



ТОРГОВАЯ ИДЕЯ: САМАЯ ВЫСОКАЯ ДОХОДНОСТЬ В НЕФТЯНОМ СЕКТОРЕ

Конвертируемый евробонд VOSTOK'14 выглядит очень привлекательно

Рекомендуем покупать Vostok'14. Мы обратили внимание на опережающее снижение котировок конвертируемого евробонда Vostok'14 по сравнению с динамикой других облигаций эмитента, при том что доходность указанного выпуска к погашению летом 2014 г. достигла 10%, тогда как еще месяц назад она колебалась в диапазоне 4–5%. На фоне евробонда Vostok'15 (YTM 7,7%) конвертируемый выпуск выглядит привлекательно: во-первых, при более короткой дюреции он предлагает премию порядка 230 б.п. к выпуску с погашением в 2015 г., в то время как средний дисконт доходности бумаги к выпуску Vostok'15 в последние полгода составлял около 400 б.п., во-вторых, в структуру Vostok'14 встроен колл-опцион на конвертацию в акции, и, хотя в настоящий момент опцион находится «вне денег», его стоимость ненулевая, что с учетом высокой доходности выпуска делает его еще более интересным.

Основной негатив уже заложен в ценах. После выхода слабых операционных результатов за 1 кв. 2011 г., показавших неожиданно резкое падение добычи на ключевом для компании Колвинском месторождении, цены акций и облигаций компании снижаются. Насколько мы понимаем, падение дебита скважин заставило компанию снизить прогноз добычи нефти на месторождении до 15–20 тыс. барр./сутки, как следствие, совокупная добыча, по прогнозу Alliance Oil, также снизится – до 55–60 тыс. барр./сутки. Более пессимистическая оценка компанией своих перспектив, в свою очередь, стала причиной снижения нашего прогноза основных финансовых показателей, к примеру, теперь в 2012 г. мы ожидаем EBITDA и рентабельности по EBITDA на уровне 789 млн долл. и 26% соответственно. Тем не менее, согласно нашей оценке, в текущих котировках акций уже учтены достаточно консервативные ожидания в отношении добычи на Колвинском месторождении, предусматривающие практически полное ее прекращение, а потенциал роста акций Alliance Oil до нашей новой прогнозной цены (снижена до 12 долл./SDR) от текущих уровней составляет примерно 40% (подробнее см. наш обзор по компании от 10 апреля 2012 г.).

Мы не ожидаем существенного ухудшения кредитного качества. Основные вопросы заключаются в том, стабилизируется ли добыча на Колвинском месторождении, на каком уровне и когда это произойдет. В наших расчетах мы исходим из консервативного прогноза добычи в объеме 15 тыс. барр./сутки. По всей видимости, расходы на стабилизацию добычи уже заложены в довольно высокой инвестиционной программе на этот год (390–450 млн долл. в сегменте разведки и добычи). Учитывая ожидающееся снижение операционного денежного потока и высокие потребности в финансировании, чистый долг Alliance Oil по итогам 2012 г. может подняться до уровня 1,9 млрд долл. с 1,4 млрд долл. в

Параметры выпуска

Эмитент	Alliance Oil Company
Кредитный рейтинг	B+/-B
Выпуск	Vostok'14 CNV
ISIN	XS0434516349
Объем	265 млн долл.
Погашение	16.07.2014
Цена конверсии	15,94 долл./SDR
Купон	7,25%
Доходность к погашению	10,14%

Динамика показателей Alliance Oil

МСФО, млн долл.	2010	2011	2012П
Выручка	2 196	3 083	3 080
ЕБИТДА	440	687	789
Чистая прибыль	226	328	343
Рентабельность по ЕБИТДА, %	20	22	26
Чистая рентабельность, %	10	11	11
Операционный денежный поток	204	463	557
Капвложения	(651)	(1 025)	(1 018)
Основные средства	2 528	3 224	
Денежные средства	178	188	115
Собственный капитал	1 805	1 993	
Активы	3 347	4 225	4 928
Долг, в т.ч.:	1 040	1 621	2 009
краткосрочные займы	127	107	132
долгосрочные займы	912	1 514	1 877
Чистый долг	862	1 433	1 894
Краткосрочные займы / Долг	0,1	0,1	0,1
Долг / ЕБИТДА	2,4	2,4	2,5
Чистый долг / ЕБИТДА	2,0	2,1	2,4
ЕБИТДА / Проценты к уплате	20,4	14,7	
Коэфф. текущей ликвидности	1,7	1,8	
Капитал / Активы	0,5	0,5	

Источники: данные компании, оценка УРАЛСИБа

Обращающиеся выпуски Alliance Oil

VOSTOK (Bloomberg)					
Выпуск	Валюта	Объем, млн	Купон, %	Опц./Пог.	Доходн., %
AllianceOil '14	USD	300	7,25	16 июл 14	10,11
AllianceOil '15	USD	350	9,88	11 мар 15	8,09
АльянсНК-3	RUR	5 000	9,75	1 авг 13	9,23
АльянсНК БО-1	RUR	5 000	9,25	4 фев 14	9,53
АльянсНК-4	RUR	5 000	8,85	9 июн 16	10,78
АльянсНК-6	RUR	7 000	8,85	15 июн 16	11,03

Источники: ММВБ, Bloomberg, оценка УРАЛСИБа

Конвертируемый евробонд VOSTOK'14 выглядит очень привлекательно

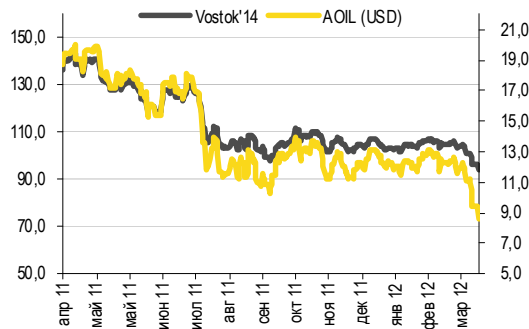
2011 г., что предполагает рост долговой нагрузки в терминах Чистый долг/ЕБИТДА до 2,4 с 2,1 в 2011 г. Однако мы не считаем эти уровни проблемными для компании, так как еще в 1 п/г 2011 г. значение указанного коэффициента превышало 2,6, а в следующем году мы ожидаем его падения ниже уровня 2.

Внутренний потенциал роста, риски снижения невелики.

Евробонд Vostok'14 выглядит перепроданным на опасениях дальнейшего снижения котировок акций компании (сильно коррелирующих с облигациями), что, впрочем, представляется маловероятным – их текущие уровни уже отражают крайне пессимистические ожидания в отношении Колвинского месторождения. При этом мы полагаем, что даже в случае дальнейшего падения акций компании снижение котировок выпуска Vostok'14 будет ограниченным, поскольку он уже торгуется ниже номинала, и встроенный в него колл-опцион находится глубоко «вне денег». Исходя из нашей прогнозной цены акций Alliance Oil выпуск Vostok'14 обладает потенциалом роста до уровня не менее 105–110% от номинала.

Высокая корреляция между котировками

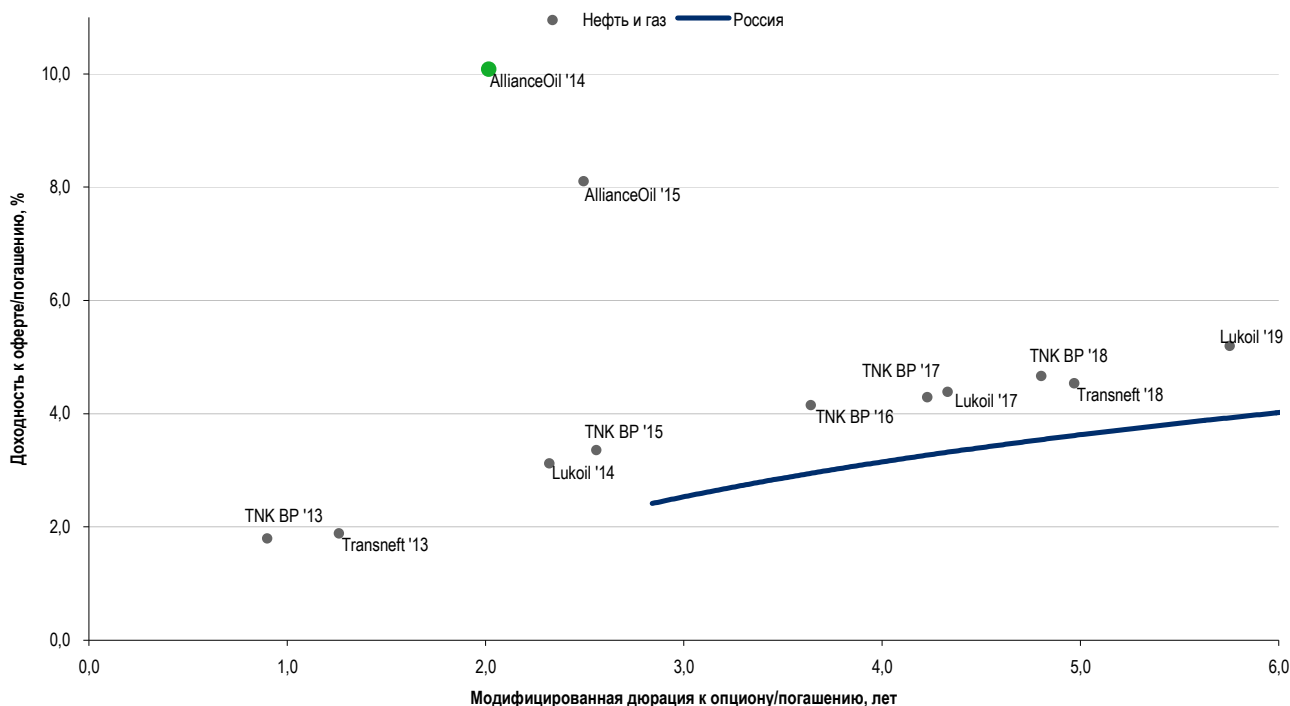
Акции Alliance Oil Co. и Vostok'14



Источники: Bloomberg

AllianceOil'14 (Vostok'14) предлагает самую высокую доходность в нефтяной отрасли

Котировки еврооблигаций на 10 апреля 2012 г.



Источники: Bloomberg

Предыдущие публикации по теме:

24 февраля 2012 г. НК «Альянс», Alliance Oil Company – Показатели повышаются, но облигации пока малопривлекательны. Отчетность по МСФО за 4 кв. и 2011 г.

http://www.uralsibcap.ru/products/download/20120224_Alliance_2011.pdf?docid=12457&lang=ru

10 апреля 2012 г. Alliance Oil Company – На фоне проблем с Колвинским проектом бумаги оказались перепроданными. С учетом сокращения прогноза добычи прогнозная цена понижена до 12 долл./SDR.

http://www.uralsibcap.ru/products/download/120410_Alliance%20Oil_Downgrade.pdf?docid=12722&lang=ru

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

Анна Карпова, karpovaam@uralsib.ru
Екатерина Кочемазова, kochemazovaea@uralsib.ru
Дарья Васильева, vasilievada@uralsib.ru

Дмитрий Попов, popovdv@uralsib.ru
Алексей Соколов, sokolovav@uralsib.ru
Яна Шнайдер, shnayderyi@uralsib.ru

Управление по рынкам долгового капитала

Корпоративные выпуски

Артемий Самойлов, samojlova@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

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, myrsikovav@uralsib.ru
Ольга Стерина, sterinaoa@uralsib.ru
Юрий Голбан, golbanyv@uralsib.ru
Антон Табах, tabakhav@uralsib.ru
Андрей Кулаков, kulakovan@uralsib.ru
Татьяна Днепровская, dnevrovskata@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 Девятков, 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, degtyarevwm@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
Алексей Андреев, andreevae@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
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 2012