

Пульс рынка

- ▶ **Мировая экономика восстанавливается?** После публикации позитивной макроэкономической статистики Южной Кореи (уровень потребительской уверенности достиг максимального значения за последние 3 месяца) и Германии (ВВП в 4 кв. вырос на 1,5%) инвесторы снова поверили в восстановление мировой экономики: практически все фондовые рынки подросли, а нефть находится на своем максимальном значении после пика в 2008 г. Завтра в Мексике финансовые министры стран G20 должны обсудить выделение новых средств в МВФ для борьбы с европейским долговым кризисом, который остается главной мировой проблемой на текущий момент.
- ▶ **Новые выпуски на первичке имеют более интересные аналоги.** Юникредит Банк (BBB/-/BBB+) вчера открыл книгу заявок на облигации серии БО-02 на сумму 5 млрд руб. с офертой через полтора года. Озвученные ориентиры по доходности (8,47%-8,99% год.) на 50 б.п. ниже ориентиров выпуска Русфинанс Банка (Moody's: Baa3), который сейчас также находится в маркетинге, и мы считаем выпуск последнего более привлекательным. Новый выпуск ВЭБа (BBB / Baa1/BBB) с маркируемой доходностью УТР 8,58 – 8,89% к трехлетней оферте кажется нам менее интересным, чем трехлетний выпуск ЕАБР-02 (BBB/A3/BBB) по текущим ориентирам УТР 9,3%-9,58% год. Новый выпуск Банка Уралсиб серии 04 на 5 млрд руб. с ориентиром по доходности 9,20-9,73% год. к оферте через 1,5 года мы считаем привлекательным по верхней границе диапазона.
- ▶ **ВТБ обратился к ЦБ с предложением о предоставлении дешевого фондирования** посредством механизма, подобного 3-летней программе ЕЦБ по поддержке рынка ликвидностью. Кроме того, в интервью FT глава ВТБ А. Костин подчеркнул, что для обеспечения ориентира ЦБ по росту кредитного портфеля ВТБ в 2012 г. на 15-20% (35% г./г. в 2011 г.) понадобится подключение беззалогового кредитования. Мы не раз отмечали, что осложнения с ликвидностью всей банковской системы в действительности берут начало лишь в нескольких крупных банках. Недавно мы проанализировали проблемы с ликвидностью у Сбербанка (см. обзор от 20 февраля), потребность в фондировании которого, на наш взгляд, играет определяющую роль в формировании спроса на инструменты рефинансирования ЦБ (~80%). Теперь о дефиците средств и наличии проблем с их привлечением заявляет ВТБ, тем самым, полностью подтверждая нашу гипотезу. Мы полагаем, что просьбу о предоставлении более дешевых средств едва ли стоит рассматривать как безотлагательную потребность, однако портфеля бумаг ВТБ для решения проблем с фондированием, по нашим оценкам, недостаточно. Беззалоговое кредитование, во первых, является самым дорогим из всех перечисленных инструментов (в 2008-2009 гг. ставка превышала 9%), во вторых, считается антикризисной мерой и, как неоднократно заявляли сами представители ЦБ, будет задействовано лишь по мере исчерпания других источников фондирования.
- ▶ **В первой половине февраля бюджет пополнял ликвидность**, что подтверждается заявлением А. Силуанова об исполнении федерального бюджета в этот период с дефицитом. Это полностью соответствует нашим оценкам, согласно которым до начала налогового периода 15 февраля приток госсредств с начала месяца составил не менее 400 млрд руб. (за вычетом интервенций ЦБ). По нашим расчетам, в среду наблюдался незначительный, но чистый отток ликвидности при умеренных интервенциях ЦБ. В течение следующей недели (27 фев. НДС и акцизы ~220 млрд руб., 28 фев. налог на прибыль ~70 млрд руб.) отток средств продолжится, что может привести к незначительному повышению ставок денежного рынка. Однако информация об исполнении бюджета с дефицитом повышает вероятность того, что поступление госрасходов останется выше среднего как мин. до президентских выборов 4 марта, что в целом позитивно для ликвидности и ставок.

Темы выпуска

- ▶ Alliance Oil: 60/66 пока приносит только прибыль
-

Alliance Oil: 60/66 пока приносит только прибыль

Результаты оцениваем позитивно

Нефтяная компания Alliance Oil Company (B+/-/B) опубликовала финансовые результаты по МСФО за 4 кв. и 2011 г., которые в целом мы оцениваем позитивно. Существенный рост EBITDA в последнем квартале (+36% кв./кв.) был обеспечен сегментом нефтедобычи преимущественно из-за снижения экспортной пошлины на сырую нефть (введение системы 60/66), а также увеличения доли нефти, освобождаемой от НДС, с запуском Колвинского месторождения. При этом негативный эффект от системы 60/66 в сегменте нефтепереработки еще не сказался в полной мере.

Несмотря на интенсивные капвложения (в 4 кв. они составили ~260 млн долл.), долг компании в абсолютном выражении увеличился незначительно (+3%), при этом долговая нагрузка в терминах Чистый долг/EBITDA снизилась до 2,12x за счет опережающего роста операционной прибыли.

Ключевые финансовые показатели Alliance Oil

В млн долл., если не указано иное	4 кв. 2011	3 кв. 2011	изм.	2011	2010	изм.
Выручка	825	794	+4%	3 083	2 196	+40%
EBITDA	236	174	+36%	690	438	+57%
Рентабельность по EBITDA	28,6%	21,9%	+6,7 п.п.	22,4%	19,9%	+2,5 п.п.
Операционная прибыль	176	134	+31%	513	307	+67%
Операционная рентабельность	21,3%	16,9%	+4,4 п.п.	16,6%	14,0%	+2,6 п.п.
Чистая прибыль	119	63	+89%	328	226	+45%
Чистая рентабельность	14,4%	7,9%	+6,5 п.п.	10,6%	10,3%	+0,3 п.п.
Операционный поток	151	221	-32%	463	204	+2,3x
Инвестиционный поток	-261	-233	+12%	-1 071	-705	+52%
Финансовый поток	53	-5	-	631	302	+2,1x

в млн долл., если не указано иное	31 дек. 2011	30 сент. 2011	изм.
Совокупный долг, в т.ч.	1 621	1 567	+3%
Краткосрочный долг	107	55	+1,9x
Долгосрочный долг	1 514	1 512	без изм.
Чистый долг	1 461	1 377	+6%
Чистый долг/EBITDA LTM*	2,12x	2,41x	-

* EBITDA за последние 12 месяцев

Источник: отчетность компании, оценки Райффайзенбанка

Выручка росла за счет увеличения объемов реализации

Выручка компании за 4 кв. выросла на 4% до 825 млн долл. Основным фактором роста стало увеличение объемов добычи за счет запуска Колвинского месторождения, а также объемов реализации продуктов нефтепереработки, соответственно на фоне некоторого снижения цен реализации: выручка на баррель нефти снизилась с 48,6 до 48,1 долл., в сегменте нефтепереработки - с 91,8 до 89,7 долл./барр.

Опережающий рост EBITDA обусловлен снижением налогов и пошлин в upstream

Тем не менее, показатель EBITDA продемонстрировал опережающую динамику (+36% кв./кв.). Наиболее существенную поддержку рентабельности в 4 кв. оказал сегмент нефтедобычи. Прибыльность сегмента возросла кв./кв. с 42% до 54% благодаря снижению экспортных пошлин на сырую нефть (введение налогового режима 60/66 и сохранение цен на уровне предыдущего квартала), а также увеличения доли нефти, освобождаемой от НДС, в результате запуска Колвинского месторождения.

Рентабельность по EBITDA в сегменте downstream осталась на уровне предыдущего квартала ~15%. Наибольшее давление на нее оказали увеличение пошлины на экспорт нефтепродуктов, рост стоимости нефти, приобретаемой у сторонних производителей, а также возросшие SG&A вследствие наращивания экспортных отгрузок. Однако влияние этих факторов было компенсировано снижением транспортных расходов и затрат на внешнюю закупку нефтепродуктов.

В 2012 г. компания ожидает снижения маржи нефтепереработки

Однако менеджментом компании в ходе проведенной телеконференции было озвучено, что маржа нефтепереработки в 2012 г. будет снижаться (как минимум на 2 долл./барр. с прогнозных значений 10-12 долл./барр.) в связи с введением с 1 октября 2011 г. нового налогового режима, поскольку в 2011 г. еще наблюдался некоторый отложенный эффект.

Интенсивные капвложения продолжились в 4 кв.

В 4 кв. компания продолжила инвестиции (~260 млн долл.) в свои основные проекты: разработку Колвинского месторождения (добыча начата в сентябре 2011 г.) и модернизацию Хабаровского НПЗ (треть работ уже выполнена, запуск модернизированного НПЗ запланирован на 2013 г.). Капвложения компании за 2011 г. в целом составили свыше 1 млрд долл. и были лишь на 45% профинансированы из операционного потока, остальное - из заемных средств (долг с начала года вырос на 56% с 1 до 1,6 млрд долл.).

В 2012 г. компания планирует сохранить инвестиции на уровне 2011 г.

В 2012 г. компания планирует сохранить инвестиции на уровне прошлого года: в сегмент нефтедобычи будет направлено до 380-450 млн долл. (в основном на дальнейшее развитие Колвинского и Пуглалымского месторождений), в сегмент нефтепереработки - 490-540 млн долл. (модернизация НПЗ, подсоединение к трубопроводу ВСТО в целях постепенного замещения ж/д транспортировки сырой нефти на НПЗ (предполагается, что экономия составит до 2-3 долл./барр., однако же это будет зависеть от тарифной политики Транснефти)). Согласно заявлениям менеджмента, компания имеет открытые кредитные линии ВЭБа, а также других банков, и этих средств будет достаточно для финансирования обычной деятельности (за исключением возможных сделок M&A).

В течение последнего квартала долг компании в абсолютном выражении почти не изменился и составил 1,6 млрд долл. (+3%). Его структура хорошо сбалансирована по валютам и по срокам. Погашение основных сумм наступает не ранее чем через 2 года. До 70% долга представлено рублевыми облигациями (~630 млн долл.) и еврообондами (~609 млн долл.).

Долговая нагрузка снизилась до 2,12х на конец 2011 г.

Чистый долг по итогам 4 кв. увеличился на 6% до 1,5 млрд долл., но его отношение к показателю EBITDA продолжило снижаться с 2,41х на начало 4 кв. до 2,12х на конец года за счет опережающего роста операционной прибыли.

СП с Repsol будет способствовать развитию компании, однако может привести к небольшому росту долга

В декабре 2011 г. компания формально подписала соглашение о создании СП с Repsol, согласно которому Alliance Oil передаст свои активы в Волго-Уральском регионе, а со стороны Repsol вносятся денежные средства, а также газовые активы ЗАО "Евротэк" (2 месторождения в Западной Сибири, добычу газа на одном из которых планируется начать уже через год, а на втором - не ранее 2016 г.). Таким образом, доля Alliance Oil в СП составит 51%. Мы предполагаем, что создание СП будет способствовать увеличению добычи, однако в то же время может стать фактором повышения долговой нагрузки.

По итогам года компания подтвердила ранее представленные планы по добыче (63-69 тыс. барр./день) и нефтепереработке (68-73 тыс. барр./день). Принимая во внимание озвученную на 2012 г. инвестпрограмму, а также ожидания по снижению маржи нефтепереработки, долговая нагрузка Alliance Oil на конец 2012 г., по нашим оценкам, может возрасти, но не превысит 3,0х (без учета возможных сделок M&A).

Мы не ожидаем существенного сужения кредитного спреда бондов компании

Рублевые облигации Alliance Oil низколиквидны. Последние сделки в Альянс БО-1 с дюрацией 1,82 года проходили на уровне YTP 9,5% год., что выглядит дороговато. Мы также не видим спекулятивных торговых идей в еврообондах эмитента, принимая во внимание длинную дюрацию выпуска AllianceOil 15 (YTM 7,9%), учитывая довольно масштабную инвестпрограмму в среднесрочной перспективе.

ЗАО «Райффайзенбанк»

Адрес	119071, Ленинский пр-т, д. 15А
Телефон	(+7 495) 721 9900
Факс	(+7 495) 721 9901

Аналитика

Анастасия Байкова	abaikova@raiffeisen.ru	(+7 495) 225 9114
Денис Порывай	denis.poryvay@raiffeisen.ru	(+7 495) 221 9843
Мария Помельникова	maria.pomelnikova@raiffeisen.ru	(+7 495) 221 9845
Антон Плетенев	anton.pletenev@raiffeisen.ru	(+7 495) 221 9801
Павел Папин	pavel.papin@raiffeisen.ru	(+7 495) 225 9184
Ирина Ализаровская	irina.alizarovskaya@raiffeisen.ru	(+7 495) 721 99 00 доб. 1706

Продажи

Наталья Пекшева	sales@raiffeisen.ru	(+7 495) 721 3609
Анастасия Евстигнеева		(+7 495) 721 9971
Антон Кеняйкин		(+7 495) 721 9978
Александр Христофоров		(+7 495) 775 5231
Алексей Баранов		(+7 495) 981 2857

Торговые операции

Александр Дорошенко		(+7 495) 721 9900
Вадим Кононов		(+7 495) 225 9146

Начальник Управления корпоративного финансирования и инвестиционно-банковских операций

Никита Патрахин		(+7 495) 721 2846
-----------------	--	-------------------

Выпуск облигаций

Олег Гордиенко	bonds@raiffeisen.ru	(+7 495) 721 2845
Олег Корнилов		(+7 495) 721 2835
Денис Леонов		(+7 495) 721 9937
Мария Мурдяева		(+7 495) 221 9807
Надежда Зотова		(+7 495) 221 9801

ВАЖНАЯ ИНФОРМАЦИЯ. Предлагаемый Вашему вниманию ежедневный информационно-аналитический бюллетень ЗАО «Райффайзенбанк» (Райффайзенбанк) предназначен для клиентов Райффайзенбанка. Информация, представленная в бюллетене, получена Райффайзенбанком из открытых источников, которые рассматриваются банком как надежные. Райффайзенбанк не имеет возможности провести должную проверку всей такой информации и не несет ответственности за точность и полноту представленной информации. При принятии инвестиционных решений, инвестор не должен полагаться исключительно на мнения, изложенные в настоящем бюллетене, но должен провести собственный анализ финансового положения эмитента облигаций и всех рисков, связанных с инвестированием в ценные бумаги. Райффайзенбанк не несет ответственности за последствия использования содержащихся в настоящем отчете мнений и/или информации.