

СКРОМНОЕ ОБАЯНИЕ НЕФТИ

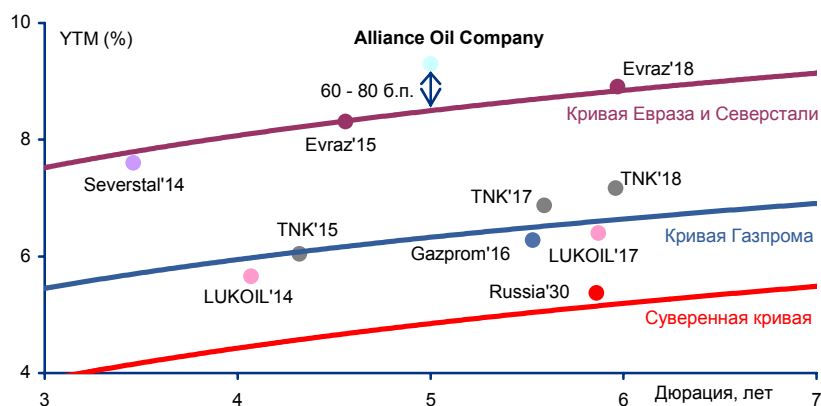
ДЕБЮТ НА ВНЕШНЕМ РЫНКЕ

Продолжается road show еврооблигаций Alliance Oil Company. С 16 по 24 февраля Alliance Oil Company (АОС) проводит road show своих еврооблигаций. По последней информации, объем выпуска составит 500 млн долл., срочность – пять лет, ориентир по доходности – YTM9,5%. Компания намерена направить привлеченные средства на рефинансирование краткосрочной задолженности и финансирование текущей деятельности. Накануне старта road-show, агентство S&P присвоило АОС рейтинг B+/Стабильный, а Fitch –B/Стабильный. Оба агентства отмечают, что в настоящий момент долговая нагрузка эмитента является умеренной (отношение «Скорректированный» долг/ЕБИТДА, по оценке S&P, равно 1,1), но в 2010–2011 гг. вероятен ее рост по мере реализации компанией инвестиционных проектов. При этом выход показателя Долг/ЕБИТДА за пределы 3, (заявленный эмитентом целевой уровень) может привести к понижению рейтингов компании.

Евробонды Северстали и Евраз – подходящий ориентир доходности бумаг Alliance. Масштабы бизнеса АОС слишком малы для определения доходности ее облигаций на основе сравнения с представленными на внешнем долговом рынке российскими заемщиками нефтегазового сектора. Наиболее приемлемыми для этих целей мы сочли бумаги Евраз (B/B1/B+) и Северстали (BB-/Ba3/B+), ориентируясь при этом как на близость кредитных рейтингов данных эмитентов и АОС, так и на относительно высокую ликвидность их выпусков. Справедливый размер премии бумаг АОС к кривой доходностей Евраз и Северстали мы оцениваем в 60–80 б.п., что соответствует доходности для пятилетних бумаг на уровне 9–9,2%. В своей оценке мы учитываем более скромные масштабы бизнеса АОС по сравнению с Северсталью и Евразом и меньшую стратегическую важность ее деятельности для РФ (компания, в частности, не числится в списке стратегических предприятий). Таким образом, ориентир по доходности бумаг АОС на уровне YTM 9,5% представляется нам весьма привлекательным. Однако мы не исключаем, что в итоге эмитент может разместиться на более выгодных условиях.

Справедливая премия евробондов АОС к кривой доходностей Евраз - Северсталь: 60-80 б.п.

Диаграмма доходностей российских еврооблигаций



* - все котировки от 19.02.2010

Источники: Bloomberg

ПЕРВИЧНОЕ РАЗМЕЩЕНИЕ

Информация о выпуске

Эмитент	Alliance Oil Company, Ltd.
Кредитный рейтинг эмитента (S/M/F)	B+/NR/B
Тип инструмента	Еврооблигации (Reg S/144A)
Листинг	LSE
Индикативный объем	500 - 750 млн долл.
Срок обращения	5 - 7 лет
Купон	не выше 10%
Финансовые ковенанты	Долг/ЕБИТДА < 4x до дек. 2010 г., < 3,5x после
Справедливая доходность*	YTM 9 - 9,2%

* - оценка УРАЛСИБа для выпуска срочностью 5 лет

Масштабы бизнеса АОС слишком малы, чтобы оценивать доходности ее облигаций относительно компаний нефтегазового сектора

СКРОМНОЕ ОБАЯНИЕ НЕФТИ

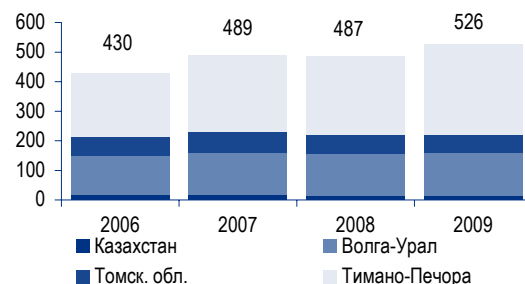
Не новичок на рынке публичного долга. АОС известна публичному долговому рынку по рублевому выпуску облигаций **НК Альянс-1** объемом 3 млрд руб., который компания разместила осенью 2006 г. (более 90% от объема эмиссии было выкуплено у держателей в сентябре 2009 г. в ходе оферты). В своем нынешнем виде АОС была сформирована весной 2008 г на базе компании Alliance, которая контролировала небольшой Хабаровский НПЗ и сеть из 256 АЗС, расположенных на Дальнем Востоке, а также добывающие активы в Татарстане. В апреле 2008 г. Alliance приобрела у контролирующих акционеров независимой шведской нефтяной компании West Siberian Resources (WSR) принадлежащие им пакеты акций. WSR интересовала Alliance своими нефтедобывающими активами, расположенными в Томской и Самарской областях, а также Тимано-Печоре. В мае 2009 г. АОС провела обратный сплит акций WSR и изменила название на Alliance Oil Company. АОС контролируется частными акционерами в лице группы «Альянс» (53,7%). Среди многочисленных миноритариев присутствует испанская Repsol (3,2%). Акции компании обращаются на Стокгольмской фондовой бирже.

Вертикально-интегрированная нефтяная компания средних размеров. Сегодняшняя АОС представляет собой среднюю по российским меркам нефтяную компанию с вертикально интегрированной структурой бизнеса. По итогам 2009 г. АОС добыла 16 млн. барр. и переработала 21,8 млн барр. нефти, реализация нефтепродуктов составила 21,5 млн барр. Доказанные и вероятные запасы АОС на конец 2009 г. оцениваются в 526 млн барр. нефтяного эквивалента, что при текущем уровне добычи обеспечивает операционную деятельность компании на 33 года. В настоящий момент перерабатывающие мощности (Хабаровский НПЗ) составляют 21,8 млн барр. в год. АОС показала очень высокий коэффициент замещения совокупных доказанных запасов (189% в 2009 г. – данные Fitch). Компания ожидает, что в последующие пять лет этот показатель также будет превышать 100%. Перерабатывающий и сбытовой бизнес прежней Alliance, представленный Хабаровским НПЗ и сетью АЗС на Дальнем Востоке, доминирует над добывающим, приобретенным у WSR. На долю перерабатывающего и сбытового сегмента приходится почти 80% совокупной выручки АОС, а капвложения в этот сегмент составляют более 60% от общего объема инвестиций.

Ограниченная синергия между активами. Основные добывающие активы АОС находятся в четырех регионах РФ (в Томской и Самарской областях, в Татарстане и Тимано-Печорском бассейне), а также в Казахстане. Почти все месторождения, которые разрабатывает компания, имеют весьма скромные размеры, некоторые из них к тому же истощены. В связи с тем, что добывающие активы АОС разбросаны по всей территории России и достаточно сильно удалены от Хабаровского НПЗ, расположенного на Дальнем Востоке, синергия между добывающим и перерабатывающим бизнес-сегментами компании практически отсутствует. Мы не видим у Alliance той степени вертикальной интеграции, которая отличает, например, Роснефть или ЛУКОЙЛ.

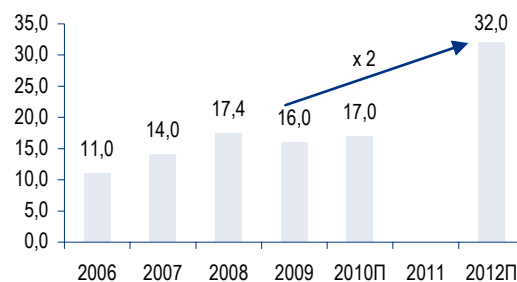
Стратегия развития предполагает значительные инвестиции. Основной инвестиционный проект АОС – модернизация Хабаровского НПЗ, которую предполагается завершить до 2012 г. Компания намерена также направить капвложения на разработку имеющихся у нее месторождений – недавно руководство заявило, что ставит перед собой задачу к концу 2012 г. удвоить добычу с текущего уровня. В 2010 г. АОС планирует довести годовую добычу до 17 млн барр.

Обеспеченность запасами на 33 года при текущей добыче
 Доказанные и вероятные запасы АОС, млн барр.



Источник: АОС (про-форма на 31.12.2009)

Задача - удвоение добычи к 2012 г.
 Динамика производства, млн барр.



Источник: АОС

СКРОМНОЕ ОБАЯНИЕ НЕФТИ

(+6,25% к уровню 2009 г.). По информации S&P, расходы на завершение модернизации Хабаровского НПЗ оцениваются в 1 млрд долл. (без учета НДС и таможенных пошлин), из них около 400 млн долл. уже инвестированы. По прогнозу АОС, это позволит увеличить мощность завода с нынешних 70 тыс. барр./сутки до 90 тыс. барр./сутки и повысить низкий в настоящее время объем производства легких нефтепродуктов. АОС уже получила одобрение наблюдательного совета ВЭБа на выделение компании целевого кредита для модернизации Хабаровского НПЗ, обеспечением по которому будет служить сам завод. По последней информации компании, она планирует привлечь в ВЭБе 600 млн долл. на срок 13 лет по процентной ставке не выше LIBOR + 6 п.п. При этом, как отмечается, данный кредит будет единственным «обеспеченным» долгом в долговом портфеле АОС. Перспективы дальнейшего роста добычи АОС мы связываем прежде всего с разработкой Колвинского месторождения, инвестиции в разработку которого компания оценивает в 130 млн долл. Общий объем инвестпрограммы Alliance на 2010 г. запланирован на уровне 316 млн долл., аналогичный объем инвестиций ожидается и в 2011 г.

Колвинское – потенциал двукратного роста добычи. Колвинское месторождение, расположенное в Тимано-Печорской провинции, обещает стать основным источником роста добычи для АОС в будущем. В настоящее время на месторождении продолжают разведочные работы, компания планирует начать добычу в 2011 г. Несмотря на то что качество нефти на месторождении невысокое, добыча на Колвинском имеет для компании важнейшее значение – по нашим оценкам, она составит 27,5% накопленного объема добычи АОС в 2015 г. и почти 46% – в 2020 г. Важно и то, что месторождение подпадает под действие закона о налоговых каникулах по НДПИ.

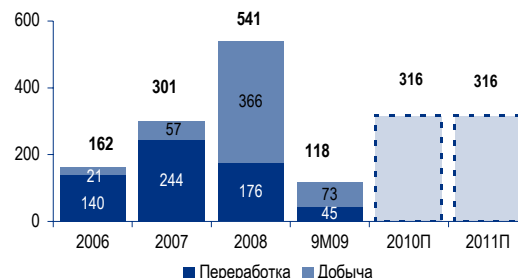
Прочные позиции в рознице. По данным АОС, в 2008 г. ее доля на дальневосточном розничном рынке составляла 35%, на оптовом – 31%. Компания реализует через принадлежащие ей в настоящий момент 261 АЗС более 80% бензина и более 20% дизельного топлива, продаваемого на внутреннем рынке. Эта сеть опирается на 24 нефтепродуктовых терминала совокупной емкостью 448 880 кубометров, с которых компания отгружает нефтепродукты на свои АЗС и через которые осуществляет мелкооптовую реализацию. В сентябре АОС приобрела более десяти АЗС и пять современных терминалов в Амурской области. Приобретенные АЗС выгодно расположены, средний объем реализации составляет 5,5 тыс. т в день на каждой. Это приобретение должно увеличить розничные продажи компании в регионе приблизительно на 30% – до 90 тыс. т в год.

Переработка и сбыт определяют финансовые показатели. По итогам 9 месяцев 2009 г. общая выручка АОС составила 1,2 млрд долл., из которой 81% пришлось на сегмент переработки и сбыта. Доля выручки компании от продаж нефтепродуктов на внутреннем рынке достигала 76% совокупной выручки от переработки и сбыта и 60% совокупной выручки, полученной за данный период. На капитальные вложения в сегмент переработки и сбыта по итогам 9 месяцев 2009 г. АОС направила 62% от общего объема капзатрат.

Эффективный маркетинг – высокая рентабельность. АОС характеризуется высокой эффективностью управления затратами, что объясняет и довольно высокий уровень рентабельности по EBITDA (25,2% по итогам 9 месяцев 2009 г.). Это превосходит показатели рентабельности EBITDA за тот же период, например, у ЛУКОЙЛА

Снижения капзатрат не предвидится

Капитальные затраты АОС*, млн долл.



*Учитывает показатели НК "Альянс" и WSR

Источник: АОС

Высокая рентабельность

Ключевые финансовые показатели АОС, млн долл.

МСФО	2008	9M2009
Выручка	2 722	1 182
ЕВITDA	585	298
Чистая прибыль	46	157
Операционный денежный поток	300	151
Капитальные затраты	(541)	(118)
Свободный денежный поток	(241)	33
Совокупный долг	864	707
Краткосрочный долг	629	322
Денежные средства	293	289
Чистый долг	571	418
Собственный капитал	1 158	1 440
Активы	2 391	2 407
Кoeffициенты		
Норма EBITDA (%)	21,5	25,2
EBITDA/проц. расходы	12,4	-
Долг/EBITDA*	1,5	2,3
Чистый долг/EBITDA*	1,0	1,4
Долг/собств. капитал	0,7	0,5

* - EBITDA за последние 12 месяцев

Источники: данные компании, оценка УРАЛСИБа

СКРОМНОЕ ОБАЯНИЕ НЕФТИ

(18,3%) и Газпромнефти (21,7%). Наиболее управляемыми затратными статьями АОС являются издержки на добычу, переработку и транспортировку, а также общие и административные затраты. Затраты на закупку нефти (около 40% общей себестоимости эмитента в 2008 году) – статья, которая в будущем может наиболее отрицательно сказаться на финансовых результатах АОС. Это объясняется тем, что нехватка собственной нефти вынуждает компанию закупать существенные объемы сырья на внутреннем рынке для дальнейшей переработки (в 2008 году АОС обеспечивала себя собственной сырой нефтью лишь на 18%).

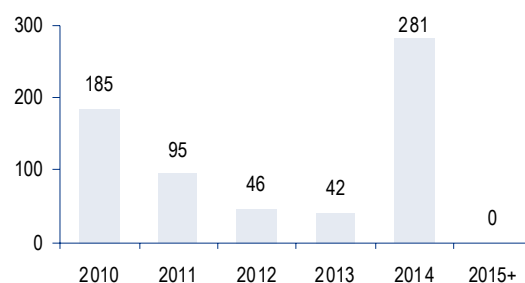
Долговая нагрузка пока комфортная, но ожидается ее рост. На 30 сентября 2009 г. общий долг АОС, согласно данным неаудированной отчетности по МСФО, составлял 707 млн долл., из которых 46% приходилось на краткосрочную часть (322 млн долл.) Денежная позиция компании равнялась 289 млн долл., отношение Чистый долг/ЕБИТДА на 30 сентября 2009 г., по нашей оценке, было вполне комфортным – 1,4. Структура погашения долга эмитента (см. диаграмму справа) представляется нам довольно благоприятной. На 30 сентября 65% долгового портфеля АОС составляли долларовые займы, остальная часть была представлена рублевыми заимствованиями. По информации компании, она не хеджирует валютные риски, так как текущая валютная структура ее долга близка к валютной структуре выручки. Однако мы полагаем, что в случае привлечения компанией кредитных ресурсов ВЭБа (600 млн долл.) и размещения еврооблигаций (500 млн долл.), валютные риски могут стать для нее более актуальными. По нашим оценкам, в результате ожидающихся новых заимствований общим объемом 1,1 млрд долл. долговая нагрузка АОС, выраженная отношением Долг/ЕБИТДА, на конец I квартала 2010 г. составит не менее 3. В таком случае ковенанты по некоторым банковским кредитам компании (по данным S&P, ограничивающие Долг/ЕБИТДА уровнем 4) и аналогичный ковенант по размещаемому АОС выпуску еврооблигаций еще оставляют эмитенту определенный запас увеличения леввереджа, однако текущие уровни его кредитных рейтингов оказываются при этом под серьезной угрозой. Мы полагаем, что по крайней мере в 2010 г. АОС будет довольно сложно удержать показатель Долг/ЕБИТДА в пределах заявленного ей целевого показателя на уровне не более 3.

Благоприятные долгосрочные перспективы. В целом мы считаем риски рефинансирования АОС умеренными, отмечая среди важных положительных факторов партнерство компании с государственными кредитными учреждениями (в том числе ВТБ и ВЭБом). Кроме того, мы положительно оцениваем высокий уровень информационной открытости эмитента, в частности ежеквартальную публикацию отчетности по международным стандартам. Несмотря на ожидающийся в кратко- и среднесрочной перспективе рост долговой нагрузки, бизнес-модель АОС, как мы полагаем, позволяет рассчитывать на то, что в долгосрочной перспективе компания будет в состоянии финансировать оборотный капитал и капзатраты преимущественно за счет собственных ресурсов, не привлекая дополнительное финансирование на рынках капитала.

В числе основных рисков: конкуренция со стороны Роснефти... Помимо ожидаемого роста долговой нагрузки компании, мы относим к числу наиболее существенных кредитных рисков эмитента небольшой размер активов, их разрозненность, недостаточный уровень синергии и конкуренцию со стороны Роснефти как в добывающем, так и в

Благоприятная структура погашения

График погашения долга на 30.09.2009, млн. долл



Источник: АОС

СКРОМНОЕ ОБАЯНИЕ НЕФТИ

перерабатывающем/сбытовом бизнес-сегментах. В трех регионах из четырех, где добывает нефть АОС, Роснефть является ее основным конкурентом, а в перерабатывающем и сбытовом сегменте на Дальнем Востоке – единственным. Роснефть может рассчитывать на приоритетный доступ к местным нефтепроводам и НПЗ. На Дальнем Востоке под управлением Роснефти находится Комсомольский НПЗ, который компания планирует модернизировать. Кроме того, Роснефть рассматривает возможность строительства ориентированного на экспорт Приморского нефтеперерабатывающего завода в конечной точке нефтепровода ВСТО. Наконец, Роснефть контролирует Ангарский НПЗ, откуда также поставляет нефтепродукты на Дальний Восток, что усиливает конкурентное давление на АОС.

...и нехватка собственных добывающих активов. Небольшие масштабы добывающих активов для АОС означают (помимо прочего) низкие объемы добычи и необходимость закупать для переработки нефть на открытом рынке. По нашему мнению, АОС попытается увеличить портфель добывающих активов за счет сделок слияния/поглощения, что может повлечь за собой новые заимствования компании. По информации руководства АОС, компания разработала две стратегии слияния и поглощения, которым будет следовать:

- **Покупка активов в Восточной Сибири, находящихся в стадии разведки.** Наиболее вероятный объект приобретения – Urals Energy, владеющая лицензией на освоение Дулисьминского и Средне-Ботуобинского нефтегазоконденсатных месторождений, расположенных в Восточной Сибири.
- **Приобретение добывающих активов в регионах, способных обеспечить синергию с уже имеющимися у компании добывающими активами.** Наиболее привлекательными регионами, на наш взгляд, являются Томская область и Западная Сибирь, в которой АОС пока не ведет операций. Однако, как заявило руководство Alliance, компания будет рассматривать любые предложения, имеющиеся на рынке.

АОС может попытаться увеличить портфель добывающих активов за счет сделок слияния/поглощения, что, вероятно, повлечет за собой новые заимствования

Бизнес-департамент по операциям с долговыми инструментами

Исполнительный директор, руководитель департамента
Борис Гинзбург, ginzburgbi@uralsib.ru

Бизнес-блок продаж и торговли

Руководитель бизнес-блока
Сергей Шемардов, she_sa@uralsib.ru

Управление продаж

Коррадо Таведжи, taveggiac@uralsib.ru
Елена Довгань, dov_en@uralsib.ru
Анна Карпова, karpovaam@uralsib.ru
Дмитрий Попов, popovdv@uralsib.ru
Камилла Шарафутдинова, sharafutdika@uralsib.ru
Павел Осташко, ostashkopa@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

Бизнес-блок по рынкам долгового капитала

Сопровождение проектов

Артемий Самойлов, samojlova@uralsib.ru
Кирилл Иванов, ivanovkv@uralsib.ru
Гюзель Тимошкина, tim_gg@uralsib.ru
Наталья Грищенко, grischenkovan@uralsib.ru

Галина Гудыма, gud_gi@uralsib.ru
Анна Комова, komovaav@uralsib.ru
Виктор Орехов, ore_vv@uralsib.ru
Алексей Чекушин, chekushinay@uralsib.ru

Аналитическое управление

Руководитель управления
Константин Чернышев, che_kb@uralsib.ru

Долговые обязательства

Дмитрий Дудкин, dudkindi@uralsib.ru
Денис Порывай, poruyajdv@uralsib.ru
Станислав Боженко, bozhenkosv@uralsib.ru
Надежда Мырсикова, myr_nv@uralsib.ru
Мария Радченко, radchenkomg@uralsib.ru

Стратегия/Политика

Крис Уифер, sweafer@uralsib.ru
Леонид Слипченко, slipchenkola@uralsib.ru

Экономика

Владимир Тихомиров, tih_vi@uralsib.ru
Наталья Майорова, mai_ng@uralsib.ru

Банки

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

Анализ рыночных данных

Вячеслав Смольянинов, smolyaninovv@uralsib.ru
Андрей Богданович, bogdanovic@uralsib.ru
Василий Дегтярев, degtyarev@uralsib.ru
Владимир Косяков, kosyakov@uralsib.ru

Джон Уолш (англ. яз.), walshj@uralsib.ru,
Тимоти Халл, hallt@uralsib.ru
Пол Де Витт, dewittpd@uralsib.ru

Редактирование/полиграфия/перевод

Нефть и газ
Виктор Мишняков, mishnyakovv@uralsib.ru
Юлия Новиченкова, novichenkova@uralsib.ru
Ирина Булкина, bulkinaiv@uralsib.ru

Энергетика

Матвей Тайц, tai_ma@uralsib.ru
Александр Селезнев, seleznevae@uralsib.ru

Металлургия/Горнодобывающая промышленность

Майкл Кавана, kavanaghms@uralsib.ru
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, oganesyantr@uralsib.ru
Никита Швед, shvedne@uralsib.ru

Андрей Пятигорский, pya_ae@uralsib.ru
Евгений Гринкруг, grinkrug@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 этот бюллетень не должен использоваться или рассматриваться как oferta или предложение делать oferty. 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