

Вадим Ведерников, vva@ufs-federation.com

Результаты Alliance Oil за 1К13: снижение рентабельности давит на кредитный профиль

Нефтяная компания Alliance Oil Company на днях отчиталась о результатах за 1 квартал 2013 года по МСФО. Выручка компании выросла на 8,3% до \$882,3 млн, однако чистая прибыль сократилась более чем в 3 раза до уровня \$44,1 млн на фоне снижения показателя EBITDA на 30,8% до уровня в \$150,8 млн.

Сокращение рентабельности в переработке. Показатель рентабельности по EBITDA компании сократился в 1 квартале более чем на треть до 17% с 27%, что было вызвано, в основном, снижением рентабельности переработки нефти, выручка от которой составила более 81% против уровня в 79,6% годом ранее.

Сокращение общего показателя рентабельности произошло второй квартал подряд, и его уровень в 1 квартале текущего года опустился ниже годовых отметок рентабельности последних трех лет. В связи со снижением рентабельности переработки нефти, доля EBITDA от этого подразделения в общем показателе составила в первом квартале лишь 23,2% против 34,0% годом ранее. Это второй самый низкий показатель за последние 5 кварталов после уровня в 20,7% во втором квартале прошлого года.

Среди основных причин столь сильного снижения показателей рентабельности переработки трудно выделить какую-либо одну статью расходов, поскольку почти все они выросли как в квартальном, так и в годовом исчислении. Тем не менее, с учетом уменьшения квартальной выручки от переработки на 5,8% до \$93,5 на баррель нефти в годовом исчислении, все же стоит отметить рост части издержек, относящихся к стоимости сырой нефти. Издержки по данной статье увеличилась на 10,4% до \$46,8 за баррель. Также негативно отразился на рентабельности переработки и рост затрат на транспортировку нефти, увеличившихся на 13,6% до \$20,1 за баррель. Стоит отметить и рост затрат и на сам процесс переработки нефти более чем в полтора раза до \$4 за баррель, однако их абсолютная величина незначительна в сравнении со стоимостью сырой нефти и издержек на транспортировку. Совокупный прирост вышеперечисленных затрат в структуре выручки и привел к снижению показателя EBITDA на 1 баррель переработанной нефти до уровня в \$4,6 с отметки \$12,6.

Финансовые результаты, млн долл.

	1K12	1K13
Выручка	815	882
ЕБИТДА	217,8	150,8
Чистая прибыль	139,7	44,1
Финансовый долг	2 074	1 985
Чистый долг	1 689	1 810

Основные коэффициенты

	1K12	1K13
Краткосрочный долг/совокупный долг	0,19	0,25
Чистый долг/ЕБИТДА	2,2	2,7
Рентабельность по EBITDA, %	0,27	0,17

Кредитный рейтинг/Прогноз

Moody's	S&P	Fitch
-	B+/Стаб	B/Стаб

Еврооблигации

Выпуск	Цена, %	Доходность, %
VOSTOK-14,CNV	103,34	4,17
VOSTOK-15	109,12	4,49
VOSTOK-20	101,29	6,76

Рублевые облигации

Выпуск	Цена, %	Доходность, %
НК Альянс-3	100,2	8,28
НК Альянс-4	99,5	9,48
НК Альянс-6	99,54	9,77
НК Альянс БО-1	100,15	9,06



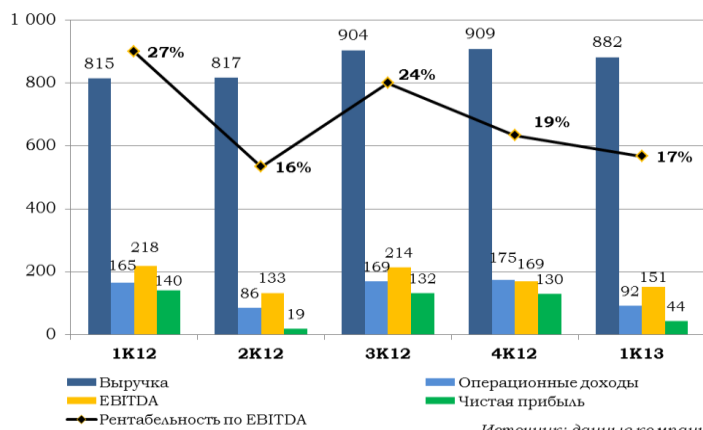
Долговая нагрузка выросла.

Показатель EBITDA компании составил за последние 12 месяцев составила \$667,1 млн против \$751,1 годом ранее. Чистый долг на конец 1 квартала 2013 года был равен \$1,81 млрд против \$1,69 млрд на конец 1 квартала 2012 года. Увеличение объема чистого долга во многом объясняется сокращением объема наличности и ее эквивалентов на счетах компании более чем в 2 раза до уровня \$175 млн. Этот фактор вместе со снижением уровня 12-месячной EBITDA отразился на росте показателя Чистый долг/EBITDA до 2,7х с 2,2х годом ранее. Таким образом, мы отмечаем, что снижение наличности на счетах и сокращение уровня EBITDA в 1 квартале оказало негативное влияние на уровень долговой нагрузки в терминах Чистый долг/EBITDA, хотя величина финансового долга компании и показала минимальное снижение. Напомним, что, согласно финансовым ковенантам по еврооблигациям, рост соотношения Чистый Долг/EBITDA ограничен уровнем 3,5х. Несмотря на то, что значение показателя Чистый долг/EBITDA Alliance Oil в 1 квартале текущего года осталось значительно ниже того, которое могло бы привести к нарушению ковената, мы отмечаем, что в случае сохранения тенденции к снижению уровня EBITDA в течение следующих нескольких кварталов, риск нарушения ковенанта будет расти.

Свободный денежный поток сократился.

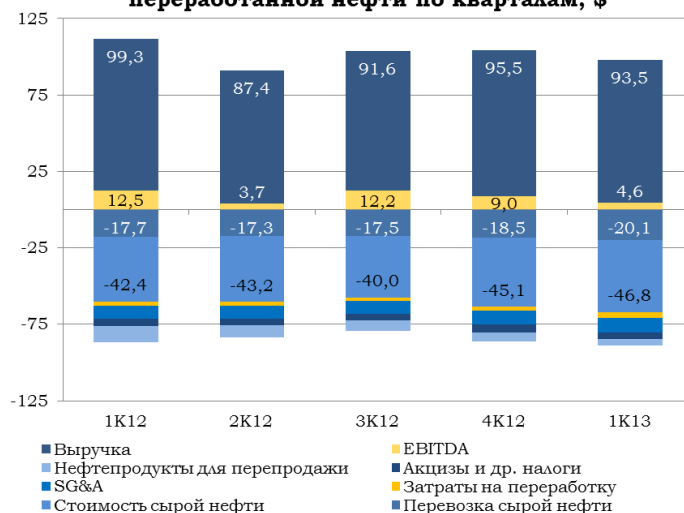
Операционный денежный поток снизился в 1 квартале на 28,8% до \$161,8 млн против \$227,5 млн годом ранее. Капитальные затраты компании за квартал сократилась до \$131,3 млн со \$151,2 млн в 1 квартале 2012 года. Свободный денежный поток Alliance Oil в 1 квартале, таким образом, сократился более чем в 2,5 раза в годовом исчислении до \$30,0 млн против \$76,3 млн годом ранее, что является умеренно негативным фактором ввиду сокращения наличности на счетах на 45% и роста краткосрочного долга на 22%.

Финансовые показатели НК Alliance Oil, \$ млн.



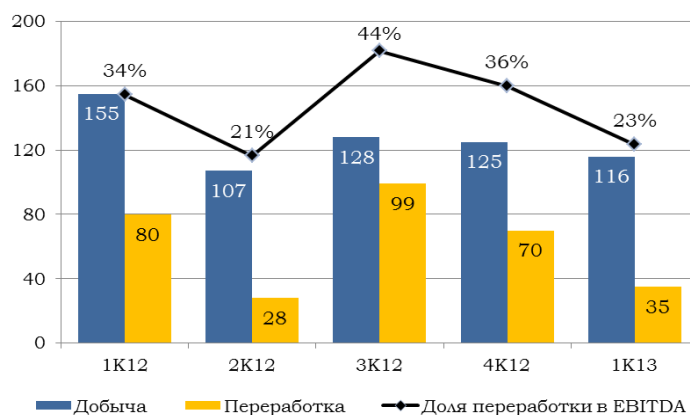
Источник: данные компании

Структура доходов и расходов на баррель переработанной нефти по кварталам, \$



Источник: данные компании

Структура EBITDA по кварталам, \$ млн.



Источник: данные компании



Выводы: рентабельность давит на кредитный профиль. Рентабельность компании в секторе переработки, где она генерирует более двух третей выручки, продолжила сокращаться в 1 квартале 2013 года, в результате чего EBITDA от переработки составила менее четверти в общей величине показателя. Сохранение обозначенных тенденций привело к снижению общего уровня EBITDA, и, как результат, к росту коэффициентов долговой нагрузки, что негативно для кредитных метрик Alliance Oil. Сокращение денежного потока компании, вместе с резким уменьшением наличности на счетах, также оказало негативное влияние на кредитный профиль эмитента.

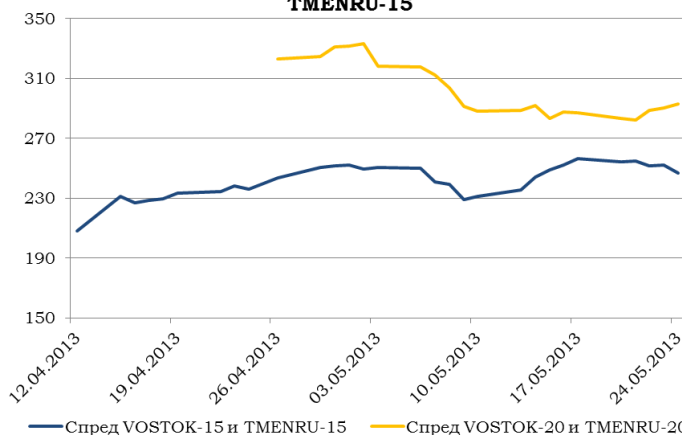
Евробонды Alliance Oil – интересен дальний выпуск. Среди трех обращающихся евробондов компании некоторый интерес с точки зрения покупки представляет выпуск VOSTOK-20 (YTM-6,76%, Z-спред 529 б.п.), размещенный в апреле. Его спред с аналогичным по дюрации евробондом TMENRU-20 (YTM-3,83%, Z-спред 240 б.п.) составляет на сегодняшний день в терминах Z-спреда 289 б.п.

В то же время, спред между доходностями двух более близких евробондов VOSTOK-15 (YTM-4,49%, Z-спред 410 б.п.) и TMENRU-15 (YTM-2,02%, Z-спред 165 б.п.) в терминах Z-спреда составляет около 245 б.п. В этой связи, на наш взгляд, у выпуска VOSTOK-20 есть потенциал снижения доходности в размере 15-20 б.п. в среднесрочной перспективе за счет сокращения спреда к доходности TMENRU-20. Потенциал снижения нового евробонда Alliance Oil, как следует из разницы спредов, мог бы быть и большим, если бы не сохраняющиеся тенденции к снижению рентабельности основной части бизнеса компании, из-за которой происходит постепенное ухудшение кредитного качества эмитента.

Что касается выпуска VOSTOK-15, мы не видим значимого потенциала к росту цены этого евробонда, и для инвесторов идея в данной бумаге может заключаться лишь в покупке выпуска для его удержания до погашения в расчете на получение купонных выплат.

На локальном долговом рынке в обращении находятся 4 выпуска рублевых облигаций общим объемом 22 млрд рублей. Торговых идей в данных бумагах мы не видим в связи с их низкой ликвидностью.

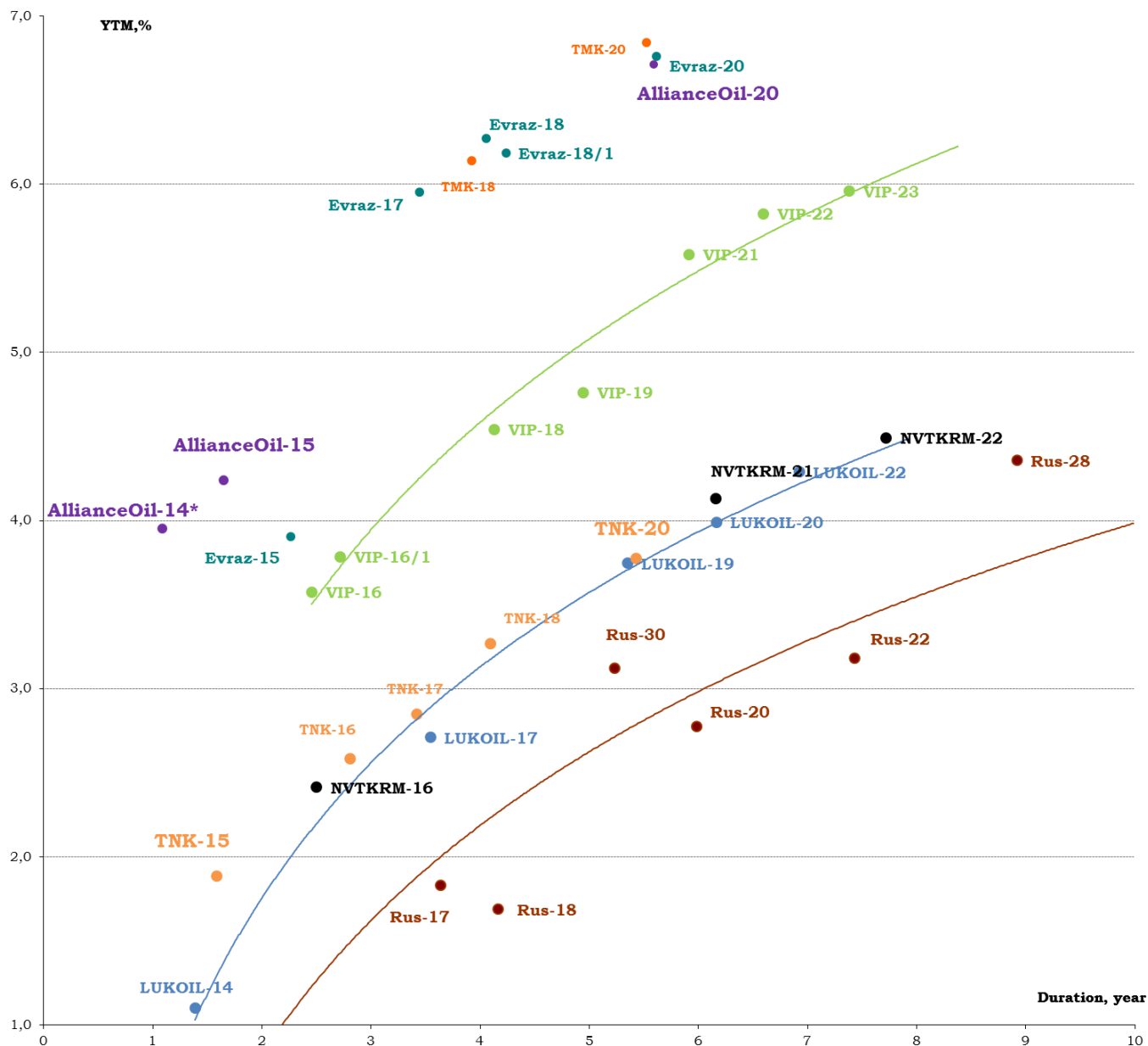
Динамика спредов VOSTOK-15 к TMENRU-15 и VOSTOK-20 к TMENRU-15



Источник: Bloomberg



Еврооблигации российских эмитентов нефтегазового сектора на 27 мая 2013 года



Предыдущий специальный комментарий по эмитенту:

[Специальный комментарий к размещению еврооблигаций Alliance Oil Company.](#)

Вы можете подписаться на наши аналитические материалы, [перейдя по ссылке](#).



Департамент Аналитики

Павел Василяди

Директор Департамента аналитики и риск-менеджмента

Тел. +7 (495) 781 72 97
vpa@ufs-federation.com

Илья Балакирев

Ведущий аналитик отдела анализа рынков акций

Тел. +7 (495) 781 02 02
bia@ufs-federation.com

Алексей Козлов

Главный аналитик отдела анализа рынков акций

Тел. +7 (495) 781 02 02
kaa@ufs-federation.com

Вадим Ведерников

Аналитик отдела анализа долговых рынков

Тел. +7 (495) 781 02 02
vva@ufs-federation.com

Александр Черкасов

Аналитик отдела анализа долговых рынков

Тел. +7 (495) 781 02 02
caa@ufs-federation.com

Анна Милостнова

Аналитик отдела анализа рынков акций

Тел. +7 (495) 781 02 02
mav@ufs-federation.com

Каролина Беломестнова

Помощник аналитика

Тел. +7 (495) 781 02 02
bkv@ufs-federation.com

Елена Селезнева

Переводчик

Тел. +7 (495) 781 02 02
evs@ufs-federation.com

Департамент торговли и продаж

Алексей Лосев

Директор Департамента Торговли и продаж

Тел. +7 (495) 781 73 03
las@ufs-federation.com

Илья Хомяков

Начальник отдела Репо

Тел. +7 (495) 781 73 05
him@ufs-federation.com

Алексей Куц

FI Sales and Trading

Тел. +7 (495) 781 73 01
kam@ufs-federation.com

Николай Полторанов

Репо-Трейдера

Тел. +7 (495) 781 73 04
pnv@ufs-federation.com

Игорь Ким

Управляющий портфелем по акциям

Тел. +7 (495) 781 73 05
kim@ufs-federation.com

Брокерское обслуживание

+7 (495) 781 73 00

Фонды совместных инвестиций

+7 (495) 781 32 02

Настоящий обзор предоставлен исключительно в информационном порядке и не является предложением о проведении операций на рынке ценных бумаг, и в частности предложением об их покупке или продаже. Настоящий обзор содержит информацию, полученную из источников, которые ООО «ИК «Ю Эф Эс Финанс» рассматривает в качестве достоверных. Тем не менее ООО «ИК «Ю Эф Эс Финанс», его руководство и сотрудники не могут гарантировать абсолютную точность, полноту и достоверность такой информации и не несут ответственности за возможные потери клиента в связи с ее использованием. Оценки и мнения, представленные в настоящем обзоре, основаны единственно на заключениях аналитиков компании в отношении анализируемых ценных бумаг и эмитентов. Вознаграждение аналитиков не связано и не зависит от содержания аналитических обзоров, которые они готовят, или от существа даваемых ими рекомендаций. ООО «ИК «Ю Эф Эс Финанс», его руководство и сотрудники могут изменить свое мнение в одностороннем порядке без обязательства специально уведомлять кого-либо о таких изменениях. ООО «ИК «Ю Эф Эс Финанс», его руководство и сотрудники не несут ответственности за инвестиционные решения клиента, основанные на информации, содержащейся в настоящем документе. ООО «ИК «Ю Эф Эс Финанс», его руководство и сотрудники также не несут ответственности за прямые или косвенные потери и/или ущерб, возникший в результате использования клиентом информации или какой-либо ее части при совершении операций с ценными бумагами. ООО «ИК «Ю Эф Эс Финанс» не берет на себя обязательств регулярно обновлять информацию, которая содержится в настоящем документе, или исправлять возможные неточности. Сделки, совершенные в прошлом и упомянутые в настоящем документе, не всегда являются индикативными для определения результатов будущих сделок. На стоимость, цену или величину дохода по ценным бумагам или производным инструментам, упомянутым в настоящем документе, могут оказывать неблагоприятное воздействие колебания обменных курсов валют. Инвестирование в ценные бумаги несет значительный риск, в связи с чем клиенту необходимо проводить собственный анализ рынка и исследование надежности эмитентов до совершения сделок. Настоящий документ не может быть воспроизведен полностью или частично, с него нельзя делать копии, выдержки из него не могут использоваться для каких-либо публикаций без предварительного письменного разрешения ООО «ИК «Ю Эф Эс Финанс». ООО «ИК «Ю Эф Эс Финанс», не несет ответственности за несанкционированные действия третьих лиц, связанные с распространением настоящего обзора или любой его части.

