

ДОЛГОВАЯ НАГРУЗКА ПРОДОЛЖАЕТ РАСТИ, НО ЕВРООБЛИГАЦИИ КОМПАНИИ ВСЕ ЕЩЕ ПРИВЛЕКАТЕЛЬНЫ

Отчетность по МСФО за 2 кв. и 1 п/г 2011 г.

Снижение добычи и рост нефтепереработки, как и ожидалось. В пятницу Alliance Oil Company опубликовала предсказуемо слабые финансовые результаты за 2 кв. и 1 п/г 2011 г. В силу сезонных факторов снизилась добыча и, соответственно, выручка от продажи сырой нефти. Так, объем добычи составил всего 3,8 млн барр., что ниже показателя успешного 1 кв. 2011 г. (4,1 млн барр.) и практически на уровне 2 кв. 2010 г. Что касается всего полугодия, то год к году добыча выросла всего на 3% до 7,9 млн барр., и то за счет первого квартала. По словам руководства компании, после запуска нефтепровода, ведущего от Колвинского месторождения, и, как следствие, ликвидации логистического «бутылочного горлышка», компания сможет существенно увеличить добычу – до 20 млн барр. в 2011 г. В отчетном периоде на продажу было направлено чуть более половины добытой нефти – 2 млн барр. во 2 кв. 2011 г. и 4,3 млн барр. в 1 п/г 2011 г., остальное пошло на переработку на собственных мощностях. Следует отметить, что в сегменте нефтепереработки ситуация выглядит лучше, чем в сегменте добычи, – во 2 кв. 2011 г. было переработано 6,9 млн барр., что на 13% и на 15% больше, чем в 1 кв. 2011 г. и 2 кв. 2010 г. соответственно. Свой прогноз по объему переработки в текущем году компания повысила с 23 до 25 млн барр.

Ожидаемо слабый квартал – снижение рентабельности и рост долговой нагрузки

Ключевые показатели Alliance Oil Company по МСФО за I квартал 2011 г., млн долл.

	II кв. 10	II кв. 10	2010	I кв. 11	II кв. 11	II кв. 11	II кв.11/ I кв.11, %	II кв.11/ II кв.10, %	I п/г 11/ I п/г 10
Выручка	532	1 033	2 196	679	784	1 463	16	48	42
EBITDA	86	190	440	156	124	280	(21)	45	47
Чистая прибыль	34	80	226	90	56	146	(38)	64	83
Рентабельность EBITDA, %	16	18	20	23	16	19			
Рентабельность ЧП, %	6	8	10	13	7	10			
Опер. денежный поток	5	(17)	204	91	(1)	91	(101)	(114)	(632)
Капитальные инвестиции	(101)	(258)	(651)	(320)	(220)	(540)	(31)	118	110
Основные средства		2 126	2 528	3 033	3 312	3 312	9		
Денежные средства		307	178	192	283	283	48		
Долгосрочные займы		687	912	1 202	1 587	1 587	32		
Краткосрочные займы		232	127	122	78	78	(37)		
Собственный капитал		1 611	1 805	2 062	2 149	2 149	4		
Активы		2 983	3 347	3 925	4 380	4 380	12		
Фин. долг, в т.ч.:		920	1 040	1 325	1 665	1 665	26		
краткосрочные займы		232	127	122	78	78	(37)		
долгосрочные займы		687	912	1 202	1 587	1 587	32		
Чистый долг		613	862	1 133	1 382	1 382	22		
Краткосрочные займы / ФД		0,3	0,1	0,1		0,0			
Фин. долг / EBITDA		2,3	2,4	2,7		3,1			
Чистый долг / EBITDA		1,6	2,0	2,3		2,6			
EBITDA / Проценты к уплате	14,4	13,7	20,4	21,7	13,8	16,8			
Собств. капитал / Активы		0,5	0,5	0,5		0,5			

Источники: отчетность компании, оценка УРАЛСИБа

Рост выручки обеспечен нефтепереработкой. Совокупная выручка компании за апрель–июнь возросла на 16% квартал к кварталу и на 48% год к году до 784,2 млн долл., а по итогам полугодия – на 42% год к году до 1,5 млрд долл. Основной вклад в рост внесли продажи нефтепродуктов, увеличившиеся во 2 кв. 2011 г. на 19% квартал к кварталу и на 55% год к году до 648,1 млн долл., а в 1 п/г 2011 г. – на 45% год к году до 1,2 млрд долл. Выручка же от продажи нефти снизилась во 2 кв. 2011 г. на 2% квартал к кварталу до 120,9 млн долл., но год к году – благодаря возросшим ценам на нефть – увеличилась на 18%, а по итогам 1 п/г 2011 г. выросла на 29% год к году до 244 млн долл.

Операционная эффективность снизилась почти до двухлетнего минимума. EBITDA компании в апреле–июне сократилась на 21% квартал к кварталу, но выросла на 45% год к году до 124 млн долл., в то время как EBITDA за полугодие поднялась на 47% год к году до 280,4 млн долл. На этом фоне рентабельность по EBITDA во 2 кв. 2011 г. опустилась до 16% по сравнению с 23% в 1 кв. 2011 г. и 20% в 2010 г., а по итогам 1 п/г 2011 г. составила 19% (18% в 1 п/г 2010 г.). Основными причинами снижения рентабельности стали:

- увеличение доли менее маржинальных нефтепродуктов;
- рост цен на углеводороды и, соответственно рост, стоимости закупок нефти для собственной нефтепереработки (компанией закупается более 70% необходимого объема);
- ограничение цен на нефтепродукты на внутреннем рынке;
- увеличение налогового бремени.

По словам руководства компании, начиная с третьего квартала, то есть после ввода в действие трубопровода с Колвинского месторождения, рентабельность повысится.

Долговая нагрузка продолжает расти. Операционный денежный поток в отчетном квартале оказался отрицательным и составил минус 0,8 млн долл. – главным образом из-за резкого роста оборотного капитала, по итогам же всего полугодия он увеличился до 90,6 млн долл. по сравнению с оттоком, зафиксированным в 1 п/г 2010 г. На фоне продолжающейся модернизации Хабаровского НПЗ и развития Колвинского месторождения капвложения растут стремительными темпами – за апрель–июнь Alliance было потрачено 220 млн долл., что на 118% больше чем годом ранее, а по итогам 2 п/г – больше на 110%, или 539,9 млн долл. Для устранения дефицита денежных средств компания активно занимает на публичном рынке и во 2 кв. 2011 г. разместила рублевые облигации на 360 млн долл. Как результат, ее совокупный долг вырос за 2 кв. 2011 г. на 26% до 1,7 млрд долл. Чистый долг в связи с ростом денежных средств повысился не столь значительно – на 22% квартал к кварталу до 1,4 млрд долл. Увеличение долга в сочетании со снижением операционной эффективности привело к росту отношения Долг/EBITDA до 3,1, а коэффициента Чистый долг/EBITDA до 2,6. Однако долговая нагрузка остается вполне приемлемой: отношение EBITDA/Процентные платежи находится на довольно комфортном уровне около 17, а большая часть долга – около 95% – долгосрочная. Поскольку заявленная инвестпрограмма на 2011 г. в размере около 1 млрд долл. выполнена по результатам полугодия не более чем на 60%, а свободный денежный поток стабильно отрицательный, остающихся денежных средств, очевидно, не хватает. Поэтому мы полагаем, что до конца года компании, скорее всего, еще придется занимать. В то же время руководство Alliance заявило, что в связи с ожидающимся ростом рентабельности по EBITDA долговая нагрузка не должна превысить уровень 3,5.

Новый партнер поможет деньгами и опытом. Партнерство с испанской НК Repsol, о котором стороны договорились в июне, должно расширить возможности роста компании. Подробности пока неизвестны, но, весьма вероятно, что Alliance внесет в СП свои месторождения в Волжском регионе, а испанская НК предоставит средства, которые могут быть направлены на новые приобретения. К тому же опыт Repsol может быть использован для повышения эффективности добычи на истощенных месторождениях.

Долговая нагрузка довольно высокая, но облигации компании остаются перепроданными. По нашему мнению, кредитное качество Alliance не соответствует высоким доходностям, с которыми торгуются ее долговые бумаги: уровень доходности облигаций компании – один из самых высоких в нефтяной отрасли. На внутреннем рынке в обращении находится пять выпусков Alliance общим объемом 25 млрд руб. Более менее ликвидные НК Альянс 03 и БО-1 торгуются с премией к кривой ОФЗ в районе 330–350 б.п. В то же время сопоставимые по дюрации бумаги ЕвразХолдинг Финанс (В/В1/ ВВ-) предлагают премию к кривой порядка 220–230 б.п. Таким образом, премия Alliance к Евразу слишком большая, даже учитывая меньшую долговую нагрузку последнего. Также нам кажутся интересными еврооблигации эмитента Vostok'15, торгующиеся выше долларовых свопов на 750 б.п. и предлагающие премию к сопоставимому выпуску Evraz'15 (В+/В2/ВВ) в размере около 200 б.п., хотя, на наш взгляд, она не должна быть шире 100 б.п.

Департамент по операциям с долговыми инструментами

Исполнительный директор, руководитель департамента

Борис Гинзбург, ginzburgbi@uralsib.ru

Управление продаж и торговли

Руководитель управления

Сергей Шемардов, she_sa@uralsib.ru

Управление продаж

Елена Довгань, dov_en@uralsib.ru
Анна Карпова, karpovaam@uralsib.ru
Екатерина Кочемазова, kochemazovaea@uralsib.ru
Дмитрий Попов, popovdv@uralsib.ru
Алексей Соколов, sokolovav@uralsib.ru

Алексей Соколов, sokolovav@uralsib.ru
Дэниэл Фельцман, feltsmand@uralsib.ru

Управление торговли

Вячеслав Чалов, chalovvg@uralsib.ru
Наталья Храброва, khrabrovann@uralsib.ru
Александр Глебов, glebovav@uralsib.ru

Управление по рынкам долгового капитала

Корпоративные выпуски

Артемий Самойлов, samojlovaa@uralsib.ru
Виктор Орехов, ore_vv@uralsib.ru
Дарья Союшкина, sonyushkinada@uralsib.ru
Алексей Чекушин, chekushinay@uralsib.ru

Региональные выпуски

Кирилл Иванов, ivanovkv@uralsib.ru
Александр Маргеев, margeevas@uralsib.ru

Сопровождение проектов

Гюзель Тимошкина, tim_gg@uralsib.ru
Галина Гудыма, gud_gi@uralsib.ru
Наталья Грищенко, grischenkovane@uralsib.ru
Антон Кулаков, kulakovak@uralsib.ru
Ольга Степаненко, stepanenkaa@uralsib.ru

Аналитическое управление

Руководитель управления

Константин Чернышев, che_kb@uralsib.ru

Дирекция анализа долговых инструментов

Руководитель Дмитрий Дудкин, dudkindi@uralsib.ru

Заместитель руководителя управления

Вячеслав Смольянинов, smolyaninovv@uralsib.ru

Долговые обязательства

Дмитрий Дудкин, dudkindi@uralsib.ru
Надежда Мырсыкова, myrsikovann@uralsib.ru
Ольга Стерина, sterinaoa@uralsib.ru
Юрий Голбан, golbanyv@uralsib.ru
Антон Табах, tabakhav@uralsib.ru
Андрей Кулаков, kulakovan@uralsib.ru

Стратегия

Вячеслав Смольянинов, smolyaninovv@uralsib.ru
Леонид Слипченко, slipchenkola@uralsib.ru

Макроэкономика

Алексей Девятков, devyatovae@uralsib.ru
Наталья Майорова, mai_ng@uralsib.ru
Ольга Стерина, sterinaoa@uralsib.ru

Банки

Леонид Слипченко, slipchenkola@uralsib.ru
Наталья Майорова, mai_ng@uralsib.ru
Наталья Березина, berezinana@uralsib.ru

Анализ рыночных данных

Вячеслав Смольянинов, smolyaninovv@uralsib.ru
Василий Дегтярев, degtyarevm@uralsib.ru
Дмитрий Пуш, pushds@uralsib.ru
Максим Недовесов, nedovesovmv@uralsib.ru

Нефть и газ

Алексей Кокин, kokinav@uralsib.ru
Юлия Новиченкова, novichenkova@uralsib.ru
Станислав Кондратьев, kondratievsd@uralsib.ru

Электроэнергетика

Матвей Тайц, tai_ma@uralsib.ru

Металлургия/Горнодобывающая промышленность

Дмитрий Смолин, smolindv@uralsib.ru

Телекоммуникации/Медиа/

Информационные технологии

Константин Чернышев, che_kb@uralsib.ru
Константин Белов, belovka@uralsib.ru

Минеральные удобрения/

Машиностроение/Транспорт

Артем Егоренков, egorenkovag@uralsib.ru

Потребительский сектор/Недвижимость

Тигран Оганесян, hovhannisyan@uralsib.ru
Александр Шелестович, shelestovich@uralsib.ru

Редактирование/Перевод

Английский язык

Джон Уолш, walshj@uralsib.ru,
Тимоли Халл, hallt@uralsib.ru
Пол Де Витт, dewittpd@uralsib.ru
Хиссам Латиф, latifh@uralsib.ru

Дизайн

Ангелина Шабарина, shabarinovav@uralsib.ru

Русский язык

Андрей Пятигорский, pya_ae@uralsib.ru
Евгений Гринкрэг, grinkruges@uralsib.ru
Ольга Симкина, sim_oa@uralsib.ru
Анна Разинцева, razintsevaav@uralsib.ru
Степан Чургов, chugrovss@uralsib.ru

Настоящий бюллетень предназначен исключительно для информационных целей. Ни при каких обстоятельствах он не должен использоваться или рассматриваться как oferta или предложение делать oferty. Несмотря на то что данный материал был подготовлен с максимальной тщательностью, УРАЛСИБ не дает никаких прямых или косвенных заверений или гарантий в отношении достоверности и полноты включенной в бюллетень информации. Ни УРАЛСИБ, ни агенты компании или аффилированные лица не несут никакой ответственности за любые прямые или косвенные убытки от использования настоящего бюллетеня или содержащейся в нем информации. Все права на бюллетень принадлежат ООО «УРАЛСИБ Кэпитал», и содержащаяся в нем информация не может воспроизводиться или распространяться без предварительного письменного разрешения. © УРАЛСИБ Кэпитал 2011