

РЕЗУЛЬТАТЫ ЛУЧШЕ ОЖИДАНИЙ. ЕВРОБОНД ВЫГЛЯДИТ ПРИВЛЕКАТЕЛЬНО

Отчетность по МСФО за III квартал и 9 месяцев 2010 г.

Стабильный рост выручки благодаря нефтепереработке. Вчера Alliance Oil опубликовала позитивные результаты за III квартал и девять месяцев 2010 г. по МСФО. Как производство сырой нефти, так и объем переработки выросли в отчетном квартале относительно уровней годичной давности – на 10,3% до 4,3 млн барр. и на 10,2% до 6,5 млн барр. соответственно. Выручка за июль–сентябрь текущего года увеличилась на 18,6% год к году (+9,3% квартал к кварталу) и составила 581 млн долл., что в основном обусловлено ростом продаж в сегменте нефтепереработки (на 22,2% год к году и на 14,2% квартал к кварталу), доля которых в совокупной выручке достигла 82%. Результаты девяти месяцев выглядят еще более внушительно – выручка увеличилась на 36,5% год к году до 1,6 млрд долл.

Постепенное восстановление операционной эффективности. Основными факторами роста EBITDA в III квартале относительно предыдущего стало сокращение закупок бензина для собственной сети заправок и увеличение доли нефтепереработки – более рентабельного сегмента. Напомним, что из-за плановых работ по техническому обслуживанию установки каталитического риформинга, производившихся на принадлежащем компании Хабаровском НПЗ в первой половине года, производство бензина было ограниченным. В отчетном квартале работы были завершены, и установка вновь запущена. Операционной эффективности компании оказывает поддержку и жесткий контроль над расходами. Как следствие, EBITDA увеличилась в III квартале на 51,7% с уровня II квартала до 129,7 млн долл. Однако по сравнению с III кварталом прошлого года результат, в связи с осуществлявшимися закупками нефти, уже не такой впечатляющий – всего +15,5%. Рентабельность по EBITDA по результатам июля – сентября составила 22,3% против 18,4% в предыдущем квартале и 22,9% в III квартале 2009 г. Мы ожидаем, что компания продолжит наращивать объемы производства как в сегменте нефтедобычи (чему будет способствовать запуск в 2011 г. Колвинского месторождения), так и нефтепереработки.

Денежный поток все еще отрицательный, но налицо улучшение ситуации. В I полугодии 2010 г. из-за работ по модернизации, выполнявшихся на Хабаровском НПЗ, у компании было значительно меньше возможностей генерировать денежные потоки. Так, по итогам шести месяцев нынешнего года операционный поток ушел в отрицательную зону, главным образом из-за резкого увеличения оборотного капитала. Но уже через три месяца поток снова стал положительным, составив 49 млн долл. за январь – сентябрь. Капитальные затраты, между тем, продолжают расти – за тот же девятимесячный период их объем достиг порядка 400 млн долл. Мы ожидаем, что до конца года компания потратит еще порядка 100 млн долл., что потребует незначительного увеличения заимствований.

Долг вырос меньше, чем мы ожидали; значительно улучшилась его структура. Совокупный долг за 9 месяцев 2010 г. вырос на 39,8% до 993 млн долл., что стало результатом размещения в марте нынешнего года пятилетних еврооблигаций объемом 350 млн долл. и летом рублевого выпуска на 5 млрд руб. сроком на десять лет и офертой через три года. Впрочем, эти размещения позволили кардинально улучшить структуру долга – доля коротких обязательств уменьшилась с 49% на начало 2010 г. до 11% на конец сентября. Реструктуризация долга и рост EBITDA привели к улучшению ситуации с обслуживанием долга – коэффициент EBITDA/Процентные расходы поднялся с 13,8 на конец 2009 г. до 20,9 по итогам 9 месяцев 2010 г. Несмотря на наши опасения, компании удалось воспрепятствовать резкому увеличению долговой нагрузки. С одной стороны, отношение долга к EBITDA выросло с 1,27 на начало года до 2,33 на конец сентября, а коэффициент Чистый долг/EBITDA за тот же период поднялся с 0,57 до 1,69. С другой стороны, если сравнить показатели с I полугодием 2010 г., то видно, что и долг, и долговая нагрузка стабилизировались и даже немного улучшаются. Даже с учетом необходимости финансировать реконструкцию Хабаровского НПЗ мы ожидаем, что в дальнейшем долг не будет увеличиваться такими же темпами, как прежде, и компания сможет удержать долговую нагрузку на уровне 2,5 в терминах Долг/EBITDA 2010.

Мы считаем привлекательным единственный выпуск еврооблигаций компании. Отчетность компании свидетельствует, что руководство способно сдерживать рост долговой нагрузки. В последнее время спреды единственного выпуска еврооблигаций Alliance Oil неоправданно расширились. Так, премия к кривой Северстали и Евразы за последние недели выросла примерно на 30 б.п. до 200 б.п. Мы считаем данную премию завышенной – на наш взгляд, еврооблигации Alliance Oil обладают потенциалом снижения доходности порядка 30 б.п. Кроме того, следует отметить, что данный выпуск является одним из самых доходных среди нефтяных евробондов.

Результаты лучше ожиданий. Евробонд выглядит привлекательно

Восстановление рентабельности по EBITDA и улучшение структуры долга

Ключевые показатели Alliance Oil Company по МСФО за III квартал и 9 месяцев 2010 г.

	III кв. 09	9 мес. 09	2009	II кв. 10	6 мес. 10	III кв. 10	9 мес. 10	III кв.10/ II кв. 10	III кв.10/ III кв. 09	9 мес. 10/ 9 мес. 09	9 мес. 10/ 2009
Выручка	490	1 182	1 726	532	1 033	581	1 614	9,3	18,6	36,5	
ЕБИТДА	112	296	561	86	190	130	320	51,7	15,4	8,0	
Чистая прибыль	60	157	345	34	80	85	165	150,3	43,2	5,3	
ЕБИТДА, %	22,9	25,1	32,5	16,1	18,4	22,3	19,8				
Чистая прибыль, %	12,2	13,3	20,0	6,4	7,7	14,7	10,2				
Операционный ден. поток		151	315		(17)	66	49			(67,9)	
Капитальные инвестиции		(139)	(178)		(258)	(147)	(405)			192,0	
Основные средства			1 957		2 126		2 316				18,3
Денежные средства			392		307		270				(31,1)
Дебиторская задолженность			30		181		199				565,3
Долгосрочные займы			365		687		882				142,0
Краткосрочные займы			345		232		110				(68,0)
кредиторская задолженность			187		233		203				8,5
Собственный капитал			1 607		1 611		1 750				8,9
Активы			2 727		2 983		3 184				16,7
Фин. долг, в т.ч.:			710		920		993				39,8
краткосрочные займы			345		232		110				(68,0)
долгосрочные займы			365		687		882				142,0
Чистый долг			318		613		723				127,2
Краткосрочные займы / ФД			0,5		0,3		0,1				
Фин. Долг / ЕБИТДА			1,3		2,4		2,3				
Чистый долг / ЕБИТДА			0,6		1,6		1,7				
ЕБИТДА / Проценты к уплате	11,0	11,3	13,8	14,4	13,7		20,9				
Собств. капитал / Активы			0,6		0,5		0,5				

Источники: отчетность 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 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, grischenkovan@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 Мырсыкова, myrsikovanv@uralsib.ru
Мария Радченко, radchenkomg@uralsib.ru
Ольга Стерина, sterinaoa@uralsib.ru
Юрий Голбан, golbanyv@uralsib.ru

Стратегия/Политика

Крис Уифер, cweafer@uralsib.ru
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, pushsds@uralsib.ru

Английский язык

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

Дизайн

Ангелина Шабаринова, shabarinovav@uralsib.ru

Редактирование/Перевод

Нефть и газ

Алексей Кокин, kokinav@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

Минеральные удобрения/ Машиностроение/Транспорт

Анна Куприянова, kupriyanovaa@uralsib.ru
Ирина Иртегова, irtegovais@uralsib.ru

Потребительский сектор/Недвижимость

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

Русский язык

Андрей Пятигорский, pya_ae@uralsib.ru
Евгений Гринкрюг, grinkruges@uralsib.ru
Ольга Симкина, sim_oa@uralsib.ru
Даниил Хавронюк, khavronyukdo@uralsib.ru
Полина Воробьева, vorobievapa@uralsib.ru
Екатерина Трофилеева, trofileevaeg@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 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