

# Alliance Oil Company (B+/-/B):

Российский рынок облигаций

## Размещение новых рублевых облигаций – шаг «в длину»

03 июня 2011 г.

**Выводы**

Согласно текущим ориентирам, доходность новых рублевых облигаций Alliance Oil Company (АОС) (выпуск **НК Альянс-4**) срочностью 5 лет предполагается на уровне 9,73–10,25% (купон 9,50–10,0%). По нашим оценкам, справедливым уровнем ставки для эмитента является диапазон 9,6-9,8%, более высокий купон интересен для покупки.

Основным «бенчмарком» для позиционирования нового выпуска эмитента являются более короткие обращающиеся выпуски **НК Альянс-3** (УТР 8,1% @ 02.08.2013) и **НК Альянс БО-1** (УТМ 8,35% @ 04.02.2014). Их доходности предполагают премию к кривой ОФЗ около 180–190 б.п. На 5-ти летнем сроке, данная премия к ОФЗ сейчас транслируется в диапазон доходности 9,4–9,5%. С учетом комплексных кредитных рисков эмитента, справедливую премию к ОФЗ на 5-ти летнем сроке мы оцениваем не менее чем в 240 б.п. (что соответствует доходности на уровне 10% и купонной ставке в 9,8% годовых). В своей оценке мы базируемся на наблюдающемся ухудшении рублевой ликвидности и ожидаемом росте процентных ставок.

Новый займ АОС позиционируется также с доходностью примерно на 50–125 б.п. выше маркируемых в настоящее время 5-ти летних бумаг Мечела (-/B1/-). Наличие премии в 60–80 б.п. за кредитный риск АОС к Мечелу на данном горизонте инвестирования представляется нам справедливым, принимая во внимание гораздо более скромные масштабы бизнеса АОС по сравнению с гигантом российской черной металлургии. Мы считаем это дополнительным индикатором справедливого уровня купонной ставки по выпуску **НК Альянс-4** в интервале 9,6 – 9,8%.

**Шаг в «длину».** Alliance Oil Company (АОС) в настоящее время проводит маркетинг своих новых классических облигаций **НК Альянс-4** объемом 5 млрд руб. Срок обращения облигаций составит 10 лет, по выпуску предусмотрена 5-ти летняя оферта. Согласно ориентирам доходность займа составит 9,73–10,25% (купон 9,50–10,0%). Книга заявок закрывается 9 июня, размещение выпуска на бирже предварительно запланировано на 14 июня. Размещение 5-ти летнего долга позволит компании еще в большей степени сместить структуру ее кредитного портфеля в пользу долгосрочных заимствований (на конец 1кв11г на долю долгосрочных займов приходилось более 90% кредитного портфеля эмитента).

**Удвоение объемов добычи «не за горами».** АОС – заемщик, хорошо известный на рынке облигаций. Компания неоднократно освещалась в наших кредитных обзорах, поэтому в данном комментарии мы остановим внимание на последних событиях, происходящих у эмитента.

Доказанные и вероятные запасы АОС на конец 2010 г оценивались в 638 млн бар (+21% к уровню 2009 г), что при текущем уровне добычи обеспечивает операционную деятельность компании приблизительно на 40 лет. Согласно прогнозам менеджмента (как это следует из презентации компании по итогам ее деятельности в 1кв11г), в текущем году АОС планирует добыть более 20 млн барр нефти (в 2010 г – 16 млн барр, 1кв11 г – 4,1 млн барр). Объем нефтепереработки у компании в нынешнем году, как ожидается, превысит 23 млн барр, (в 2010 г - 23,7 млн барр).

Важным событием для АОС в нынешнем году обещает стать начало добычи на Колвинском месторождении (предварительно в 3кв11г). Данное месторождение будет выступать основным драйвером роста нефтедобычи у компании. Напомним, что АОС планирует удвоить объем нефтедобычи к 2012 году (до 90 тыс барр/сутки), а также, что Колвинское месторождение попадает под действие закона о налоговых каникулах по НДС до 2015 г. Таким образом, запуск добычи на месторождении окажет весомую поддержку операционным и финансовым результатам эмитента в среднесрочной перспективе.

**Илл. 1: Ключевые финансовые показатели Alliance Oil Company по МСФО, \$ млн**

	2008	2009	2010	1К2011
Выручка	2 722	1 726	2 196	679
ЕБИТДА	585	389	438	156
Чистая прибыль	46	345	226	90
Чистый операц. денежный поток	300	323	204	91
Капитальные затраты	(541)	(206)	(651)	(320)
Свободный денежный поток	(241)	117	(447)	(229)
Совокупный долг	864	710	1 040	1 325
Краткосрочный долг	629	346	127	122
Денежные средства	293	336	178	192
Чистый долг	571	374	862	1 133
Собственный капитал	1 158	1 607	1 805	2 062
Активы	2 391	2 727	3 347	3 924
<b>Коэффициенты</b>				
Норма ЕБИТДА, %	21,5	22,5	19,9	23,0
ЕБИТДА/Фин. Расходы (x)	12,4	11,4	19,9	17,3
Долг/ЕБИТДА (x)	1,5	1,8	2,4	2,7
Чистый долг/ЕБИТДА (x)	1,0	0,9	2,0	2,3
Долг/Собственный капитал (x)	0,7	0,4	0,6	0,6

Источники: данные компании, оценки Альфа-Банк

### Аналитический отдел [research@alfabank.ru](mailto:research@alfabank.ru)

Инвесторы могут исходить из предположения, что Альфа-Банк или аффилированные с ним структуры получили компенсацию за инвестиционно-банковские или неинвестиционно-банковские услуги, связанные с ценными бумагами, в течение 12 месяцев, предшествующих дате рассылки данного исследования, и намерен получить компенсацию за другие инвестиционно-банковские или неинвестиционно-банковские услуги, связанные с ценными бумагами, от компаний, анализируемых в данном исследовании, в течение следующих трех месяцев. Все заключения, прогнозы и оценки, содержащиеся в данном исследовании, отражают мнение его авторов на дату публикации и могут быть изменены без предупреждения.

**В текущем году долговая нагрузка АОС продолжит возрастать...** Пока долговая нагрузка АОС продолжает возрастать от квартала к кварталу. С учетом того, что компания намерена почти удвоить объем своих общих капитальных вложений в нынешнем году (до \$970 млн), мы ожидаем дальнейшего роста ее долгового бремени в перспективе до конца 2011 года. По итогам 1кв11г АОС направила на капитальные инвестиции \$320 млн при полученном операционном денежном потоке в \$91 млн. Нехватка собственных средств для финансирования программы капитальных затрат требует от компании привлечения нового долга (в частности, в 1кв11г АОС привлекла около \$170 млн посредством размещения рублевых облигаций НК Альянс БО-1).

Основными инвестиционным проектами АОС остаются разработка Колвинского месторождения (инвестиции в проект оцениваются примерно в \$320 млн) и модернизация Хабаровского НПЗ, которую предполагается завершить до 2012 г. По прогнозу АОС, модернизация позволит увеличить мощность завода с нынешних 70 тыс барр/сутки до 90 тыс барр/сутки. Долгосрочное финансирование АОС проекта модернизации НПЗ предоставляется ВЭБом. На 31 марта 2010 г компания привлекла в рамках кредитных соглашений с ВЭБом \$107 млн (общий объем доступных АОС кредитных ресурсов ВЭБа на цели модернизации НПЗ составляет \$760 млн). На конец 2010 г компания оценивала стадию реализации проекта модернизации НПЗ в 60%.

**... а с 2012 года мы ожидаем начала снижения долгового бремени эмитента.** Мы прогнозируем постепенное снижение долгового бремени эмитента начиная с 2012 года. В будущем году (т.е. после завершения модернизации Хабаровского НПЗ) объемы капитальных затрат АОС существенно сократятся, а запуск Колвинского месторождения и последующее увеличение объемов добычи благоприятно отразятся на денежных потоках компании. Мы полагаем, что уже в будущем году АОС будет в состоянии финансировать свои капитальные инвестиции и оборотный капитал преимущественно за счет собственных ресурсов (без привлечения дополнительного финансирования на рынках капитала). Дальнейшие темпы снижения долгового бремени эмитента будут объективно во многом зависеть от мировой конъюнктуры нефтяного рынка, а также от возможных изменений в налогообложении российской нефтяной индустрии.

Фактором, ограничивающим будущее улучшение кредитных метрик компании, может стать приобретение АОС новых добывающих активов, что вероятно повлечет за собой и новые заимствования. В своей обновленной стратегии, АОС сообщает о возможности M&A сделок в добывающем сегменте, что, как мы понимаем, обусловлено относительно небольшими масштабами существующих добывающих активов компании.

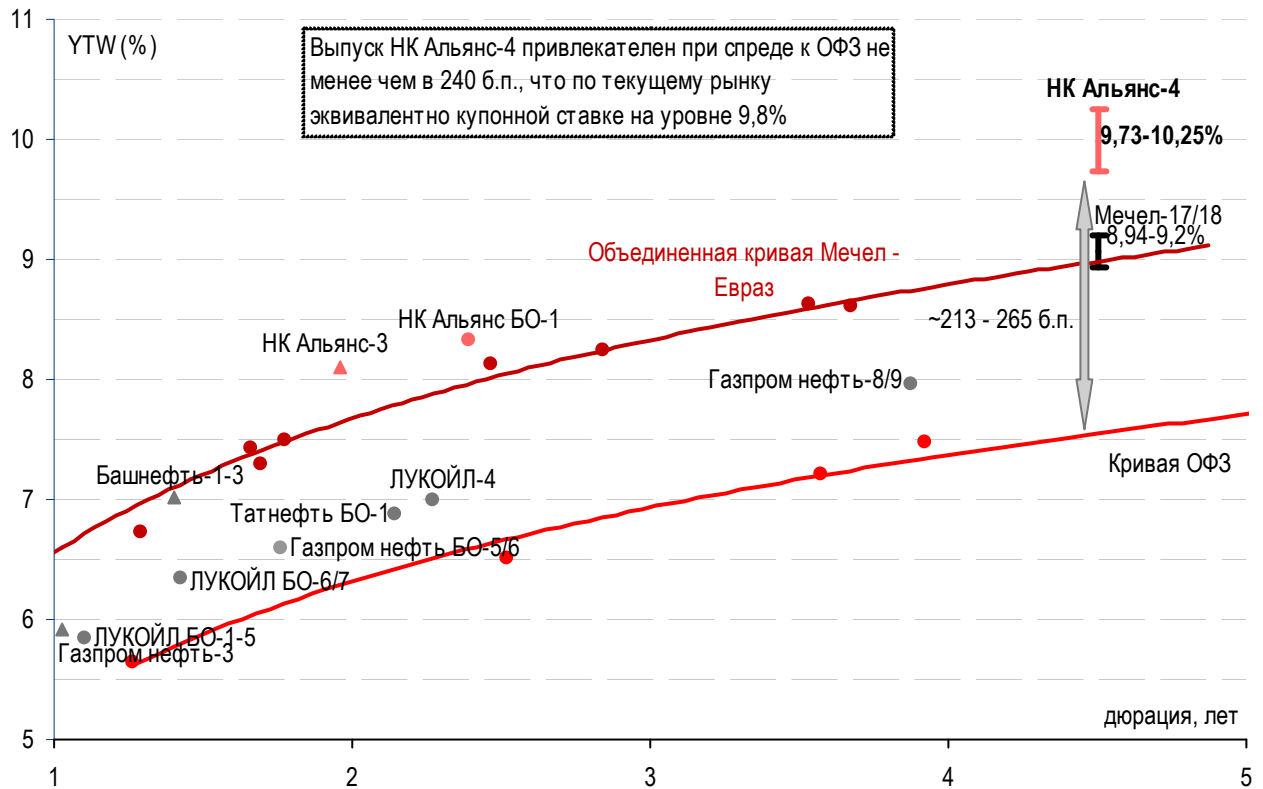
**Понижение кредитных рейтингов в числе ключевых рисков.** По состоянию на конец 1кв2011г отношение Долг/ЕБИТДА АОС находилось на уровне 2,7х (чистый долг/ЕБИТДА 2,3х). Мы полагаем, что в течение 2011 г, ввиду масштабной программы капитальных затрат АОС, коэффициент долг/ЕБИТДА эмитента в теории может выйти за пределы 3,0х (уровень, который ранее неоднократно назывался руководством компании как «целевой»). Долговая нагрузка АОС в пределах 3,5х удовлетворяет известным нам ковенантам по кредитам компании и выпуску еврооблигаций **VOSTOK 03/15** (долг/ЕБИТДА < 3,5х после 2010 г). Тем не менее, в случае теоретического превышения коэффициентом Долг/ЕБИТДА 3,0х, кредитные рейтинги АОС окажутся под серьезной угрозой (об этом ранее предупреждали рейтинговые агентства). Возможное понижение рейтинга, как мы считаем, сейчас является наиболее значимым риском, который инвесторы должны учитывать при вложениях в облигации компании. Впрочем, пока оба рейтинга эмитента имеют прогноз «стабильный», а сложившаяся благоприятная конъюнктура нефтяного рынка вполне может позволить АОС удержать коэффициенты ее долговой нагрузки на приемлемых для текущих рейтингов уровнях. Кроме того, кредитоспособность эмитента подкрепляется благоприятной структурой его долга на что мы уже обращали внимание в начале нашего комментария.

**Илл. 2: Сравнение ключевых финансовых показателей компаний за 2010 г, \$ млн**

	Alliance Oil (В+/-/В)	ЛУКОЙЛ (ВВВ-/Ваа2/ВВВ-)	Татнефть (-/Ва2/ВВ)	Газпром нефть (ВВВ-/Ваа3/-)	Евраз (В/В1/В+)	Мечел (-/В1/-)
Выручка	2 196	104 956	15 406	32 772	13 394	9 746
ЕБИТДА	438	16 049	2 425	7 226	2 350	2 015
Свободный денежный поток	(447)	6 945	(725)	2 091	830	(1 137)
Чистый долг	862	8 826	3 323	5 490	7 128	6 978
Собственный капитал	1 805	59 197	11 501	20 798	5 998	4 951
Активы	3 347	84 017	18 608	32 064	17 601	15 776
<b>Коэффициенты</b>						
Норма ЕБИТДА, %	19,9	15,3	15,7	22,0	17,5	20,7
Чистый долг/ЕБИТДА (х)	2,0	0,5	1,4	0,9	3,0	3,5

Источники: данные компаний, оценки Альфа-Банка

Илл.3: Диаграмма доходностей рублевых облигаций



\* - котировки по состоянию на 02 июня 2011 г.  
 Источники: Bloomberg, оценки Альфа-Банка

**Информация**

<b>Альфа-Банк (Москва)</b>	Россия, Москва, 107078, пр-т Академика Сахарова, 12
<b>Управление долговых ценных бумаг и деривативов</b>	Саймон Вайн, Руководитель Управления (+7 495) 745-7896
<b>Торговые операции</b>	Олег Артеменко, директор по финансированию (7 495) 785-74 05 Константин Зайцев, директор по торговым операциям (7 495) 785-74 08 Михаил Грачев, директор по торговым операциям (7 495) 785-74 04 Сергей Осмачек, трейдер (7 495) 783 51 02 Игорь Панков, директор по продажам (7 495) 786-48 92 Владислав Корзан, вице-президент по продажам (7 495) 783-51 03 Дэвид Мэтлок, директор по международным продажам (7 495) 974-25 15 (доб. 7050) Ольга Паркина, вице-президент по продажам (7 495) 785-74 09 Егор Романченко, специалист по продажам (7 495) 786-48 97
<b>Аналитическая поддержка</b>	Екатерина Леонова, старший аналитик по внутреннему долгу (7 495) 974-25 15 (доб. 8523) Татьяна Цилюрик, аналитик по внешнедолговым рынкам (7 495) 974-25 15 (доб. 7669) Станислав Боженко, Ph.D. старший кредитный аналитик (7 495) 974-25 15 (доб. 7121) Денис Воднев, старший кредитный аналитик (7 495) 792-58 47
<b>Долговой рынок капитала</b>	Александр Гуня, директор на долговом рынке капитала (7 495) 974-2515 доб. 6368/3437 Александр Бойцов, Старший менеджер (7 495) 974-2515 (доб. 7120) Наталья Юркова, Старший менеджер (7 495) 785-9671

© Альфа-Банк, 2011 г. Все права защищены. Генеральная лицензия ЦБ РФ № 1326 от 29.01.1998 г.

**Настоящий отчет и содержащаяся в нем информация являются исключительной собственностью Альфа-Банка. Несанкционированное копирование, воспроизводство и распространение настоящего материала, частично или полностью, в отсутствие разрешения Альфа-Банка в письменной форме строго запрещено.**

Данный материал предназначен ОАО «Альфа-Банк» (далее – «Альфа-Банк») для распространения в Российской Федерации. Он не предназначен для распространения среди частных инвесторов. Несмотря на то, что приведенная в данном материале информация получена из источников, которые, по мнению Альфа-Банка, являются надежными, Альфа-Банк, его руководящие и прочие сотрудники не делают заявлений и не дают заверений ни в прямой, ни в косвенной форме, относительно своей ответственности за точность, полноту такой информации и отсутствие в данном материале каких-либо важных сведений. Любая информация и любые суждения, приведенные в данном материале, могут быть изменены без предупреждения. Альфа-Банк не дает заверений и не заявляет, что упомянутые в данном материале ценные бумаги и/или суждения предназначены для всех его получателей. Данный материал и содержащиеся в нем сведения носят исключительно информативный характер и не могут рассматриваться ни как приглашение или побуждение сделать оферту, ни как просьба купить или продать ценные бумаги или другие финансовые инструменты, или осуществить какую-либо иную инвестиционную деятельность. Альфа-Банк и связанные с ним компании, руководящие сотрудники и прочие сотрудники всех этих структур, в т.ч. лица, участвующие в подготовке и издании данного материала, могут иметь отношения с маркет-мейкерами, а иногда и выступать в качестве таковых, а также в качестве консультантов, брокеров или представителей коммерческого или инвестиционного банка в отношении ценных бумаг, финансовых инструментов или компаний, упомянутых в данном материале, либо входить в органы управления таких компаний. Ценные бумаги с номиналом в иностранной валюте подвержены колебаниям валютного курса, которые могут привести к снижению их стоимости, цены или дохода от вложений в них. Кроме того, инвесторы, вкладывающие средства в ценные бумаги типа АДР, стоимость которых изменяется в зависимости от курса иностранных валют, принимают на себя валютный риск. Инвестиции в России и в российские ценные бумаги сопряжены со значительным риском, поэтому инвесторы, прежде чем вкладывать средства в такие бумаги, должны провести собственное исследование и изучить экономические и финансовые показатели самостоятельно. Инвесторы должны обсудить со своими финансовыми консультантами риски, связанные с таким приобретением. Альфа-Банк и их дочерние компании могут публиковать данный материал в других странах. Поскольку распространение данной публикации на территории других государств может быть ограничено законом, лица, в чьем распоряжении окажется данный материал, должны быть информированы о таких ограничениях и соблюдать их. Любые случаи несоблюдения указанных ограничений могут рассматриваться как нарушение закона о ценных бумагах и других соответствующих законов, действующих в той или иной стране. **Примечание, касающееся законодательства США о ценных бумагах:** Данная публикация распространяется в США компанией Alfa Capital Markets (USA) Inc. (далее «Alfa Capital»), являющейся дочерней компанией Альфа-групп, постольку, поскольку это разрешено законодательством США по ценным бумагам и другими соответствующими законами и положениями. В этой связи Alfa Capital несет ответственность за содержание данного исследования. Лица на территории США, получившие данную публикацию и желающие осуществить сделку с той или иной ценной бумагой или финансовым инструментом, анализируемым в ней, должны делать это только после уведомления об этом представителя Alfa Capital в США. Любые случаи несоблюдения данных ограничений могут рассматриваться как нарушение законодательства США о ценных бумагах.