

НЕЙТРАЛЬНЫЕ РЕЗУЛЬТАТЫ I ПОЛУГОДИЯ 2010 Г.

Компания опубликовала отчетность по МСФО

Мы оцениваем опубликованные результаты как нейтральные для кредитного профиля Альянса. Вчера Alliance Oil опубликовала промежуточные результаты за I полугодие нынешнего года по МСФО, а также провела телефонную конференцию для аналитиков. Операционные показатели компании во II квартале предсказуемо снизились, однако уровень ее долговой нагрузки пока не вызывает опасений. Ниже представлены наши основные впечатления от опубликованной отчетности.

Впечатляющий рост выручки по сравнению с уровнем годичной давности при заметном снижении эффективности. По итогам I полугодия выручка компании увеличилась на 49,3% относительно уровня годичной давности и составила 1,03 млрд долл. Увеличению продаж компании способствовал как рост добычи, так и повышение цен на нефть (средняя цена Urals в I полугодии 2010 г. была на 31,5% выше, чем годом ранее). Вместе с тем заметное снижение эффективности в сегменте переработки (во многом обусловленное ремонтом на Хабаровском НПЗ, из-за которого компания не перерабатывала нефть сама, а была вынуждена закупать с рынка дорогой бензин), а также рост тарифов естественных монополий привели к снижению рентабельности по EBITDA Альянса до 18,4% по итогам I полугодия текущего года по сравнению с 26,5% в I полугодии 2009 г.

Долговая нагрузка пока не вызывает опасений, однако по итогам 2010 г. мы ожидаем ее увеличения. Показатели долговой нагрузки Альянса на конец II квартала нынешнего года практически не изменилось по сравнению с данными на конец I квартала – отношение Чистый долг/EBITDA составило 1,6, Долг/Капитал – 0,6, что мы считаем приемлемым уровнем. В то же время из запланированных компанией на 2010 г. капвложений объемом 500 млн долл. в I полугодии была освоена примерно половина. В III квартале Альянс рассчитывает заметно увеличить EBITDA – до 112 млн долл. (+25% по сравнению со II кварталом). При этом, даже если в IV квартале показатель EBITDA будет сопоставим с результатом, запланированным на III квартал, то, по нашим расчетам, для финансирования капитальных затрат Альянсу придется либо прибегать к дополнительным заимствованиям, либо сокращать денежную позицию, что в любом случае приведет к росту показателей долговой нагрузки. Мы ожидаем, однако, что на конец 2010 г. долговая нагрузка компании, выраженная отношением Долг/EBITDA, будет находиться в диапазоне 2,5–2,9, то есть будет удовлетворять известным нам ковенантам по кредитам компании и выпуску еврооблигаций (Долг/EBITDA 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/EBITDA превысит уровень 3 (целевое значение Alliance), то кредитные рейтинги эмитента окажутся под серьезной угрозой и многое будет зависеть от того, удастся ли компании увеличить операционную прибыль во II полугодии нынешнего года. Что касается структуры долга компании, то она представляется нам весьма благоприятной – доля краткосрочного долга составляет 25%, причем он полностью покрыт денежными средствами на балансе.

Выпуск Alliance'15 выглядит дорогим. За последние две недели доходность выпуска Alliance'15 заметно снизилась и сейчас находится на уровне YTM 8,9%, что предполагает премию в размере лишь около 180 б.п. к кривой доходности сопоставимых по уровню кредитных рейтингов металлургических компаний (Евраз, Северсталь) и порядка 750 б.п. к кривой доходности UST. Мы не склонны переоценивать риски в связи с опубликованными результатами за II квартал, однако не исключаем расширения спреда на 40–50 б.п. Исторически с момента размещения средний уровень премии, предлагаемой еврооблигациями Alliance к UST, составлял около 800 б.п., и, принимая во внимание отсутствие заметного улучшения кредитных метрик эмитента с момента размещения, мы склонны считать данный уровень премии справедливым с точки зрения компенсации за кредитный риск Alliance Oil. Дальнейшая динамика котировок еврооблигаций Alliance'15, по нашему мнению, будет зависеть от финансовых результатов за II полугодие 2010 г. Что касается недавно размещенного выпуска рублевых облигаций НК Альянс-3 (купон установлен на уровне 9,75%, YTP 10%), то по техническим причинам на торги он пока не вышел.

Долговая нагрузка ожидаемо растет

Ключевые финансовые показатели Alliance Oil по МСФО, млн долл.

	2008	2009	IV кв 09	I кв. 10	I п/г 10	Изм за кв., %	Изм год к году, %	2010П
Выручка	2 722	1 726	545	501	1 033	6,1	49,3	2 300
ЕБИТДА	585	389	90	101	190,3	(11,6)	3,9	530
Чистая прибыль	46	345	188	45	80	(23,1)	(17,9)	-
<i>Общий долг</i>	874	710	-	958	920	(4,0)		1 430
<i>Краткосрочная задолженность</i>	633	346	-	282	232	(17,7)		-
<i>Денежная позиция</i>	293	336	-	385	307	(20,4)		-
<i>Чистый долг</i>	581	374	-	573	613	7,0		-
<i>Собственный капитал</i>	1 158	1 607	-	1 707	1 611	(5,6)		-
<i>Активы</i>	2 391	2 727	-	3 068	2 983	(2,8)		-
<i>Коэффициенты</i>								
Рентабельность по ЕБИТДА, %	21,5	22,5	16,5	20,2	18,4			23,0
ЕБИТДА/финансовые издержки	18,9	11,4	-	12,6	13,7			-
Долг/ЕБИТДА	1,5	1,8	-	2,5	2,4			2,7
Чистый долг/ЕБИТДА	1,0	0,9	-	1,5	1,6			-
Долг/Собственный капитал	0,8	0,4	-	0,6	0,6			-

Источники: данные компании, 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, feltsmand@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

Корпоративные выпуски

Артемий Самойлов, samojlova@uralsib.ru
Виктор Орехов, ore_vv@uralsib.ru
Дарья Сонюшкина, 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

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 Мырскова, 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

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, degtyarevm@uralsib.ru
Дмитрий Пуш, pushds@uralsib.ru

Нефть и газ

Виктор Мишняков, mishnyakovvv@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 оферта или предложение делать оферты. 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