

ЕВРООБЛИГАЦИИ ВЫГЛЯДЯТ БОЛЕЕ ПРИВЛЕКАТЕЛЬНО, ЧЕМ РУБЛЕВЫЕ БУМАГИ

Компания размещает облигации на 5 млрд руб.

Возвращение на первичный рынок облигаций. В настоящее время продолжается формирование книги заявок по размещению выпуска облигации ОАО «НК «Альянс» серии 03 объемом 5 млрд руб. Компания не новичок на долговом рынке. Она дебютировала на рынке облигаций в 2006 г., разместив бонды на 3 млрд руб. В прошлом году были выпущены конвертируемые облигации на 265 млн долл., а в марте этого года – еврооблигации на 350 млн долл. Новый выпуск размещается сроком на 10 лет с полугодовым купоном и офертой на досрочный выкуп через три года. Эмитент облигаций не имеет рейтинга, однако оферентом по выпуску выступает холдинговая компания группы Alliance Oil Company (B+/-/B), и агентством Fitch эмиссии был присвоен рейтинг «B», что позволяет включить выпуск в ломбардный список ЦБ РФ. Как ожидается, облигации будут включены в котировальный список «B» ММВБ, что ускорит начало их вторичного обращения.

На конец I квартала финансовый профиль выглядел устойчивым. На последнюю отчетную дату краткосрочный долг эмитента (282 млн долл.) с запасом покрывался денежными средствами на балансе (385 млн долл.). Показатели Долг/ЕБИТДА и Чистый долг/ЕБИТДА, несмотря на некоторое их увеличение в результате размещения еврооблигаций (только около 30% от привлеченных средств были направлены на рефинансирование долга), составили 2,5 и 1,5 соответственно. Благодаря повышению эффективности перерабатывающего сегмента компании удалось добиться роста ЕБИТДА на 12% относительно предыдущего квартала, в результате чего норма ЕБИТДА достигла 20,2% против 16,5% в IV квартале 2009 г. Однако существенным негативным фактором, по нашему мнению, стал отрицательный операционный денежный поток в размере 22 млн долл. по итогам трех месяцев 2010 г. Насколько мы понимаем, причина этого заключалась в том, что в связи с разработкой основных месторождений компания увеличивала оборотный капитал, выплачивая авансы подрядчикам.

Задачи на 2010 г. – реализация масштабных планов... В нынешнем году Alliance Oil Company намерена добыть 17 млн барр. нефти и сохранить объемы переработки на уровне предыдущего года – 21 млн барр. Компания планирует сосредоточиться на развитии добывающего сегмента, в частности освоении Колвинского месторождения в Тимано-Печоре, где добыча должна начаться в июле 2011 г. Alliance продолжает буровые работы на Северо-Харьягинском и Лек-Харьягинском месторождениях (совокупная доля этих месторождений в добыче компании в Тимано-Печоре составляет 73%) и ожидает значительного увеличения запасов в нынешнем году. Вскоре должна начаться модернизация Хабаровского НПЗ, в результате которой ожидается рост перерабатывающих мощностей и рентабельности.

Информация о выпуске

Эмитент	ОАО "НК "Альянс"
Оферент	Alliance Oil Company (B+/-/B)
Кредитный рейтинг эмиссии	Fitch: B
Серия облигаций	03
Объем	5 млрд руб.
Дата размещения	3 августа 2010 г.
Дата погашения	21 июля 2020 г.
Купон	полугодовой
Оферта	3 года
Закрытие книги заявок	30 июля 2010 г.
Ориентир по ставке купона	10,0-10,5% (УТР 10,25-10,78%)

Долговая нагрузка предсказуемо растет

Ключевые финансовые показатели АОС по МСФО, млн долл.

	2009	I кв. 10
Выручка	1726	501
ЕБИТДА	389	101
Чистая прибыль	345	45
Общий долг	710	958
Краткосрочная задолженность	346	282
Денежная позиция	336	385
Чистый долг	374	573
Собственный капитал	1607	1707
Активы	2727	3068
<i>Коэффициенты</i>		
Рентабельность по ЕБИТДА, %	22,5	20,2
ЕБИТДА / финансовые издержки	11,4	12,6
Долг / ЕБИТДА	1,8	2,5
Чистый долг / ЕБИТДА	0,9	1,5
Долг / Собственный капитал	0,4	0,6

Источники: АОС, оценка УРАЛСИБа

Компания размещает облигации на 5 млрд руб.

Модернизация, запланированная на 2012 г., призвана увеличить долю продаж высокорентабельного бензина в совокупном объеме продаж нефтепродуктов с нынешних 12% до 30%, причем доля дизельного топлива по плану компании вырастет с 30% до 37%, а авиатоплива – с 6% до 9%. Доля неприбыльных продаж мазута, как предполагается, сократится с 37% до 6%. В нынешнем году компания намерена расширить свою сеть АЗС.

...которая вызовет рост долговой нагрузки. Прогнозируемый на 2010 г. объем капитальных вложений компании в добывающий сегмент составит 350 млн долл. Помимо них, предусмотрены также капвложения в перерабатывающий сегмент (модернизация Хабаровского НПЗ оценочной стоимостью 600–700 млн долл.), которые являются основным фактором ожидаемого увеличения финансового рычага эмитента. Для этих целей Alliance намерена привлечь долгосрочные кредитные ресурсы в ВЭБе, и его акционеры на прошлой неделе одобрили договор залога в соответствии с условиями кредита (697 млн долл. под залог почти 89% акций завода). Основная часть средств (около 65% от суммы кредита) будет предоставлена на срок 12 лет. С учетом этих привлечений долговая нагрузка Alliance на конец 2010 г. в терминах Долг/ЕБИТДА, по нашей оценке, будет находиться в диапазоне 2,5–2,9. Такой уровень долговой нагрузки удовлетворяет известным нам ковенантам по кредитам компании и выпуску еврооблигаций (Долг/ЕБИТДА не более 4 на конец 2010 г. и не более 3,5 в дальнейшем). В то же время мы в очередной раз отмечаем, что, если отношение Долг/ЕБИТДА превысит уровень 3 (целевое значение Alliance), это поставит кредитные рейтинги эмитента под серьезную угрозу.

Долговая нагрузка ожидаемо растет

Ключевые финансовые показатели АОС по МСФО, млн долл.

	2008	2009	IV кв 09	I кв. 10	Изм за кв., %	2010П
Выручка	2 722	1 726	545	501	(8,1)	2 300
ЕБИТДА	585	389	90	101	12,2	530
Чистая прибыль	46	345	188	45	(76,1)	-
Общий долг	874	710	-	958	34,9	1 430
Краткосрочная задолженность	633	346	-	282	(18,5)	-
Денежная позиция	293	336	-	385	14,6	-
Чистый долг	581	374	-	573	53,2	-
Собственный капитал	1 158	1 607	-	1 707	6,2	-
Активы	2 391	2 727	-	3 068	12,5	-
<i>Коэффициенты</i>						
Рентабельность по ЕБИТДА, %	21,5	22,5	16,5	20,2		23,0
ЕБИТДА/финансовые издержки	18,9	11,4	-	12,6		-
Долг/ЕБИТДА	1,5	1,8	-	2,5		2,7
Чистый долг/ЕБИТДА	1,0	0,9	-	1,5		-
Долг/Собственный капитал	0,8	0,4	-	0,6		-

Источники: АОС, оценка УРАЛСИБа

Рублевые облигации – инструмент управления ликвидностью. Помимо размещаемого выпуска, у компании зарегистрированы рублевые облигации на 30 млрд руб. (около 1 млрд долл.). Однако это не означает, что все они в скором времени окажутся на рынке. Ранее представители компании заявляли, что облигации являются для Alliance средством управления ликвидностью и оптимизации задолженности с точки зрения ставок, валютной структуры и дюрации. В частности, более половины (165 млн долл.) текущего краткосрочного долга Alliance приходится на кредит ВТБ, который компания должна погасить в сентябре 2010 г., но вправе пролонгировать. Не исключено, что в настоящий момент компания рассчитывает привлечь средства на рынке облигаций дешевле, чем ей обойдется пролонгация займа в ВТБ, и таким образом сможет заместить более дорогой кредит.

В настоящий момент выпуск может быть привлекателен по верхней границе объявленного диапазона доходности, однако существует потенциал роста на вторичном рынке. Ориентир организаторов размещения по ставке купона составляет 10,0–10,25% (был снижен с 10,0–10,5%), что предполагает доходность к трехлетней оферте в диапазоне 10,25–10,51%. Формально находящийся в обращении выпуск НК Альянс-01 (котируется на уровне 12,48% к погашению в сентябре 2011 г.) не может служить адекватным ориентиром для оценки справедливой доходности размещаемого выпуска, так как бумаги были почти на 90% выкуплены с рынка в рамках оферты в сентябре прошлого года. Сопоставление Alliance с другими нефтяными компаниями, представленными на рублевом рынке (ЛУКОЙЛ (ВВВ-/Ваа2/ВВВ-), Газпромнефть (ВВВ-/Ваа3/-), также представляется затруднительным в силу значительной разницы в кредитных рейтингах и масштабах деятельности. Для целей оценки мы отобрали ряд компаний с близкими кредитными рейтингами, облигации которых обладают высокой ликвидностью (Евраз, Северсталь, Акрон, Алроса). Как видно из представленной ниже таблицы, Alliance сопоставим по масштабам деятельности с Акроном и Алросой, но значительно уступает Северстали и Евразу.

Компания размещает облигации на 5 млрд руб.

Премия к металлургическим компаниям обусловлена разницей в масштабах деятельности

Основные финансовые показатели компаний за 2009 г., млн долл.

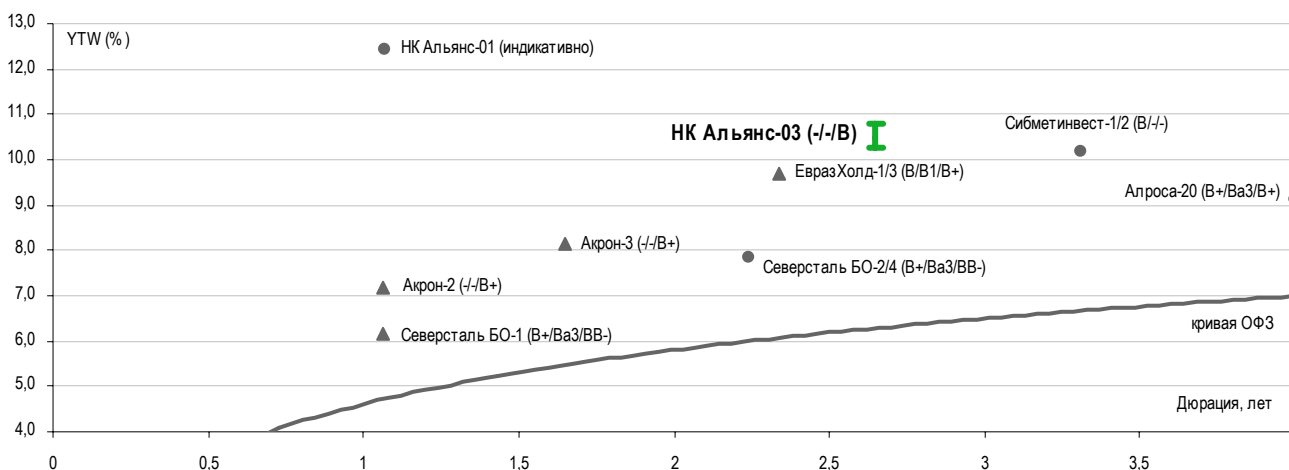
	Alliance Oil Co (B+/-/B)	Алроса (B+/Ba3/B+)	Акрон (-/B1/B+)	Северсталь (B+/Ba3/BV-)	Евраз (B/B1/B+)
Выручка	1 726	2 454	1 183	13 054	9 505
ЕБИТДА	389	564	213	812	1 237
Чистый долг	374	3 732	821	4 373	7 248
Активы	2 727	7 812	2 828	19 644	23 424
Норма ЕБИТДА, %	22,5	23,0	18,0	6,2	13,0
Чистый долг/ЕБИТДА	0,9	6,3	3,9	5,4	5,9
ЕБИТДА/Проц. расходы	11,4	0,9	18,6	1,4	1,8

Источники: данные компаний, оценка УРАЛСИБа

Однако следует учитывать, что в таблице приведены сравнительные данные за 2009 г., когда обвал на сырьевых рынках в начале года привел к стремительному росту левереджа перечисленных компаний. Данные I полугодия нынешнего года свидетельствуют об устойчивом восстановлении, что дает все основания ожидать по итогам года снижения показателей долговой нагрузки компаний (кроме Акрона). В частности, по нашим прогнозам, отношение Чистый долг/ЕБИТДА по итогам 2010 г. у Северстали опустится до 2,2, у Евраза – до 2,5, у Алросы – до 3, и только у Акрона сохранится в диапазоне 3,5–4,0 (ввиду масштабных заимствований). В то же время левередж Alliance начал стремительно расти уже с начала этого года, и, учитывая размер инвестиционной программы компании, к концу года еще увеличится (до 2,7 по Долг/ЕБИТДА). Таким образом, премия НК Альянс-03 ко всем вышеназванным компаниям (за исключением Акрона) очевидна. Исходя из текущего состояния рынка размещаемый выпуск предлагает премию в размере 30–55 б.п. к кривой Евраза (наиболее дешев из представленных эмитентов). Принимая во внимание разницу в масштабах деятельности между Alliance и Евразом, мы видим смысл покупать рублевые бонды первой только в случае, если будет предложена доходность ближе к верхней границе объявленного диапазона. В противном случае лучше купить бонды Евраза. Однако, на наш взгляд, бумаги Евраза в настоящий момент недооценены, и мы ожидаем, что как только продолжающееся снижение левереджа Евраза найдет подтверждение в отчетности, его облигации опустятся в доходности близко к уровням бондов Северстали и Алросы. Тогда уже облигации НК Альянс-03 с доходностью выше 10% будут представлять интерес даже по нижней границе диапазона доходности.

Выпуск может быть привлекателен только по верхней границе объявленного диапазона доходности

Рублевые облигации близких по рейтингу к НК Альянс компаний (котировки действительны на 28 июля 2010 г.)

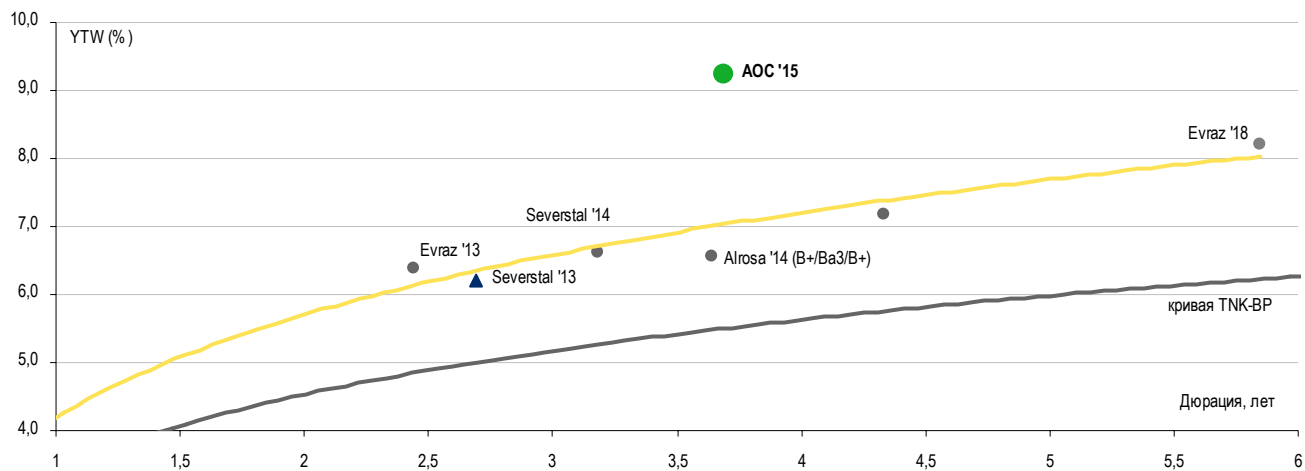


Источники: ММВБ, оценка УРАЛСИБа

Еврооблигации компании выглядят более привлекательно по сравнению с рублевыми бондами. Инвесторам, у кого есть возможность выбирать между инвестициями в рублевые и долларовые бонды компании, мы порекомендовали бы покупать выпуск еврооблигаций АОС '15. В настоящее время Бумаги торгуются с доходностью 9,2%, что с учетом текущих ставок NDF сроком на один месяц в размере 2,6% дает рублевую доходность ближе к 12%. Кроме того, с начала месяца спред АОС '15 к совместной кривой Северсталь-Евраз расширился со 140 б.п. до 210 б.п., что мы считаем не совсем оправданным.

Еврооблигации компании выглядят более привлекательно по сравнению с рублевыми бондами

Выпуск АОС '15 относительно кривой металлургических компаний



Источники: Bloomberg, оценка УРАЛСИБа

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

Коррадо Таведжиа, taveggiac@uralsib.ru
Елена Довгань, dov_en@uralsib.ru
Анна Карпова, karpovaam@uralsib.ru
Дмитрий Попов, popovdv@uralsib.ru
Дэниэл Фельцман, feltsmad@uralsib.ru
Екатерина Кочемазова, kochemazovaea@uralsib.ru

Управление торговли

Андрей Борисов, bor_av@uralsib.ru
Вячеслав Чалов, chalovvg@uralsib.ru
Наталья Храброва, khrabrovann@uralsib.ru

Управление по рынкам долгового капитала

Сопровождение проектов

Артемий Самойлов, samojlova@uralsib.ru
Кирилл Иванов, ivanovkv@uralsib.ru
Гюзель Тимошкина, tim_gg@uralsib.ru
Наталья Грищенко, grischenkovane@uralsib.ru

Галина Гудыма, gud_gi@uralsib.ru

Виктор Орехов, ore_vv@uralsib.ru

Дарья Соношкина, SonyushkinaDA@uralsib.ru

Алексей Чекушин, chekushinay@uralsib.ru

Александр Маргеев, margeevas@uralsib.ru

Аналитическое управление

Руководитель управления

Константин Чернышев, che_kb@uralsib.ru

Заместитель руководителя управления

Вячеслав Смольянинов, smolyaninovv@uralsib.ru

Дирекция анализа долговых инструментов

Руководитель Дмитрий Дудкин, dudkindi@uralsib.ru

Долговые обязательства

Дмитрий Дудкин, dudkindi@uralsib.ru
Надежда Мырсыкова, myrsikovav@uralsib.ru
Мария Радченко, radchenkomg@uralsib.ru
Ольга Стерина, sterinaoa@uralsib.ru

Стратегия/Политика

Крис Уифер, cweafer@uralsib.ru
Вячеслав Смольянинов, smolyaninovv@uralsib.ru
Леонид Слипченко, slipchenkola@uralsib.ru

Экономика

Владимир Тихомиров, tih_vi@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
Андрей Богданович, bogdanovicas@uralsib.ru
Василий Дегтярев, degtyarevwm@uralsib.ru

Нефть и газ

Виктор Мишняков, mishnyakovv@uralsib.ru

Юлия Новиченкова, novichenkova@uralsib.ru

Ирина Булкина, bulkinaiv@uralsib.ru

Электроэнергетика

Матвей Тайц, tai_ma@uralsib.ru

Александр Селезнев, seleznevae@uralsib.ru

Металлургия/Горнодобывающая промышленность

Дмитрий Смолин, smolindv@uralsib.ru

Николай Сосновский, sosnovskyno@uralsib.ru

Телекоммуникации/Медиа/

Информационные технологии

Константин Чернышев, che_kb@uralsib.ru

Константин Белов, belovka@uralsib.ru

Кирилл Бахтин, bakhtinkv@uralsib.ru

Минеральные удобрения/

Машиностроение/Транспорт

Анна Куприянова, kupriyanovaa@uralsib.ru

Ирина Иртегова, irtegovais@uralsib.ru

Потребительский сектор/Недвижимость

Тигран Оганесян, hovhannisyan@uralsib.ru

Никита Швед, shvedne@uralsib.ru

Редактирование/Перевод

Джон Уолш (англ. яз.), walshj@uralsib.ru,
Тимоти Халл, hallt@uralsib.ru
Пол Де Витт, dewittpd@uralsib.ru

Андрей Пятигорский, pya_ae@uralsib.ru

Евгений Гринкрюг, grinkruges@uralsib.ru

Ольга Симкина, sim_oa@uralsib.ru

Даниил Хавронюк, khavronyukdo@uralsib.ru

Дизайн

Ангелина Шабаринова, shabarinovav@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 2010