

## ОЖИДАЕМО НЕВЫСОКИЕ РЕЗУЛЬТАТЫ; СУЩЕСТВЕННОГО УХУДШЕНИЯ ФИНАНСОВОГО ПРОФИЛЯ НЕ ПРОИЗОШЛО

### Отчетность по МСФО за 4 кв. и весь 2012 г.

**Добыча и объемы переработки снизились.** Вчера Alliance Oil Company опубликовала нейтральную отчетность по МСФО за 4 кв. и весь 2012 г. Удорожание нефтепродуктов на внутреннем рынке было полностью компенсировано снижением объемов реализации, а ожидаемый рост расходов на закупку нефти (как правило, отстают от динамики цены нетбэк) стал основной причиной снижения рентабельности. Так, объемы добычи Alliance в 4 кв. снизились до 52,5 тыс. барр./сутки (против 53,5 тыс. барр./сутки в 3 кв.), а совокупная добыча компании в октябре–декабре сократилась до 4,8 млн барр. против 4,9 млн барр. в 3 кв. Показатели среднесуточной и совокупной добычи за весь 2012 г. составили 53,9 тыс. барр. и 19,7 млн барр. соответственно. Таким образом, оправдался прогноз компании, предусматривавший среднесуточную добычу в 2012 г. на уровне 54,0 тыс. барр. В сегменте нефтепереработки ситуация выглядит несколько хуже: в 4 кв. 2012 г. среднесуточные объемы переработки сократились на 2,5% квартал к кварталу до 82,4 тыс. барр. после роста на 7,9% в 3 кв., тем не менее по итогам года этот показатель повысился на 8,8% до 80,1 тыс. барр.

**Снижение рентабельности на фоне роста расходов.** Консолидированная выручка компании в октябре–декабре осталась приблизительно на уровне предыдущего квартала, составив 909 млн долл., что объясняется снижением объемов реализации. В то же время по итогам всего года выручка поднялась на 12% до 3,4 млрд долл., как за счет увеличения объемов продаж, так и благодаря росту цен нетбэк на нефтепродукты. EBITDA в 4 кв. 2012 г., напротив, сократилась на 21% квартал к кварталу и 28% год к году до 169 млн долл., что привело к снижению рентабельности по EBITDA на 5,1 п.п. за квартал до 18,6%. Причиной падения EBITDA стало увеличение расходов на закупку нефти (ввиду лага между закупкой и поставкой нефти). По итогам 2012 г. рентабельность по EBITDA составила 21,3% против 22,3% годом ранее. Чистая прибыль достигла 130 млн долл. в 4 кв. (-2% за квартал) и 421 млн долл. за 2012 г. (+28% год к году). Неожиданно высокий показатель чистой прибыли объясняется более значительными, чем ожидалось, доходами от курсовых разниц, а также положительным результатом обратной переоценки нефтегазовых активов в Томской области (по причине повышения прогноза нефтяных цен при оценке резервов).

**Денежный поток вернулся в отрицательную зону...** Капзатраты Alliance Oil увеличились на 18% относительно предыдущего квартала и составили 185 млн долл., из которых 68% (125,5 млн долл.) пришлось на сегмент нефтепереработки. Вместе с тем в связи с отрицательной динамикой операционного денежного потока (-36% за квартал до 142 млн долл.) чистый денежный поток вернулся в отрицательную зону и составил минус 75 млн долл. против положительного значения 38 млн долл. кварталом ранее. За весь 2012 г. капзатраты компании составили 729 млн долл. (при операционном денежном потоке 570 млн долл.), а инвестиционная программа 2013 г. запланирована в объеме 680–780 млн долл. (250–290 млн долл. в сегменте добычи и 430–490 млн долл. в переработке). По нашему мнению, компании по силам профинансировать основную часть капзатрат из собственных средств, и увеличения долговой нагрузки по итогам текущего года мы не ожидаем.

### Обращающиеся выпуски

VOSTOK (Bloomberg)				
Выпуск	Объем, млн	Купон, %	Опц./Пог.	Доходн., %
AllianceOil '14	300 \$	7,25	16 июл 14	4,34
AllianceOil '15	350 \$	9,88	11 мар 15	4,97
АльянсНК-3	5 000 R	9,75	1 авг 13	8,84
АльянсНК БО-1	5 000 R	9,25	4 фев 14	9,25
АльянсНК-4	5 000 R	8,85	9 июн 16	9,69
АльянсНК-6	5 000 R	8,85	15 июн 16	9,79

Источники: ММВБ, Bloomberg, оценка УРАЛСИБа

### Динамика финансовых показателей

Alliance Oil			
МСФО, млн долл.			
	9 мес.12	4 кв. 12	2012
Выручка	2 537	909	3 445
ЕБИТДА	565	169	734
Чистая прибыль	291	130	421
Рентабельность по EBITDA, %	22	19	21
Чистая рентабельность, %	11	14	12
Опер. ден. поток	427	142	570
Капзатраты	(511)	(218)	(729)
Основные средства	3 800		4 475
Денежные средства	296		385
Долгосрочные займы	193		116
Краткосрочные займы	337		436
Собственный капитал	2 435		3 033
Активы	5 120		5 992
Долг, в т.ч.:	1 950		2 071
краткосрочные займы	378		402
долгосрочные займы	1 571		1 669
Чистый долг	1 654		1 686
Доля краткосрочного долга, %	19		19
Долг / EBITDA	2,4		2,8
Чистый долг / EBITDA	2,1		2,3
EBITDA / Проценты к уплате	8,1		7,7
Коэфф. тек. ликвидности	1,5	6,8	1,4
Капитал / Активы	0,5		0,5

Источники: данные компании, оценка УРАЛСИБа

**...однако рост долговой нагрузки был ограниченным благодаря допэмиссии.** Совокупный долг Alliance Oil за 4 кв. увеличился на 6% до 2,1 млрд долл., однако это объясняется переоценкой рублевого долга. Несмотря на привлеченные в конце года 202 млн долл. путем допэмиссии акций, чистый долг также увеличился на 2%, что на фоне снижения рентабельности привело к повышению коэффициентов Долг/ЕБИТДА и Чистый долг/ЕБИТДА с 2,4 до 2,8 и с 2,1 до 2,3 соответственно. Доля краткосрочного долга (19%) осталась на уровне предыдущего квартала, впрочем, объем доступной ликвидности выглядит достаточным для обслуживания долговых обязательств: до конца года Alliance предстоит погасить 402 млн долл., при этом у компании на счетах числятся денежные средства на общую сумму 360 млн долл. (на 21 февраля), а невыбранный лимит по кредитным линиям составляет 444 млн долл.

### Рост долговой нагрузки за счет снижения рентабельности, размер долга стабилен

Ключевые финансовые показатели Alliance Oil Company за 4 кв. и весь 2012 г. по МСФО, млн долл.

	2011	1 кв. 12	1 п/г 11	3 кв. 12	9 мес.12	4 кв. 12	2012	4 кв.12/ 3 кв.12, %	4 кв.12/ 4 кв.11, %	2012/ 2011, %
Выручка	3 083	815	1 632	904	2 537	909	3 445	0	10	12
ЕБИТДА	687	218	351	214	565	169	734	(21)	(28)	7
Чистая прибыль	328	140	159	132	291	130	421	(2)	9	28
Рентабельность по ЕБИТДА, %	22	27	21	24	22	19	21			
Чистая рентабельность, %	11	17	10	15	11	14	12			
Опер. денежный поток	463	151	204	223	427	142	570	(36)	(6)	23
Капзатраты	(1 025)	(151)	(326)	(185)	(511)	(218)	(729)	18	(16)	(29)
Основные средства	3 224	3 668	3 437		3 800		4 475	18		
Денежные средства	188	162	122		296		385	30		
Дебиторская задолженность	114	150	133		193		116	(40)		
Кредиторская задолженность	320	418	308		337		436	29		
Собственный капитал	1 993	2 369	2 092		2 435		3 033	25		
Активы	4 225	4 814	4 458		5 120		5 992	17		
Долг, в т.ч.:	1 621	1 689	1 748		1 950		2 071	6		
краткосрочные займы	107	112	214		378		402	6		
долгосрочные займы	1 514	1 577	1 534		1 571		1 669	6		
Чистый долг	1 433	1 527	1 626		1 654		1 686	2		
Доля краткосрочного долга, %	7	7	12		19		19			
Долг / ЕБИТДА	2,4	2,3	2,3		2,4		2,8			
Чистый долг / ЕБИТДА	2,1	2,0	2,1		2,1		2,3			
ЕБИТДА / Проценты к уплате	14,7	9,8	16,1	8,6	8,1	6,8	7,7			
Собственный капитал / Активы	0,5	0,5	0,5		0,5		0,5			

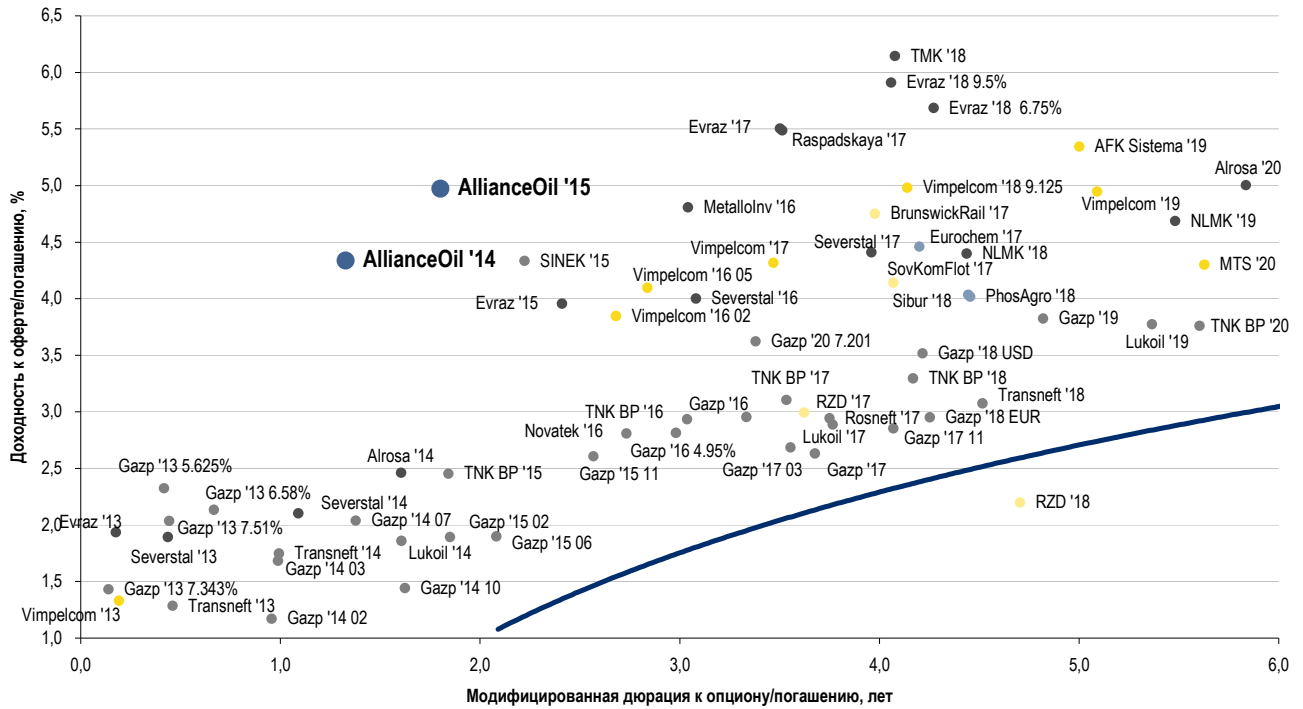
Источники: отчетность компании, оценка УРАЛСИБа

**Евробонды подорожали, но по-прежнему выглядят привлекательно; рублевые облигации неликвидны.** Отсутствие впечатляющей динамики в результатах компании за 4 кв. 2012 г. было ожидаемым, впрочем, опубликованная отчетность не предполагает и серьезного ухудшения кредитных метрик эмитента. Ликвидность в рублевых облигациях Alliance практически отсутствует, что не позволяет нам рекомендовать их к покупке, хотя спред выпуска НК Альянс БО-1 (УТМ 9,25%) с погашением в феврале 2014 г. к ОФЗ в размере 370 б.п. выглядит весьма привлекательно для годовой бумаги. В то же время еврооблигации эмитента, по нашему мнению, сохраняют привлекательность, предлагая самые высокие доходности среди корпоративных бумаг сопоставимой дюрации. Котировки конвертируемого в акции выпуска Vostok'14 (УТМ 4,34%) на уровне 104% пока далеки от исторического максимума 120% от номинала, а выпуск Vostok'15 (УТМ 4,97%) за последний месяц вырос в доходности приблизительно на 100 б.п. без каких-либо фундаментальных предпосылок. Кроме того, премии еврооблигаций эмитента к аналогичным нефтяным бумагам первого эшелона на уровне 300–350 б.п. (несмотря на ее сужение относительно конца прошлого года приблизительно на 100 б.п.) представляется нам весьма привлекательной для горизонта один-два года.

См. карты доходностей и таблицу на следующих страницах.

### Несмотря на снижение доходности, евробонды Alliance Oil сохраняют привлекательность

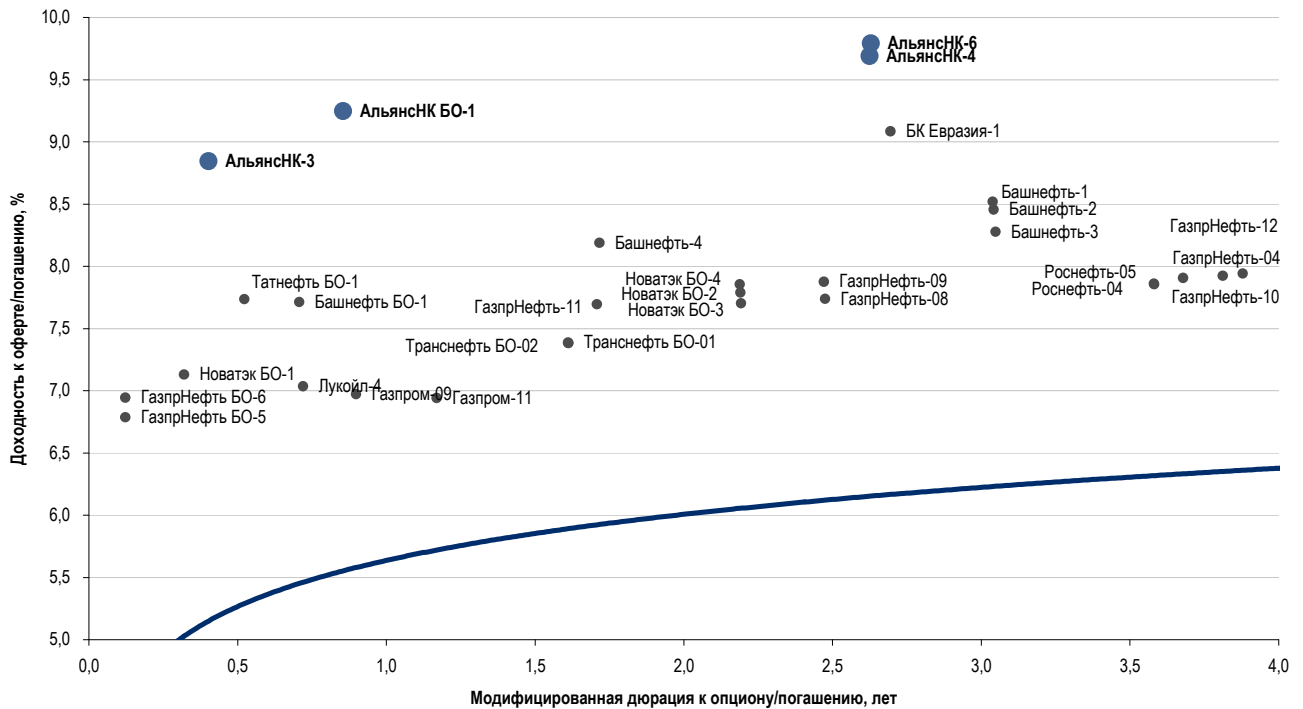
Еврооблигации российских компаний по состоянию на 21 февраля 2013 г.



Источники: Bloomberg, оценка УРАЛСИБа

### Облигации непривлекательны по причине низкой торговой ликвидности

Рублевые облигации российских нефтегазовых компаний по состоянию на 21 февраля 2013 г.



Источники: ММВБ, оценка УРАЛСИБа

## Основные финансовые показатели компаний нефтегазового сектора

Сравнение эмитентов по секторам

	Рейтинг (S&P/M/F)	Выручка, млн долл.	ЕВITDA, млн долл.	ЕВITDA, %	Капзатраты, млн долл.	ОДП/ Капзатраты	Долг, млн долл.	Долг / ЕВITDA	Чистый Долг / ЕВITDA	Кэфф. тек. ликв.	Капитал / Активы	
2011	Газпром	157 752	65 726	41,7	52 836	1,1	47 837	0,7	0,5	1,7	0,7	
	Газпром нефть	44 172	8 942	20,2	4 029	1,5	6 697	0,7	0,6	2,1	0,7	
	Роснефть	91 975	21 876	23,8	13 246	1,2	22 793	1,1	0,6	2,0	0,6	
	ЛУКОЙЛ	133 650	19 291	14,4	8 492	1,8	9 092	0,5	0,3	2,1	0,7	
	ТНК-ВР	60 199	14 086	23,4	4 694	2,2	8 047	0,6	0,5	1,4	0,6	
	Транснефть	22 802	9 906	43,4	7 128	0,8	18 801	1,9	1,4	2,5	0,5	
	НОВАТЭК	5 990	2 905	48,5	861	2,8	2 966	1,0	0,8	1,2	0,6	
	Alliance Oil	B+/-/B	3 083	688	22,3	1 025	0,5	1 621	2,4	2,1	1,8	0,5
	Татнефть	WR/BA2/BB	20 952	3 504	16,7	1 910	1,5	3 184	0,9	0,8	1,6	0,6
	Башнефть	-/Ba2/-	16 549	3 231	19,5	851	2,6	3 385	1,0	0,8	2,0	0,5
<b>Развитые страны</b>												
	Chevron	236 286	51 210	21,7	26 500	1,6	10 152	0,2	(0,1)	1,6	0,6	
	СопосоPhillips	230 859	26 270	11,4	13 266	1,5	22 623	0,9	0,6	1,1	0,4	
	ЕххонMobil	433 526	69 687	16,1	30 975	1,8	17 033	0,2	0,1	0,9	0,5	
<b>Развивающиеся страны</b>												
	CNOOC	37 285	18 422	49,4	8 148	2,2	6 030	0,3	(0,5)	1,9	0,7	
	MOL	26 734	3 012	11,3	1 132	1,5	4 870	1,6	1,4	1,2	0,4	
	Petrobras	146 294	36 896	25,2	40 627	0,8	83 483	2,3	1,6	1,8	0,6	
1 кв. 12	Газпром	40 792	12 621	30,9	13 023	1,5	48 003	0,8	0,4	1,7	0,7	
	Газпром нефть	11 474	2 037	17,8	1 009	2,1	7 376	0,8	0,6	1,9	0,7	
	ЛУКОЙЛ	35 261	5 146	14,6	2 421	1,6	9 398	0,5	1,5	2,3	0,7	
	ТНК-ВР	16 089	3 635	22,6	1 432	2,4	7 365	0,5	0,5	1,2	0,5	
	НОВАТЭК	1 811	841	46,5	250	3,2	2 582	0,9	0,6	1,4	0,7	
	Alliance Oil	B+/-/B	815	218	26,7	151	1,0	1 689	2,3	2,0	2,2	0,5
	Башнефть		3 923	824	21,0	162	1,1	4 444	1,3	1,2	2,3	0,4
	Татнефть	WR/BA2/BB	5 030	1 233	24,5	306	4,1	2 934	0,8	0,6	1,9	0,7
1 п/г 12	Газпром нефть	23 690	4 052	17,1	2 037	1,9	6 640	0,8	0,5	1,9	0,6	
	Роснефть	47 960	8 310	17,3	7 819	0,9	25 139	1,4	1,0	1,7	0,6	
	ЛУКОЙЛ	67 858	8 716	12,8	5 327	1,3	8 855	0,5	0,3	1,9	0,7	
	ТНК-ВР	30 300	5 877	19,4	2 661	2,5	7 200	0,6	0,4	1,3	0,6	
	Транснефть	11 820	5 600	47,4	2 790	1,0	17 387	1,8	1,6	3,6	0,6	
	НОВАТЭК	3 256	1 460	44,8	647	1,7	2 854	1,1	0,9	1,3	0,7	
	Alliance Oil	B+/-/B	1 632	351	21,5	326	0,6	1 748	2,3	2,1	1,5	0,5
	Башнефть	-/Ba2/BB	8 005	1 587	19,8	436	2,7	3 930	1,2	1,1	1,8	0,5
Татнефть												
9 мес. 12	Газпром нефть	31 741	8 520	26,8	3 688	1,6	7 526	0,7	0,5	1,8	0,7	
	Роснефть	78 908	15 482	19,6	11 968	1,1	27 733	1,5	1,1	1,5	0,6	
	ЛУКОЙЛ											
	ТНК-ВР	46 100	10 500	22,8	4 000	2,4	8 300	0,6	-	-	0,0	
	Транснефть											
	НОВАТЭК	5 075	2 329	45,9	1 042	1,8	2 731	0,9	0,7	1,2	0,7	
	Alliance Oil	B+/-/B	2 537	565	22,3	511	0,8	1 950	2,4	2,1	1,5	0,5
	Башнефть	-/Ba2/BB	12 627	2 549	20,2	1 817	2,9	4 130	1,3	1,1	2,0	0,5
Татнефть												
2012П	Газпром	158 271	54 540	34,5	40 719	1,2	60 000	1,1	0,8	2,2	0,7	
	Газпром нефть	37 577	7 898	21,0	5 387	1,3	7 372	0,9	0,7	1,0	0,7	
	Роснефть	94 173	20 488	21,8	16 000	1,1	23 162	1,1	0,9	2,1	0,7	
	ЛУКОЙЛ	123 763	15 246	12,3	14 050	1,0	8 695	0,6	0,5	2,0	0,8	
	ТНК-ВР	56 111	12 671	22,6	4 529	2,8	8 752	0,7	0,5	1,5	0,5	
	Транснефть	21 008	10 170	48,4	7 914	1,0	17 324	1,7	1,1	2,6	0,6	
	Новатэк	7 256	3 321	45,8	718	4,0	2 583	0,8	0,5	1,1	0,7	
	Alliance Oil		734	21,3	729	0,8	2 071	2,8	2,3	1,4	0,5	
	Татнефть		21 893	3 676	16,8	2 117	1,5	4 789	1,3	0,9	2,2	0,6
	Башнефть		14 423	2 938	20,4	960	2,4	3 130	1,1	0,5	1,5	0,4

Источники: данные компании, оценка УРАЛСИБа

# Департамент по операциям с долговыми инструментами

## Исполнительный директор, руководитель департамента

Борис Гинзбург, ginzburgi@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

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

Александр Сазонов, sazonoval@uralsib.ru

Алексей Смирнов, smirnovak@uralsib.ru

### Сопровождение проектов

Гюзель Тимошкина, tim\_gg@uralsib.ru

Галина Гудыма, gud\_gi@uralsib.ru

Наталья Грищенко, grischenkovane@uralsib.ru

### Региональные выпуски

Александр Маргеев, margeevas@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 Боженко, bozhenkonv@uralsib.ru

Ольга Стерина, sterinaoa@uralsib.ru

Антон Табах, tabakhav@uralsib.ru

Татьяна Днепровская, dneprovskata@uralsib.ru

### Нефть и газ

Алексей Кокин, kokinav@uralsib.ru

Станислав Кондратьев, kondratievds@uralsib.ru

### Электроэнергетика

Матвей Тайц, tai\_ma@uralsib.ru

Кристина Корнич, kornichko@uralsib.ru

### Стратегия

Вячеслав Смольянинов, smolyaninovv@uralsib.ru

### Металлургия/Горнодобывающая промышленность

Валентина Богомолова, bogomolovava@uralsib.ru

### Макроэкономика

Алексей Девятков, devyatovae@uralsib.ru

Ольга Стерина, sterinaoa@uralsib.ru

### Телекоммуникации/Медиа/ИТ

Константин Чернышев, che\_kb@uralsib.ru

Константин Белов, belovka@uralsib.ru

### Банки

Наталья Березина, berezinana@uralsib.ru

### Минеральные удобрения/

### Машиностроение/Транспорт

Денис Ворчик, vorchikdb@uralsib.ru

Артем Егоренков, egorenkovag@uralsib.ru

### Анализ рыночных данных

Вячеслав Смольянинов, smolyaninovv@uralsib.ru

Дмитрий Пуш, pushds@uralsib.ru

Максим Недовесов, nedovesovmv@uralsib.ru

### Потребительский сектор/ Недвижимость

Марат Ибрагимов, ibragimovmy@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

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 2013