы переговорные позиции с кредиторами «РуссНефти».

Впоследствии АФК «Система» могла бы продать блокирующий пакет иностранному стратегу (например, индийской ONGC). Поскольку потенциальное слияние может быть мотивировано предпродажной подготовкой, в итоге, вероятно, будет выбран вариант, который бы улучшил финансовый профиль актива. Сделка по последнему сценарию окажет позитивный эффект на кредитный профиль «Башнефти» и приведет к сужению ее кредитного спреда. На текущий момент «Башнефть» представлена на рынке лишь короткими бумагами «Башнефти», 1, 2, 3 (с офертой в декабре 2012 года), торгующимися со спредом порядка 25–50 б.п. к кривой «Газпромнефти». Первичный рынок может предоставить интересную возможность для покупки риска «Башнефти».

> ВЫПУСК БК «ЕВРАЗИЯ», БО-1 МОЖЕТ БЫТЬ ИНТЕРЕСЕН ПРЕМИЕЙ К НЕФТЯНЫМ ОБЛИГАЦИЯМ ПЕРВОГО ЭШЕЛОНА В РАЗМЕРЕ 50 Б.П. ПРИ ПРОИЗВОДНОМ ХАРАКТЕРЕ РИСКА

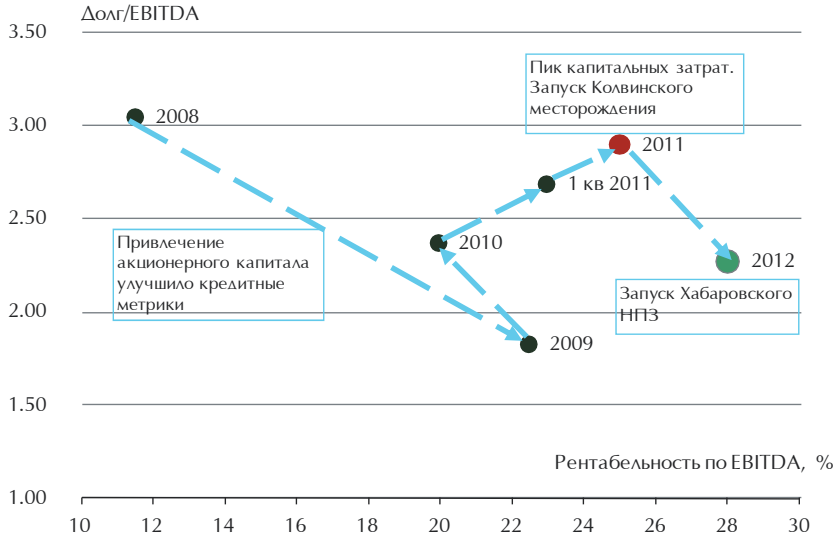
НК «АЛЬЯНС» — ЗНАЧИТЕЛЬНЫЙ ПОТЕНЦИАЛ УЛУЧШЕНИЯ КРЕДИТНОГО ПРОФИЛЯ

Бизнес НК «Альянс» состоит из двух основных частей: добыча и переработка нефти. Исторически их вклад в EBITDA был примерно 50 на 50, но в последнее время доля сегмента добычи увеличивается. Сейчас компания реализует два крупных инвестиционных проекта: освоение Колвинского месторождения и модернизация ХНПЗ. Запуск Колвинского месторождения планируется уже в конце 2011 года, что позволит увеличить общий объем добычи на 25% в 2011 году, а в 2012 году — примерно в два раза по сравнению с текущим уровнем. Позитивным является также тот факт, что большинство месторождений Тимано-Печорского региона освобождено от НДПИ, что повышает экономическую эффективность разработки. Модернизация ХНПЗ в настоящее время завершена почти на 3/4, а после окончания реконструкции в 2012 году мощности завода увеличатся до 90 тыс. баррелей в день (~+30%). Глубина переработки составит 93% (сейчас 61%), это существенно повысит рентабельность сегмента переработки.

Из-за осуществления масштабных инвестиций долговая нагрузка «Альянса» выше, чем у других компаний отрасли: по итогам первого квартала 2011 года долг/EBITDA составлял 2.7x. Основная

Рисунок 1

Динамика кредитных метрик НК «Альянс»



Источники: данные компании, оценки Райффайзенбанка

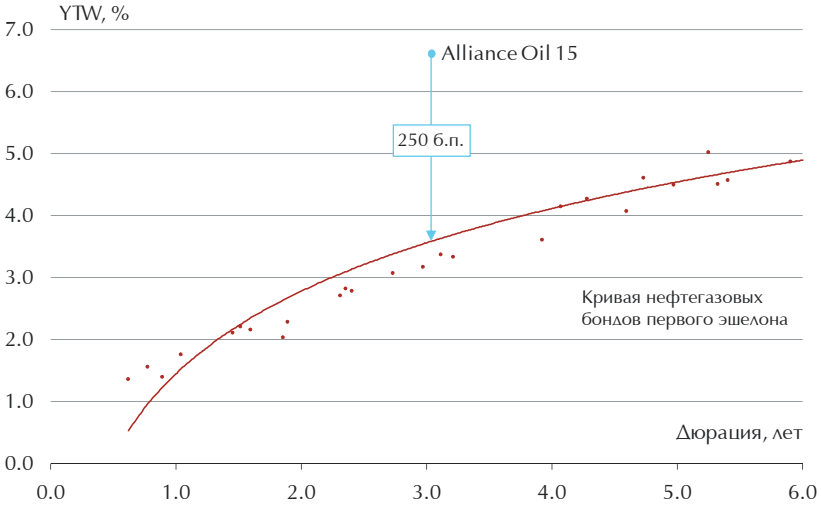
часть расходов по ключевым инвестпроектам «Альянса» будет осуществлена к 2012 году, после чего капзатраты должны значительно снизиться и смогут быть покрыты операционными потоками. По нашим расчетам, при текущих ценах на нефть EBITDA в 2013 году должна вырасти более чем в три раза, что позволит сократить показатели долговой нагрузки до комфортного уровня менее 1.5x. Текущий спред (~250 б.п.) евробонда Alliance, 15 к кривой «Газпрома» предполагает слишком высокую премию. Для сравнения: на локальном рынке спред бумаг «Альянса» к кривой «Газпрома» составляет 150–175 б.п., что также выглядит избыточным, и, по нашему мнению, будет сокращаться после реализации проектов. К основным рискам компании мы относим потенциально меньший объем добычи на новых месторождениях по сравнению с планами «Альянса», задержку в реализации модернизации ХНПЗ, а также возможное дальнейшее ужесточение налогового регулирования отрасли.

БК «ЕВРАЗИЯ» — АЛЬТЕРНАТИВА НЕФТЯНОМУ СЕКТОРУ С ПРЕМИЕЙ

В большинстве случаев капитальные расходы нефтяных компаний первого-второго эшелонов полностью покрываются их операционным потоком, что обуславливает низкое предложение их новых выпусков на рынке облигаций. В этой связи бумаги нефтесервисных компаний можно рассматривать как интересную возможность для приобретения кредитного риска, близкого к нефтяной отрасли. Сильная истощенность существующих месторождений, а также высокие цены на нефть поддерживают инвестиции в разработку, благодаря чему рост бурения новых скважин в ближайшие годы прогнозируется на уровне 10% в год. Наиболее интересным предложением таких бумаг являются облигации буровой компании «Евразия», выпущенные под поручительство материнской EDC (Fitch: BB), лидера на нефтесервисном рынке РФ.

В 2010 году доля рынка EDC составляла 24%, а после недавних сделок по обмену активами и стратегическому партнерству с Schlumberger и объявленной покупки бурового подразделения «Славнефти» она должна превысить 30%. Основным заказчиком БКЕ исторически является «Лукойл», на долю которого пришлось более 50% от всего объема работ в 2010 году. Тем не менее компания постоянно наращивает объем заказов от других крупных клиентов — «Газпромнефти», «Роснефти» и ТНК-ВР. Кроме того, БКЕ активно развивает высокомаржинальное бурение на шельфе Каспийского моря, где к 2013 году у нее должна быть запущена уже третья буровая установка.

Финансовые показатели EDC свидетельствуют о ее хорошем кредитном качестве. Учитывая большие остатки денежных средств, на конец первого квартала 2011 года чистый финансовый долг не превышал $129 млн, а чистый долг/EBITDA (LTM) — 0.3x. По нашим прогнозам, без новых сделок M&A долговая нагрузка БКЕ останется на низком уровне, а показатель «чистый долг/EBITDA» не будет выше 0.4x до конца 2011 года, снижаясь в дальнейшем. Собственный норматив этого показателя у компании — 1.5x, поэтому мы не исключаем возможность новых сделок M&A. Выпуск БК «Евразия», БО-1 может быть интересен премией к нефтяным облигациям первого эшелона в размере 50 б.п. при производном характере риска.



Источники: данные компании, оценки Райффайзенбанка

Рисунок 3

Премия за риск Alliance, 15 избыточна

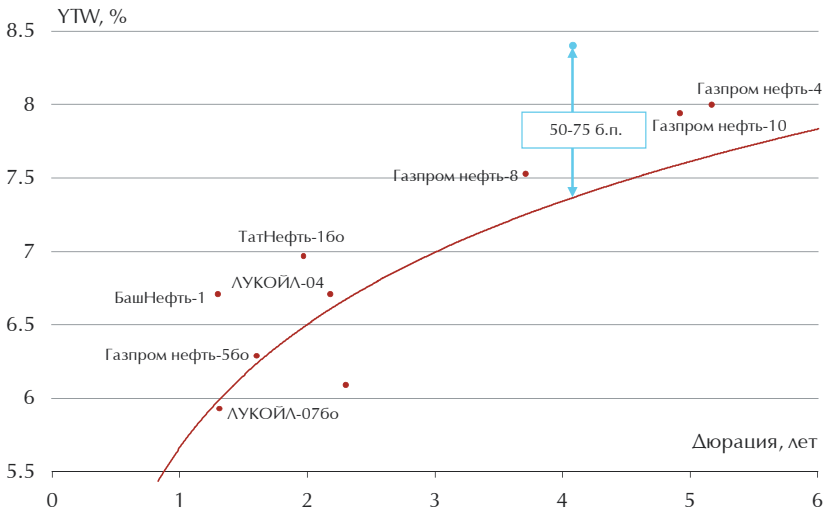


Рисунок 4

БК «Евразия», БО-1: премия 50 б.п. за кредитный риск, близкий к нефтяному