

ВОССТАНОВЛЕНИЕ ПОКАЗАТЕЛЕЙ И СНИЖЕНИЕ ДОЛГОВОЙ НАГРУЗКИ

Отчетность по МСФО за 3 кв. и 9 мес. 2011 г.

Существенный рост по отношению к предыдущему кварталу.

Вчера Alliance Oil представила довольно неплохие финансовые результаты за 3 кв. и 9 мес. 2011 г., несколько превысившие наши ожидания в части операционной эффективности. В то же время, поскольку компания уже публиковала свои оценки операционных показателей за июль–сентябрь, больших сюрпризов не было. Основным событием отчетного периода стал запуск в коммерческую эксплуатацию Колвинского месторождения, однако из-за того, что добыча началась только в середине сентября, влияние на общий объем производства оказалось не очень значительным. Добыча компании выросла в 3 кв. 2011 г. на 11% квартал к кварталу до 4,2 млн барр. нефти. По отношению к прошлому году результаты выглядят несколько скромнее: в 3 кв. 2011 г. – снижение на 1%, а по итогам января–сентября – рост всего на 2% до 12,1 млн барр. Тем не менее за счет ввода в действие Колвинского месторождения довольно сильно вырос уровень суточной добычи на момент публикации отчетности – до 64 тыс. барр. с 41,3 тыс. в конце лета. На этом фоне руководство Alliance объявило прогноз добычи на 2011 г. на уровне 18 млн барр. нефти, что несколько ниже ранее называвшихся 20 млн барр. Отметим, однако, что неагрессивная эксплуатация месторождения и тщательная геологоразведка помогут компании удерживать плато добычи более продолжительное время. В нефтепереработке ситуация по итогам 3 кв. 2011 г. выглядит заметно лучше: выпуск увеличился на 3% квартал к кварталу и на 9% год к году до 7,1 млн барр., а за 9 месяцев – на 12% год к году до 20,1 млн барр.

Увеличение выручки благодаря добыче. Рост объемов добычи и переработки был частично нивелирован снижением цен на углеводороды в 3 кв. 2011 г., что отразилось практически на всех ценах нетбэк, хотя относительно уровня годичной давности их рост все же оказался довольно значительным. На этом фоне выручка Alliance Oil в 3 кв. 2011 г. выросла всего на 1% за квартал до 794,4 млн долл., увеличившись на 7% по сравнению с соответствующим периодом 2010 г., а за 9 месяцев текущего года показатель вырос на 40% год к году и составил 2,3 млрд долл. В отчетном квартале ситуация повторилась с точностью до наоборот: основным драйвером роста выручки стали продажи нефти (+9% за квартал до 376 млн долл.), в то время как в сегменте нефтепродуктов наблюдалась отрицательная динамика (–1% до 1,8 млрд долл.). Увеличение доходов от продаж нефти в первую очередь связано с ростом экспорта, тогда как в сфере нефтепереработки основной прирост обеспечила розница.

Операционная эффективность начинает восстанавливаться. EBITDA компании в 3 кв. 2011 г. выросла на 40% за квартал и на 34% год к году до 183,9 млн долл., а за 9 месяцев – на 42% год к году до 454,2 млн долл. На этом фоне рентабельность по EBITDA в отчетном квартале поднялась почти до уровня годичной давности и составила 22%, однако из-за слабого 2 кв. 2011 г. в январе–сентябре показатель оказался равен лишь 20%. Повышение операционной эффективности в отчетном квартале объясняется как льготами по НДС для Колвинского месторождения, так и значительным снижением (на 19% за квартал) расходов на закупку нефти. Существенное давление на чистую прибыль оказал разовый «бумажный» убыток, полученный в связи с резким ослаблением рубля в отчетном квартале. Мы ожидаем, что компании по силам поддерживать рентабельность по EBITDA на уровне 21–23%.

Обращающиеся выпуски Alliance Oil

Выпуск	Купон, %	Оф/Пог	Валюта	Дох-ть, %
НК Альянс 03	9,75	01.08.2013	RUB	11,00
НК Альянс 04	8,85	09.06.2016	RUB	6,62
НК Альянс 06	8,85	15.06.2016	RUB	11,05
НК Альянс БО-1	9,25	04.02.2014	RUB	10,60
AllianceOil14	7,25	16.07.2014	USD	5,30
AllianceOil15	9,88	03.11.2015	USD	9,40

Источники: Bloomberg

Основные финансовые показатели Alliance Oil

МСФО, млн долл.	МСФО, млн долл.		
	2009	2010	2011П
Выручка	1 726	2 196	3 252
ЕБИТДА	391	440	748
Чистая прибыль	345	226	
Рентабельность EBITDA, %	23	20	23
Чистая рентабельность, %	20	10	
Опер. ден. поток	315	204	592
Капвожония	(235)	(651)	(970)
Основные средства	1 957	2 528	
Денежные средства	392	178	
Долгосрочные займы	365	912	
Краткосрочные займы	345	127	
Собственный капитал	1 607	1 805	
Активы	2 727	3 347	
Долг, в т.ч.:	710	1 040	1 387
краткосрочные займы	345	127	
долгосрочные займы	365	912	
Чистый долг	318	862	
Краткосрочные займы / Фин. долг	0,5	0,1	
Долг / EBITDA	1,8	2,4	1,9
Чистый долг / EBITDA	0,8	2,0	
EBITDA / Проценты к уплате	11,4	20,4	
Кэфф. текущей ликвидности	1,2	1,7	
Капитал / Активы	0,6	0,5	

Источники: данные компании, оценка УРАЛСИБа

Потенциал снижения долговой нагрузки. Свободный денежный поток остается отрицательным, однако за счет резкого роста операционного денежного потока (до 220,5 млн долл. после оттока во 2 кв. 2011 г.), его значение оказалось практически на двухлетнем максимуме – примерно минус 6 млн долл. Кроме того, еще одним следствием падения курса рубля на 15% за отчетный квартал стало снижение объемов обязательств компании – долг Alliance Oil за июль–сентябрь сократился на 6% до 1,6 млрд долл., что наряду с повышением операционной эффективности способствовало снижению отношения Долг/ЕБИТДА до 2 – минимального уровня, в последний раз отмечавшего в начале прошлого года. Структура долга оставляет неоднозначное впечатление: с одной стороны, львиную долю (свыше 90%) составляют долгосрочные обязательства, а с другой – у компании довольно высокие валютные риски (в рублях номинировано 60% выручки, однако доля рублевого долга составляет лишь 40%).

По нашим оценкам, учитывая капзатраты, компания не сможет существенно снизить долговую нагрузку. Инвестиционная программа компании в объеме 1 млрд долл. выполнена лишь на три четверти, и, как ожидается, до конца года капвложения будет направлено 200–250 млн долл. Предполагается, что эти средства пойдут как на продолжающуюся модернизацию Хабаровского НПЗ (по словам руководства, она должна закончиться в следующем году), так и на дальнейшее развитие Колвинского месторождения. Мы полагаем, что компания может вновь привлечь внешнее финансирование, однако его размеры вряд ли приведут к существенному увеличению долговой нагрузки, поскольку операционный поток демонстрирует поступательный рост. По нашим оценкам, по итогам 2011 г. отношение Долга/ЕБИТДА опустится до уровня 1,9–2,1.

Восстановление рентабельности и снижение долговой нагрузки

Ключевые показатели Alliance Oil по МСФО за 3 кв. и 9 мес. 2011 г., млн долл.

	3 кв.10	9 мес.10	2010	2 кв.11	3 кв.11	9 мес.11	3 кв.11/ 2 кв.11, %	3 кв.11/ 3 кв.10, %	9 мес.11/ 9 мес.10, %
Выручка	581	1 614	2 196	784	794	2 257	1	37	40
ЕБИТДА	130	320	440	124	174	454	40	34	42
Чистая прибыль	85	165	226	56	63	209	13	(26)	27
Рентабельность ЕБИТДА, %	22	20	20	16	22	20			
Чистая рентабельность, %	15	10	10	7	8	9			
Опер. ден. поток	66	49	204	1	221	311	29 422	236	541
Капвложения	(147)	(405)	(651)	(220)	(226)	(766)	3	54	89
Основные средства		2 316	2 528	3 312		3 049	(8)		
Денежные средства		270	178	283		244	(14)		
Дебиторская задолженность		199	117	146		93	(36)		
Долгосрочные займы		882	912	1 587		1 512	(5)		
Краткосрочные займы		110	127	78		55	(29)		
Собственный капитал		1 750	1 805	2 149		1 904	(11)		
Активы		3 184	3 347	4 380		4 060	(7)		
Долг, в т.ч.:		993	1 040	1 665		1 567	(6)		
краткосрочные займы		110	127	78		55	(29)		
долгосрочные займы		882	912	1 587		1 512	(5)		
Чистый долг		723	862	1 382		1 324	(4)		
Краткосрочные займы / Фин. долг		0,1	0,1			0,0			
Долг / ЕБИТДА		2,4	2,4			2,0			
Чистый долг / ЕБИТДА		1,8	2,0			1,7			
ЕБИТДА / Проценты к уплате	88,6	20,9	20,4	13,8	5,5	9,5			
Кэфф. текущей ликвидности		2,3	1,7			2,2			
Собственный капитал / Активы		0,5	0,5			0,5			

Источники: отчетность компании, оценка УРАЛСИБа

В облигациях есть идеи, но немного. Отчетность компании произвела на нас довольно хорошее впечатление. После периода существенного роста долговой нагрузки, продолжавшегося с середины прошлого года, ситуация стала выправляться. Отношение Долг/ЕБИТДА снизился, а в перспективе должен опуститься до комфортных значений – как перед началом реализации инвестиционной программы. Уровень доходности облигаций Alliance, которые, к слову, входят в ломбардный список Банка России, – один из самых высоких в секторе при приемлемом кредитном качестве. Однако большого потенциала роста котировок на текущий момент нет. Из локальных выпусков мы можем порекомендовать к покупке с целью удержания до погашения более или менее ликвидные НК Альянс БО-1, торгующиеся с доходностью к погашению в феврале 2014 г. порядка 10,6%. Евробонд с погашением в 2015 г. выглядит достаточно привлекательным, торгуясь с премией к кривой Евразы (B/B1/BB-) на уровне 190 б.п., хотя исторически премия колебалась в диапазоне 120–140 б.п., а, по нашему мнению, должна была бы быть не выше 100 б.п., учитывая разницу в масштабах бизнеса и кредитном качестве. Однако этот евробонд не слишком ликвиден и найти его по приемлемой цене достаточно сложно.

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
Дэниэл Фельцман, feltsmand@uralsib.ru

Управление торговли

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

Управление по рынкам долгового капитала

Корпоративные выпуски

Артемий Самойлов, samojlova@uralsib.ru
Виктор Орехов, ore_vv@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
Ольга Степаненко, stepanenkkooa@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
Татьяна Днепровская, dneprovskata@uralsib.ru

Нефть и газ

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

Стратегия

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

Электроэнергетика

Матвей Тайц, tai_ma@uralsib.ru
Иван Рубинов, rubinoviv@uralsib.ru

Макроэкономика

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

Металлургия/Горнодобывающая промышленность

Дмитрий Смолин, smolindv@uralsib.ru
Валентина Богомолова, bogomolovava@uralsib.ru

Банки

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

Телекоммуникации/Медиа/ИТ

Константин Чернышев, che_kb@uralsib.ru
Константин Белов, belovka@uralsib.ru
Николай Дьячков, dyachkovna@uralsib.ru

Анализ рыночных данных

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

Минеральные удобрения/

Машиностроение/Транспорт

Денис Ворчик, vorchikdb@uralsib.ru
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,
Тимоти Халл, hallt@uralsib.ru
Пол Де Витт, dewittpd@uralsib.ru
Хиссам Латиф, latifh@uralsib.ru

Русский язык

Андрей Пятигорский, pya_ae@uralsib.ru
Евгений Гринкруг, grinkruges@uralsib.ru
Ольга Симкина, sim_oa@uralsib.ru
Анна Разинцева, razintsevaav@uralsib.ru
Степан Чугров, chugrovss@uralsib.ru
Алексей Смородин, smorodinay@uralsib.ru

Дизайн

Ангелина Фриденберг, fridenbergav@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 2011