

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

Российский рынок облигаций

Размещение новых рублевых облигаций: Ставка стоит рисков

28 января 2011 г.

Выводы

Alliance Oil Company (AOC) продолжает маркетинг своих новых трехлетних биржевых облигаций **НК Альянс БО-1** объемом 5 млрд руб. Согласно текущим ориентирам доходность займа составит 9,73–10,25% (купон 9,50–10,0%). Книга заявок закрывается 4 февраля, размещение выпуска на бирже предварительно запланировано на 8 февраля.

Наиболее подходящим бенчмарком для позиционирования нового займа компании может служить обращающийся выпуск **НК Альянс-3** (УТР 9,3% @ 02.08.2013), срочностью примерно на шесть месяцев короче. Премия ко вторичному рынку (с корректировкой на дюрацию), предлагаемая эмитентом по размещаемым бумагам, оценивается нами в 15 – 65 б.п. По-нашему мнению участие в размещении привлекательно при размере данной премии не менее чем 30 б.п. (доходность 9,9%). Рыночным риском для держателей бумаг компании является предложение эмитентом новых облигаций (в настоящее время зарегистрировано еще шесть выпусков НК Альянс общим объемом 25 млрд руб).

Обращаем внимание, что рублевые облигации AOC по сути замыкают верхний диапазон доходности формируемой эмитентами второго эшелона. Новый заем компании позиционируется с доходностью примерно на 40–100 б.п. выше объединенной кривой Мечела (-/B1/-) и Евраза (B/B1/B+) (см. Илл.3 стр.3), имеющих близкие с AOC комбинации кредитных рейтингов. Наличие премии представляется нам справедливым, принимая во внимание более скромные масштабы бизнеса AOC в сравнении с названными компаниями. С учетом комплексных кредитных рисков AOC мы считаем целесообразным включение облигаций компании в диверсифицированный инвестиционный портфель. При этом евробонд компании **VOSTOK 03/15** (УТМ ~8,0%) который торгуется со спредом к свопам около 620 б.п. мы находим более привлекательным вложением, нежели ее новые рублевые инструменты (свопы +400-450 б.п.).

Частная вертикально-интегрированная нефтяная компания средних размеров. Alliance Oil Company (AOC) в своем нынешнем виде была образована в 2008 г, в результате слияния West Siberian Resources (WSR) и НК Альянс. Сегодня AOC представляет собой среднюю по российским меркам нефтяную компанию с вертикально интегрированной структурой бизнеса. Компания характеризуется сильными позициями на розничных и оптовых рынках Дальнего Востока с долей на уровне 30–35%; около трети производимой AOC продукции экспортируется в страны Юго-Восточной Азии. По итогам 2010 г AOC добыла 16 млн барр (как и годом ранее), и переработала 23,7 млн барр нефти (21,8 млн барр в 2009 г). За 9М10 компания получила выручку в \$1,6 млрд и EBITDA в размере \$320 млн. AOC контролируется частными акционерами. Конечные бенефициары компании – семья Бажаевых. Среди многочисленных миноритариев присутствует испанская Repsol (3,2%). Акции AOC обращаются на Стокгольмской фондовой бирже.

Переработка и сбыт определяют финансовые показатели. Перерабатывающий и сбытовой бизнес прежней НК Альянс, представленный Хабаровским НПЗ и крупной сетью из 266 АЗС на Дальнем Востоке, доминирует над добывающим, приобретенным у WSR. На долю перерабатывающего и сбытового сегмента приходится порядка 80% совокупной выручки AOC. Впрочем, если смотреть на уровне EBITDA, то доли добывающего и перерабатывающего сегментов компании по итогам 9М10 были примерно равными.

AOC характеризуется высокой эффективностью управления затратами, что объясняет и довольно высокий уровень рентабельности компании по EBITDA (19,8% за 9М10 согласно данным неаудированной отчетности по МСФО). Это превосходит показатели рентабельности EBITDA за тот же период, например, у ЛУКОЙЛА (BBB-/Baa2/BBB-) – 15,3% и Газпром нефти (BBB-/Baa3/-) – 18,7% (см. Илл.2 стр.3). Наиболее управляемыми затратными статьями AOC являются издержки на добычу, переработку и транспортировку, а также общие и административные затраты.

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

	2008	2009	1К2010	2К2010	3К2010	% изм. кв/кв
Выручка	2 722	1 726	501	532	581	9,2
ЕБИТДА	585	389	101	89	130	46,1
Чистая прибыль	46	345	45	34	85	149,3
Чистый операц. денежный поток	300	323	(22)	5	66	1 220,0
Капитальные затраты	(541)	(206)	(157)	(101)	(147)	45,5
Свободный денежный поток	(241)	117	(179)	(96)	(81)	(15,6)
Совокупный долг	864	710	958	920	993	8,0
Краткосрочный долг	629	346	282	232	110	(52,6)
Денежные средства	293	336	385	307	270	(12,1)
Чистый долг	571	374	573	613	723	18,0
Собственный капитал	1 158	1 607	1 707	1 611	1 750	8,6
Активы	2 391	2 727	3 068	2 983	3 184	6,7
Коэффициенты						
Норма EBITDA,%	21,5	22,5	20,2	16,7	22,4	
EBITDA/Фин. Расходы (x)	12,4	11,4	12,6	14,8	86,7	
Долг/EBITDA (x)	1,5	1,8	2,5	2,3	2,4	
Чистый долг/EBITDA (x)	1,0	0,9	1,5	1,6	1,8	
Долг/Собственный капитал (x)	0,7	0,4	0,6	0,6	0,6	

Источники: данные компании, оценки Альфа-Банк

Аналитический отдел 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.

АОС планирует удвоить объем нефтедобычи к 2012 году. Суточная добыча нефти АОС в настоящее время составляет около 46 тыс барр/сутки при объемах перерабатываемой на Хабаровском НПЗ нефти в 65 тыс барр/сутки. Перерабатывающие мощности Хабаровского НПЗ (70 тыс барр/сутки) сейчас работают с загрузкой примерно в 92%. Нехватка собственной нефти вынуждает компанию закупать существенные объемы сырья на внутреннем рынке для его дальнейшей переработки. Затраты на закупку нефти остаются основой себестоимости для АОС (около 37% по итогам 2009 г). К 2012 году АОС ставит перед собой цель удвоить суточную добычу нефти (до 90 тыс барр/сутки) и до аналогичного уровня увеличить перерабатывающие мощности Хабаровского НПЗ.

Высокий коэффициент замещения запасов. Доказанные и вероятные запасы АОС на конец 2009 г оценивались в 526 млн барр нефтяного эквивалента, что при текущем уровне добычи обеспечивает операционную деятельность компании приблизительно на 33 года. По предварительным данным, коэффициент замещения совокупных доказанных запасов АОС в 2010 г составил более 200% от общего объема нефти добытой компанией за прошлый год (в 2009 г он составил 189%). АОС ожидает, что в последующие 5 лет этот коэффициент будет превышать 100%.

Ограниченная синергия между активами. На наш взгляд, недостатком операционного бизнес-профиля АОС является разрозненность добывающих и перерабатывающих активов компании. Мы не видим у АОС той степени вертикальной интеграции, которая отличает, например, Роснефть или ЛУКОЙЛ. 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. Поскольку добывающие активы АОС разбросаны по всей территории России и значительно удалены от Хабаровского НПЗ, расположенного на Дальнем Востоке, синергия между добывающим и перерабатывающим бизнес-сегментами достаточно сильно ограничена. В настоящее время АОС использует соглашения замещения на добываемую нефть с другими нефтяными компаниями, что позволяет ей существенно экономить на транспортировке нефти на переработку до Хабаровского НПЗ.

Начало добычи на Колвинском месторождении поддерживает операционные и финансовые показатели АОС. Основным источником роста добычи АОС в будущем обещает стать разработка Колвинского месторождения, расположенного в Тимано-Печорской провинции. Инвестиции в проект оцениваются примерно в \$320 млн. В настоящее время на месторождении продолжаются разведочные работы, а добычу планируется начать в 3Кв2011. За счет ввода Колвинского месторождения АОС планирует увеличить объем годовой добычи нефти в 2011 г на 25%. Важным представляется то, что данное месторождение подпадает под действие закона о налоговых каникулах по НДПИ до 2015 г. Таким образом, запуск добычи на Колвинском месторождении окажет весомую поддержку операционным и финансовым результатам АОС в среднесрочной перспективе.

Модернизация Хабаровского НПЗ продолжается: проект реализован на 60%. Основным инвестиционным проектом АОС остается модернизация Хабаровского НПЗ, которую предполагается завершить до 2012 г. Общая стоимость проекта оценивается примерно в \$1,3 млрд. По прогнозу АОС, модернизация позволит увеличить мощность завода с нынешних 70 тыс барр/сутки до 90 тыс барр/сутки. С 2011 г завод переходит на выпуск топлива по стандартам Евро-3, а завершение второго этапа реконструкции НПЗ в 2012 г обеспечит выпуск бензина и дизтоплива Евро-4, с последующим переходом на Евро-5. На модернизацию Хабаровского НПЗ АОС в 3Кв2010 привлекла долгосрочные кредитные ресурсы ВЭБа в общей сложности на \$760 млн (заем состоит из трех траншей со сроками погашения 12-13 лет). Данные средства представляются компании не одновременно, а по мере продвижения работ по модернизации. На 30 сентября 2010 г АОС привлекла в рамках кредитных соглашений с ВЭБом \$97 млн. На конец 2010 г компания оценивала стадию реализации проекта по модернизации Хабаровского НПЗ в 60%.

Долговая нагрузка АОС в 2010 году ожидаемо возросла... Значительные объемы инвестиций выразились в заметном увеличении долгового бремени АОС в течение прошлого года. За первые 9М10 капвложения компании составили \$405 млн, при этом свободный денежный поток АОС находился в глубоко отрицательной зоне (-\$356 млн). В целях финансирования инвестиционной программы и рефинансирования краткосрочного долга АОС активно использовала рынок облигаций. В частности, были размещены еврооблигации на \$350 млн и рублевые бонды на 5 млрд руб (-\$165 млн). За 9М10 чистый долг АОС увеличился почти вдвое – с \$374 млн до \$723 млн, а отношение Долг/ЕБИТДА за данный период возросло соответственно с 1,8х до 2,4х (чистый долг/ЕБИТДА – с 0,9х до 1,8х). Облигационные займы формировали более 75% общего кредитного портфеля компании по состоянию на отчетную дату. Стоит отдельно отметить значительно улучшившуюся структуру долга АОС с конца 2009 г: на 30 сентября 2010 г краткосрочные займы составляли лишь 11% от общего долга компании против почти 49% на 31 декабря 2009 г.

.. и вероятно продолжит расти в 2011 году, создавая угрозу рейтингам компании. Мы прогнозируем соотношение Долг/ЕБИТДА АОС в диапазоне 2,6х – 2,8х на конец 2010 г, что близко к целевому значению руководства компании (3,0х). Указанный уровень долговой нагрузки удовлетворяет известным нам ковенантам по кредитам АОС и выпуску еврооблигаций **VOSTOK 03/15** (долг/ЕБИТДА < 3,5х после 2010 г). 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. Объем новых возможных заимствований АОС для выполнения инвестиционных задач на текущий год мы оцениваем примерно в \$250–300 млн.

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, сложившаяся благоприятная конъюнктура нефтяного рынка вполне может позволить АОС удержать коэффициенты ее долговой нагрузки на приемлемых для текущих рейтингов уровнях.

В числе значимых кредитных рисков АОС – конкуренция со стороны Роснефти. Помимо вероятного роста долговой нагрузки компании, к числу наиболее существенных кредитных рисков АОС мы относим небольшой размер

ее активов, их разрозненность, недостаточный уровень синергии, а также конкуренцию со стороны Роснефти (BBB-/Baa1/BBB-) как в добывающем, так и в 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. В частности, на Дальнем Востоке под управлением Роснефти находится Комсомольский НПЗ. По нашему мнению, Роснефть – в силу своего квазисуверенного статуса – может рассчитывать на приоритетный доступ к местным нефтепроводам и НПЗ.

Долгосрочные перспективы АОС выглядят достаточно благоприятно. В целом, мы считаем риски рефинансирования АОС умеренными, отмечая среди важных положительных факторов партнерство компании с государственными кредитными учреждениями (в частности с ВЭБом), что не остается без внимания и со стороны рейтинговых агентств. Помимо вероятного роста долговой нагрузки, в кратко- и среднесрочной перспективе умеренно негативный эффект на финансовые результаты АОС могут оказать недавние изменения в налогообложении нефтеперерабатывающих предприятий (повышение акцизов на нефтепродукты).

Более долгосрочные перспективы АОС представляются нам достаточно благоприятными. Начиная с 2012 г (т.е. после завершения модернизации Хабаровского НПЗ) объемы капитальных затрат компании должны будут существенно сократиться. Мы полагаем, что АОС будет в состоянии финансировать их, а также свой оборотный капитал преимущественно за счет собственных ресурсов (не привлекая дополнительное финансирование на рынках капитала).

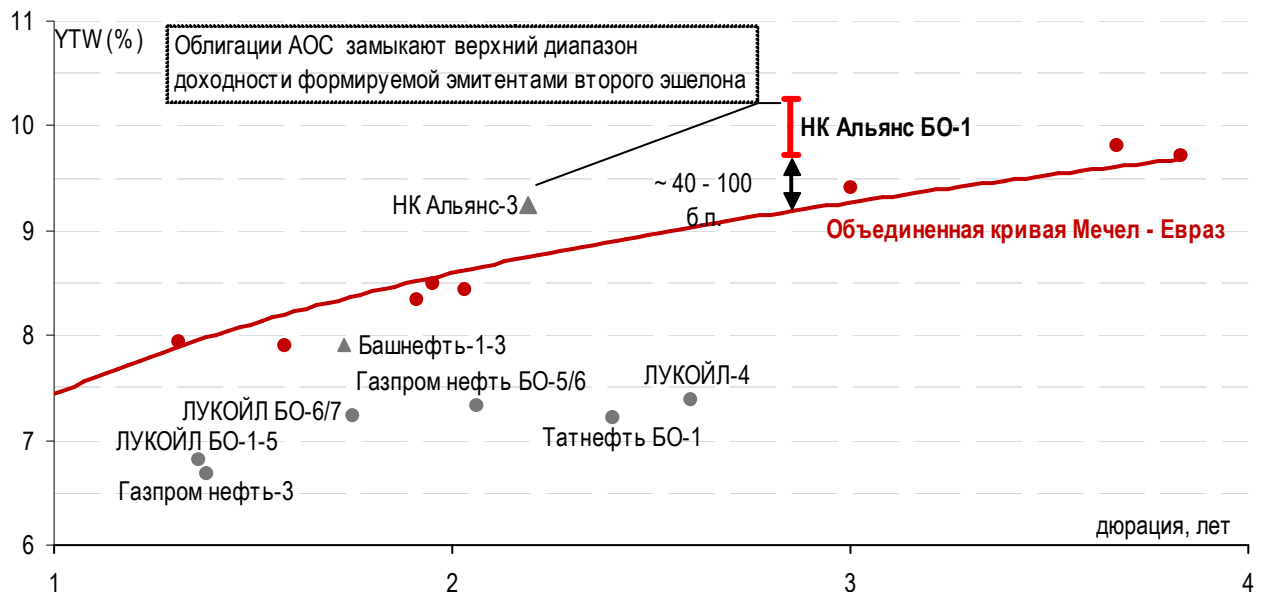
Впрочем, фактором ограничивающим последующее улучшение кредитных метрик компании, может стать приобретение АОС новых добывающих активов, что вероятно повлечет за собой и новые заимствования. В своей обновленной стратегии, АОС сообщает о возможности M&A сделок в добывающем сегменте, что, как мы понимаем, обусловлено относительно небольшими масштабами существующих добывающих активов компании. Скорее всего, при выборе новых активов АОС будет фокусироваться на регионах, способных обеспечить синергию с уже имеющимися у нее добывающими активами.

Илл. 2: Сравнение ключевые финансовых показателей компаний за 9 месяцев 2010 г, \$ млн

	Alliance Oil (B+/-/B)	ЛУКОЙЛ (BBB-/Baa2/BBB-)	Татнефть (-/Ba2/BB)	Газпром нефть (BBB-/Baa3/-)	Евраз (B/B1/B+)	Мечел (-/B1/-)
Выручка	1 614	76 272	11 207	23 709	9 729	6 976
ЕБИТДА	320	11 639	1 800	4 436	1 766	1 404
Свободный денежный поток	(356)	6 976	(540)	1 958	-	(873)
Чистый долг	723	7 506	3 095	4 617	7 153	6 610
Собственный капитал	1 750	57 317	10 968	19 877	-	4 738
Активы	3 184	81 839	18 403	30 412	-	14 884
Коэффициенты						
Норма ЕБИТДА, %	19,8	15,3	16,1	18,7	18,2	20,1
Чистый долг/ЕБИТДА (x)	1,8	0,5	1,4	0,8	3,4	3,9

Источники: данные компаний, оценки Альфа-Банка

Илл.3: Диаграмма доходностей рублевых облигаций



* - котировки по состоянию на 27 января 2011 г.

Источники: Bloomberg, оценки Альфа-Банка

Информация

Альфа-Банк (Москва)	Россия, Москва, 107078, пр-т Академика Сахарова, 12
Управление долговых ценных бумаг и деривативов	Саймон Вайн, Руководитель Управления (+7 495) 745-7896
Торговые операции	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
Аналитическая поддержка	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
Долговой рынок капитала	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 несут 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.