

ПОКАЗАТЕЛИ ПОВЫШАЮТСЯ, НО ОБЛИГАЦИИ ПОКА МАЛОПРИВЛЕКАТЕЛЬНЫ

Отчетность по МСФО за 4 кв. и 2011 г.

Ожидаемый рост выручки на фоне высоких операционных показателей. Во вторник Alliance Oil опубликовала финансовые результаты за 4 кв. и по итогам 2011 г по МСФО, которые несущественно отличались от наших прогнозов, поскольку операционные показатели компания опубликовала еще в середине января. Благодаря началу промышленной эксплуатации Колвинского месторождения в 3 кв. 2011 г. компания добилась существенного роста добычи нефти по итогам последнего квартала 2011 г. – на 38% квартал к кварталу до 5,8 млн барр., а по итогам года – на 12% до 17,9 млн барр. В нынешнем году Alliance Oil рассчитывает на рост добычи до 63–69 тыс. барр./сутки, что на 28–41% выше уровня 2011 г. В сегменте нефтепереработки 4 кв. 2011 г. оказался несколько хуже предыдущего из-за работ на Хабаровском НПЗ – производство снизилось на 6% до 6,7 млн барр. Однако по отношению к тому же периоду прошлого года был достигнут рост – на 20% год к году, а по итогам года объем переработки увеличился на 13% до 26,9 млн барр. В текущем году компания планирует поддерживать объемы производства нефтепродуктов на достигнутом уровне.

Рост выручки продолжается благодаря нефтепереработке. Выручка Alliance Oil по итогам 4 кв. 2011 г. возросла на 4% квартал к кварталу и на 42% год к году до 825 млн долл. По итогам года выручка составила 3,1 млрд долл. и оказалась на 40% выше, чем в 2010 г. Рост объемов добычи практически не сказался на продажах нефти – выручка в сегменте по итогам года снизилась на 3%. Это может свидетельствовать о том, что дополнительный объем, полученный в результате прироста добычи, был практически полностью направлен на переработку. Продажи нефтепродуктов остаются для компании важнейшим направлением бизнеса. По итогам 2011 г. их доля в консолидированной выручке осталась приблизительно на уровне 81%, несмотря на повышение пошлин на экспорт нефтепродуктов. При этом выручка по этому сегменту поднялась в 4 кв. 2011 г. на 3% квартал к кварталу и на 45% год к году до 657 млн долл. По итогам года выручка увеличилась 42% до 2,5 млрд долл.

Рентабельность начала повышаться и пока не собирается останавливаться. В октябре–декабре EBITDA увеличилась на 34% квартал к кварталу и на 95% год к году до 233 млн долл., в связи с чем рентабельность EBITDA в отчетном квартале приблизилась к своим историческим максимумам и составила 28%. Основной вклад в повышение операционной эффективности в последнем квартале прошлого года внесло сокращение закупок нефти по сравнению с их обычным объемом, который был традиционно значительным из-за преобладания переработки в бизнесе компании. Дополнительным фактором повышения эффективности стало снижение пошлин на экспорт нефти с октября 2011 г. В то же время рост экспортных пошлин на нефтепродукты ограничивает рентабельность этого сегмента примерно уровнем 15%. По итогам года EBITDA поднялась на 56% до 688 млн долл., а рентабельность по EBITDA составила 22% (20% в 2010 г.), что соответствовало нашим ожиданиям. Мы полагаем, что в текущем году операционная эффективность продолжит расти и достигнет приблизительно 30%, чему будут способствовать как льготы по НДС по Колвинскому месторождению, так и рост добычи нефти, и, соответственно, сокращение расходов на ее закупку.

Обращающиеся выпуски Alliance Oil

Выпуск	Купон	Оф/Лог	Валюта	Доход, %
НК Альянс 03	9,75	01.08.2013	Руб.	9,74
НК Альянс 04	8,85	09.06.2016	Руб.	10,98
НК Альянс 06	8,85	15.06.2016	Руб.	11,13
НК Альянс БО-1	9,25	04.02.2014	Руб.	9,54
AllianceOil 14	7,25	16.07.2014	Долл.	4,27
AllianceOil 15	9,88	03.11.2015	Долл.	9,86

Источники: Bloomberg, ММВБ

Динамика показателей Alliance Oil

по МСФО, млн долл.				
	2009	2010	2011	
Выручка	1 726	2 196	3 083	
ЕВITDA	391	440	687	
Чистая прибыль	345	226	328	
Рентабельность EBITDA, %	23	20	22	
Чистая рентабельность, %	20	10	11	
Опер. ден. поток	315	204	463	
Капвложения	(235)	(651)	(1 025)	
Основные средства	1 957	2 528	3 224	
Денежные средства	392	178	188	
Долгосрочные займы	365	912	1 514	
Краткосрочные займы	345	127	107	
Собственный капитал	1 607	1 805	1 993	
Активы	2 727	3 347	4 225	
Долг, в т.ч.:	710	1 040	1 621	
краткосрочные займы	345	127	107	
долгосрочные займы	365	912	1 514	
Чистый долг	318	862	1 433	
Краткосрочные займы / ФД	0,5	0,1	0,1	
Долг / EBITDA	1,8	2,4	2,4	
Чистый долг / EBITDA	0,8	2,0	2,1	
EBITDA / Проценты куплате	11,4	20,4	14,7	
Козфф. тек. ликвидности	1,2	1,7	1,8	
Капитал / Активы	0,6	0,5	0,5	

Источники: данные компании, оценка УРАЛСИБа

Масштабная инвестпрограмма выполнена целиком, в нынешнем году она будет не меньше. По итогам прошлого года капвложения компании составили более 1 млрд долл., из которых 259 млн долл. пришлось на 4 кв. 2011 г. Учитывая, что объем инвестиций существенно превышает операционный денежный поток (только 462 млн долл. за 2011 г.), в прошлом году компании пришлось активно привлекать внешнее финансирование – за год долг увеличился на 56% до 1,6 млрд долл., оставшись практически на том же уровне, что и в конце сентября 2011 г. В текущем году планы компании на инвестиционным расходам также достаточно внушительны: в добычу предполагается инвестировать 380–450 млн долл., а в переработку – 490–540 млн долл. что дает совокупные капвложения в размере 870–990 млн долл. Учитывая ожидаемый рост рентабельности и денежного потока, потребности во внешнем финансировании в 2012 г. будут скромнее, что позволит более существенно снизить долговую нагрузку.

Долговая нагрузка постепенно снижается. Благодаря росту операционной эффективности в последнем квартале прошлого года компания смогла несколько уменьшить долговую нагрузку – до уровня 2,4 по Долг/ЕБИТДА с 2,7 за 9 мес. 2011 г., хотя мы ожидали чуть более существенного снижения показателя. Отношение Чистый долг/ЕБИТДА опустилось до 2,1 с 2,3 на конец 9 мес. 2011 г. Структура долга остается комфортной – только 7% обязательств являются краткосрочными. Мы полагаем, что в связи с недавно объявленным увеличением инвестпрограммы на нынешний год рост долга не должен превысить 500 млн долл. и по итогам года отношение Долг/ЕБИТДА опустится до уровня 1,7–1,9.

Рост рентабельности позволил снизить долговую нагрузку

Ключевые показатели Alliance Oil Company по МСФО за 4 квартал и по итогам 2011 г., млн долл.

	4 кв.10	2010	3 кв.11	4 кв.11	2011	4 кв.11/ 3 кв.11, %	4 кв.11/ 4 кв.10, %	2011/ 2010, %
Выручка	582	2 196	794	825	3 083	4	42	40
ЕБИТДА	120	440	174	233	687	34	95	56
Чистая прибыль	61	226	63	119	328	89	94	45
Рентабельность ЕБИТДА, %	21	20	22	28	22			
Чистая рентабельность, %	11	10	8	14	11			
Опер. ден. поток	155	204	221	151	463	(31)	(2)	127
Капвложения	(246)	(651)	(226)	(259)	(1 025)	14	5	58
Основные средства		2 528			3 224			28
Денежные средства		178			188			6
Долгосрочные займы		912			1 514			66
Краткосрочные займы		127			107			(16)
Собственный капитал		1 805			1 993			10
Активы		3 347			4 225			26
Долг, в т.ч.:		1 040			1 621			56
краткосрочные займы		127			107			(16)
долгосрочные займы		912			1 514			66
Чистый долг		862			1 433			66
Краткосрочные займы / ФД		0,1			0,1			
Долг / ЕБИТДА		2,4			2,4			
Чистый долг / ЕБИТДА		2,0			2,1			
ЕБИТДА / Проценты к уплате	19,2	20,4	5,5	12,7	14,7			
Собственный капитал / Активы		0,5			0,5			

Источники: отчетность компании, оценка УРАЛСИБа

Облигации малопривлекательны. В целом, отчетность Alliance Oil произвела на нас положительное впечатление. Добыча, как и ожидалось, растет, хотя компания несколько снизила ее прогноз по сравнению с первоначальным. Продолжает уменьшаться и долговая нагрузка, хотя несколько медленнее, чем мы предполагали, в связи с чем наш прогноз по снижению отношения Долг/ЕБИТДА в текущем году до уровня ниже 1,5 может не оправдаться. На наш взгляд, рублевые выпуски в настоящий момент не представляют интереса, поскольку торгуются с достаточно низкой ликвидностью. Что касается выпуска еврообондов компании с погашением в 2015 г., то его доходность представляется нам весьма привлекательной: премия к сопоставимым бумагам ТНК-ВР находится вблизи исторических максимумов и составляет около 600 б.п. Однако купить облигации выпуска достаточно сложно ввиду их крайне низкой ликвидности

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	Коефф. тек. ликв.	Капитал / Активы	
2009	Газпром	94 493	35 397	37,5	25 067	1,1	50 702	1,4	1,2	1,6	0,6	
	Газпром нефть	24 166	5 046	20,9	2 607	1,3	6 310	1,3	1,0	1,2	0,6	
	ЛУКОЙЛ	68 025	14 096	20,7	6 483	1,4	11 323	0,8	0,6	1,8	0,7	
	ТНК-ВР	24 747	8 774	35,5	2 524	2,6	7 018	0,8	0,7	1,9	0,6	
	Транснефть	11 101	6 844	61,6	6 428	0,8	17 497	2,6	1,2	5,3	0,5	
	НОВАТЭК	2 834	1 242	43,8	511	2,2	1 249	1,0	0,7	1,2	0,6	
	Alliance Oil	1 694	390	23,0	206	1,5	710	1,8	1,0	1,2	0,6	
	Татнефть	12 037	2 590	21,5	2 822	0,7	2 783	1,1	0,6	1,2	0,6	
	Башнефть	6 775	1 249	18,4	589	2,2	1 739	1,4	0,3	2,0	0,7	
	Развитые страны											
	Chevron		159 293	26 432	16,6	19 843	1,0	10 607	0,4	0,1	1,4	0,6
	СопосPhillips		136 016	17 606	12,9	10 861	1,1	28 654	1,6	1,6	0,9	0,4
	ExxonMobil		275 564	38 156	13,8	22 491	1,3	9 604	0,3	(0,0)	1,1	0,5
Развивающиеся страны												
CNOOC		15 398	8 237	53,5	6 358	1,2	2 736	0,3	(0,6)	2,3	0,7	
MOL		16 253	1 690	10,4	1 488	1,2	5 549	3,3	2,8	1,0	0,4	
Petrobras		91 869	29 057	31,6	35 134	0,7	57 132	2,0	1,4	1,4	0,5	
2010	Газпром	118 619	46 290	39,0	34 323	1,3	43 298	0,9	0,6	1,8	0,7	
	Газпром нефть	32 772	6 277	19,2	3 301	1,6	6 636	1,1	0,8	1,5	0,6	
	ЛУКОЙЛ	86 078	16 050	18,6	6 596	2,1	11 193	0,7	0,5	1,9	0,7	
	ТНК-ВР	44 646	10 399	23,3	3 529	2,7	7 129	0,7	0,5	1,4	0,6	
	Транснефть	15 419	2 511	16,3	7 411	0,7	3 604	1,4	1,1	1,6	0,6	
	Новатэк	3 852	1 815	47,1	706	2,1	2 358	1,3	1,1	0,5	0,5	
	Alliance Oil	13 341	2 981	22,3	492	3,0	3 913	1,3	0,7	1,5	0,5	
	Татнефть	32 772	6 277	19,2	3 301	1,6	6 636	1,1	0,8	1,5	0,6	
	Башнефть	86 078	16 050	18,6	492	2,1	11 193	0,7	0,5	1,9	0,7	
	Развитые страны											
	Chevron	AA/Aa1/AA	17 166	8 672	50,5	8 397	0,8	9 704	1,1	0,8	1,1	0,5
	СопосPhillips	A/A1/A	297 107	38 497	13,0	18 421	0,7	39 140	1,0	0,5	1,1	0,4
	ExxonMobil	AAA/Aaa/AAA	175 752	22 655	12,9	9 761	1,7	23 593	1,0	0,6	1,3	0,4
Развивающиеся страны												
CNOOC	AA-/Aa3/AA-	27 049	14 656	54,2	6 019	2,1	4 927	0,3	(0,4)	1,5	0,7	
MOL	BB+/NR/BBB-	27 049	14 656	54,2	6 019	2,1	4 927	0,3	(0,4)	1,5	0,7	
Petrobras	BBB/A3/BBB	21 481	2 438	11,3	1 463	1,1	5 841	2,4	1,8	1,2	0,4	
2011П	Газпром	BBB/Baa1/BBB	144 818	56 673	39,1	40 516	0,9	52 677	0,9	0,8	2,0	2,0
	Газпром нефть	BBB-/Baa3/-	40 783	8 608	21,1	4 200	1,4	8 191	1,0	0,7	1,0	1,0
	ЛУКОЙЛ	BBB-/Baa2/BBB-	135 420	18 496	13,7	9 315	1,5	8 849	0,5	0,3	2,1	2,1
	ТНК-ВР	BBB-/Baa2/BBB-	60 591	14 494	23,9	4 153	2,5	8 041	0,6	0,4	1,7	1,7
	Транснефть	BBB/Baa1/-	20 636	10 237	49,6	7 567	0,8	18 944	1,9	1,3	2,8	2,8
	НОВАТЭК	BBB-/Baa3/BBB-	6 476	3 160	48,8	729	3,4	2 576	0,8	0,6	0,9	0,9
	Alliance Oil	B+/-/B	3 311	702	21,2	970	0,6	1 568	2,2	1,8	1,4	1,4
	Татнефть	WR/BA2/BB	21 986	3 885	17,7	1 910	1,2	4 777	1,2	0,9	2,2	2,2
	Башнефть	NR	16 723	3 499	20,9	1 048	2,6	3 913	1,1	0,9	1,3	1,3
	2012П	Газпром		153 637	56 841	37,0	43 697	1,0	66 553	1,2	1,0	2,1
Газпром нефть			37 577	7 898	21,0	5 371	1,3	7 372	0,9	0,7	1,0	1,0
ЛУКОЙЛ			123 763	15 246	12,3	11 983	1,1	8 695	0,6	0,4	2,0	2,0
ТНК-ВР			56 111	12 671	22,6	4 529	2,8	8 752	0,7	0,5	1,5	1,5
Транснефть			21 008	10 170	48,4	7 632	0,9	17 324	1,7	1,1	2,6	2,6
Новатэк			7 499	3 353	44,7	298	9,7	2 338	0,7	0,3	1,3	1,3
Alliance Oil			3 412	1 147	33,6	343	2,4	1 922	1,7	1,0	2,2	2,2
Татнефть			21 893	3 676	16,8	2 117	1,5	4 789	1,3	0,9	2,2	2,2
Башнефть			14 423	2 938	20,4	1 115	1,8	3 130	1,1	0,8	1,5	1,5

Источники: данные 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

Анна Карпова, karpovaam@uralsib.ru

Екатерина Кочемазова, kochemazovaea@uralsib.ru

Дмитрий Попов, popovdv@uralsib.ru

Алексей Соколов, sokolovav@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, grishchenkovan@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

Стратегия

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, pushds@uralsib.ru

Максим Недовесов, nedovesovmv@uralsib.ru

Нефть и газ

Алексей Кокин, kokinav@uralsib.ru

Юлия Новиченкова, novichenkova@uralsib.ru

Станислав Кондратьев, kondratievsd@uralsib.ru

Электроэнергетика

Матвей Тайц, tai_ma@uralsib.ru

Иван Рубинов, rubinoviv@uralsib.ru

Металлургия/Горнодобывающая промышленность

Дмитрий Смолин, smolindv@uralsib.ru

Валентина Богомолова, bogomolovava@uralsib.ru

Телекоммуникации/Медиа/ИТ

Константин Чернышев, che_kb@uralsib.ru

Константин Белов, belovka@uralsib.ru

Николай Дьячков, dyachkovna@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,

Тимоли Халл, hallt@uralsib.ru

Пол Де Витт, dewittpd@uralsib.ru

Хиссам Латиф, latifh@uralsib.ru

Дизайн

Ангелина Фриденберг, fridenbergav@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

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