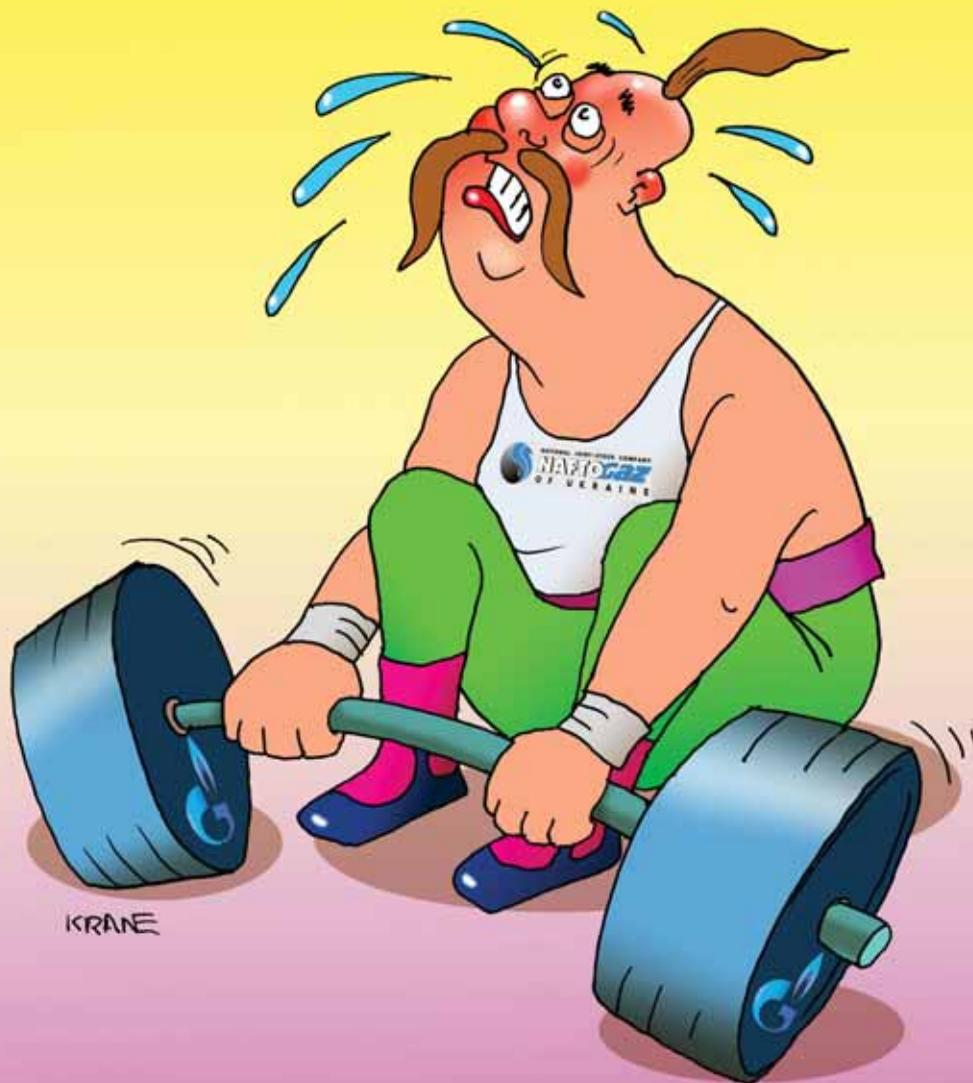


# СЛИШКОМ ДОРОГОЙ НАФТОГАЗ



ГЛЕБ ПРОСТАКОВ  
«Нефтегазовая Вертикаль»

НАК «Нафтогаз Украины» так и не погасила в срок еврооблигации на \$500 млн, предложив своим кредиторам план реструктуризации долгов. Тем самым НАК зафиксировал состояние технического дефолта, что подтвердили рейтинги крупнейших мировых агентств.

Компания с большим трудом рассчиталась за сентябрьские поставки газа с «Газпромом»; недостающую сумму денег искали даже в последние часы на исходе последнего дня расчета и в итоге не нашли — «Нафтогазу» выделили средства из госбюджета.

Сейчас стало совершенно очевидно: без постоянных финансовых вливаний со стороны государства НАК тут же объявит банкротство. Правительство делает все возможное, чтобы превратить внешние обязательства компании во внутренние. «Нафтогаз» использует сейчас весь арсенал финансовой машины Украины: льготные кредиты госбанков, бюджетные средства и помощь Нацбанка.

В итоге финансовые неурядицы одной компании стали головной болью для всей страны.

**В**ыплатить кредит и проценты по облигационному займу «Нафтогаз» должен был 30 сентября. Но за несколько дней до этого объявил кредиторам, что рассчитаться не сможет. В связи с этим Люксембургская фондовая биржа 24 сентября приостановила торги облигациями «Нафтогаза». Повторно торги были остановлены в день выплаты, что свидетельствовало о высокой степени неуверенности инвесторов в том, что компания в принципе будет что-то платить.

Так и произошло: «Нафтогаз» предоставил инвесторам лишь купонный доход в размере свы-

ше \$20 млн, но не само тело кредита. Международные агентства

**«Нафтогаз Украины» не смог выплатить кредит по европейскому облигационному займу. Международные агентства отреагировали на это событие немедленным снижением кредитных рейтингов компании**

отреагировали на эти события немедленным снижением кредит-

**Инвесторы пошли на реструктуризацию долга в ответ на увеличение купонной ставки и предоставление правительством государственной гарантии по облигационному займу**

ных рейтингов компании.

Так, Fitch Ratings 1 октября снизило долгосрочные рейтинги дефолта эмитента в иностранной и национальной валюте «Нафтогаза» с «С» до «RD» (технический дефолт), поставив оба рейтинга на пересмотр. Moody's Investors

**«Безусловная и безотзывная» гарантия правительства даже в виде строки в бюджете может и не сработать: слишком велики разногласия между исполнительной и законодательной властью Украины**

Service ухудшило рейтинг вероятности дефолта «Нафтогаза», снизив его на одну ступень, с «Са» до «Са/LD».

**Долги по еврооблигациям — лишь часть совокупных обязательств «Нафтогаза» по выплатам в 2009 году. Еще около \$1,2 млрд кредитов компания должна выплатить по двусторонним договорам с иностранными банками**

Снижение рейтингов означает сложности для украинской госкомпании в получении новых займов. Если таковые и будут получены, то обойдутся они

дороже: дешевых денег «Нафтогазу» уже не видать.

**Один бюджет на двоих**

Большая часть держателей еврооблигаций (92%) «Нафтогаза» 8 октября дали предварительное согласие на предложение компании по реструктуризации задолженности. Так, НАК предложил собственникам бондов обменять их на новые ценные бумаги со сроком погашения в 2014 году. Купонная ставка по ним увеличивается с 8,125% до 9,5%.

Но главное, что заставило инвесторов пойти на уступки, так это предоставление правительством государственной гарантии по облигационному займу национальной компании. Такая гарантия может стать действенным механизмом взыскания долгов. Без нее заставить холдинг заплатить даже после вынесения соответствующего судебного решения на практике очень сложно.

Ведь в Украине действует закон, согласно которому для компаний, доля государственного участия в которых превышает 25%, действует мораторий на принудительное отчуждение имущества. А «Нафтогаз Украины» — 100%-но государственное предприятие.

Впрочем, «безусловная и безотзывная» гарантия правительства тоже может не сработать. Ведь чтобы этот инструмент действительно был действенным, необходимая сумма на выплату кредиторам НАК должна быть зарезервирована в расходной части государственного бюджета. Таких строк нет ни в бюджете Украины на текущий год, ни в проекте главного финансового документа на 2010-й.

Более того, внесение Кабмином такой суммы в проект бюджета никак не означает, что в таком виде он будет утвержден парламентом. Учитывая же хаос и противоречия в отношениях между ветвями власти в республике, уповать на это — плохая стратегия для инвестора.

Примером тому может служить недавний отказ депутатов парламента списать штрафы «Нафтогаза», возникшие вследствие на-

рушения им и его дочерними структурами налогового, таможенного и валютного законодательства. Народные избранники отклонили соответствующий проект закона о внесении изменений в госбюджет на 2009 год.

Речь идет, в частности, о пре-словутом газе RosUkrEnergo, который «Нафтогаз» без уплаты соответствующих налогов и сборов по схеме взаимозачета списал на свой баланс. Решение украинских народных депутатов может добавить козырей предпринимателю Дмитрию Фирташу в судебном разбирательстве против Кабмина в Стокгольмском арбитраже.

**Пока еще платит**

Долги по еврооблигациям — лишь часть совокупных обязательств «Нафтогаза» по выплатам в 2009 году. Еще около \$1,2 млрд кредитов компания должна выплатить по двусторонним договорам с иностранными банками. В частности, НАК должен \$550 млн банку Credit Suisse, \$395 млн Deutsche Bank и \$220 млн Derna Bank. Компания рассчитывает реструктуризировать и эти обязательства на условиях, аналогичных тем, что предложены по евробондам (то есть, с обязательной госгарантией).

Непростые переговоры с внешними кредиторами проходят на фоне ежемесячных напряженных расчетов за газ с «Газпромом». В сентябре «Нафтогаз» рассчитался за августовские поставки только благодаря срочному возврату НДС в объеме более 4 млрд гривен (около \$470 млн) из бюджета.

В октябре, по признанию премьер-министра Юлии Тимошенко, для расчетов за газ НАК также прибегнул к помощи бюджетных дотаций. На ежемесячные рапорты «Нафтогаза» о том, что, рассчитавшись за газ, компания в очередной раз подтвердила, что является надежным партнером «Газпрома», в российской монополии реагируют сдержанно. Мол, будем надеяться, что деньги так же бесперебойно будут поступать и впредь.

Эти слова скорее напоминают мантру, нежели выражают твердую уверенность. Ведь и «Нафтогаз», и сам украинский бюджет находятся на последнем издыхании. Дефицит бюджета в 2009 году составляет 105 млрд гривен (около \$12,3 млрд), или 10% ВВП страны. При этом дефицит бюджета одного «Нафтогаза» составляет треть от бюджетного дефицита всей страны (33 млрд гривен, или более \$3,8 млрд).

Спрос на валюту со стороны «Нафтогаза» еще больше подстегивает рост курса доллара по отношению к гривне, которая с начала кризиса уже подешевела более чем в полтора раза. Снижение объемов экспорта украинскими предприятиями снизил валютные поступления в страну. Дошло до того, что НАК в поисках валюты обратился к Проминвестбанку (ПИБ), принадлежащему российскому Внешэкономбанку.

Как известно, в сентября ПИБ получил от своей материнской структуры \$1,5 млрд с целью увеличения собственного капитала. «Нафтогаз» планирует выкупить у банка \$500 млн до конца года. В самом ПИБ говорят о том, что валюту госкомпании будут продавать небольшими партиями, чтобы не вызвать очередную волну девальвации гривны.

### **Держать или топить?**

«Нафтогаз» с трудом выбивает долги из предприятий теплокоммунального сектора, совокупная задолженность которых перед компанией приближается к \$0,5 млрд. Текущий уровень расчетов ТКЭ перед НАК едва превышает 50%. Самое интересное, что при этом «Нафтогаз» продолжает дотировать некоторые категории потребителей газа.

К ним относится население, цена газа для которого остается на критически низком уровне — \$50–80 в зависимости от объемов потребления. Согласно договоренностям с Международным валютным фондом, с 1 октября цены на газ для украинских граждан и ТКЭ должны были повыситься на 20%. Но Юлия Тимошенко, пообещавшая своим из-

бирателям заморозить газовые тарифы в 2009 году, на этот шаг не пошла.

Судя по всему, премьер заблокирует рост цен до выборов, несмотря на то что, например, Всемирный банк напрямую поставил выдачу кредитов Украине в зависимости от того, выполнит ли правительство обещание по росту тарифов. По прогнозам экономистов, отложенное в текущем году повышение цен на газ выльется в ускоренный рост тарифов в 2010-м; по их оценкам, стоимость топлива будет повышаться на 20% ежеквартально, что, безусловно, станет шоковой терапией.

Украинское правительство одной рукой удерживает «Нафтогаз» на плаву, в ручном режиме перераспределяя государственные финансы, а другой — топит компанию. Так, согласно правительственной инициативе цена газа для производителей азотных удобрений в августе была снижена на 16%, льготы также получает ряд предприятий горно-металлургического комплекса.

Кроме того, в перечне льготников значатся религиозные организации (по какому критерию именно они, а не, скажем, детские дома или сообщества инвалидов получили скидку на газ, не понятно). В результате этих уступок «Нафтогаз» только в 2009 году недополучит порядка миллиарда гривен (\$120 млн).

### **После выборов — потоп**

Выполнение условий газового контракта с Россией становится для Киева непосильной задачей, и в следующем году легче не станет. Во-первых, скажется отсутствие 20%-ной скидки в цене газа, во-вторых, в цену газа будет заложен почти двукратный рост стоимости нефти с начала этого года, и в-третьих, цену газа будет разгонять базовая ставка в \$450 за тыс. кубометров, заложенная в контракте.

Трудно станет уже в четвертом квартале этого года. Цена импортного газа составила \$209 за тыс. м<sup>3</sup>, хотя в своих прогнозах НАК хотел на значительно меньшую сумму — \$155. При

этом именно на этот квартал придутся самые большие закупки га-

## **Непростые переговоры с внешними кредиторами проходят на фоне ежемесячных напряженных расчетов за газ с «Газпромом»; для расчетов НАК уже прибегнул к помощи бюджетных дотаций**

за в рамках подготовки к отопительному сезону и транзиту газа в Европу. «Нафтогаз» намерен купить у «Газпрома» 14 млрд м<sup>3</sup> топлива.

## **Дефицит бюджета в 2009 году составляет \$12,3 млрд, или 10% ВВП страны. Дефицит бюджета только «Нафтогаза» составляет \$3,8 млрд — треть бюджетного дефицита всей страны**

Если этой зимой и удастся избежать очередного газового конфликта, то только благодаря сверхусилиям Юлии Тимошенко, которая за счет всей страны удерживает «Нафтогаз» на плаву и расплачивается за российский

## **Вопреки договоренностям с МВФ и ВБ Ю.Тимошенко заблокирует рост цен до самых выборов, что выльется в ускоренный рост тарифов в 2010 году**

газ. Однако кризис, который не случится зимой, вероятно, произойдет весной, уже после прези-

## **Кризис, который не случится зимой, вероятно, произойдет весной, уже после президентских выборов в Украине, когда мотивация в лице электората перестанет быть актуальной**

дентских выборов в Украине, когда мотивация в лице электората перестанет быть актуальной.

Судя по всему, пересмотра газового контракта не избежать. И не столько потому, что он не выгоден Украине, сколько в силу того, что страна экономически его не потянет. 