

**Специальный комментарий к размещению облигаций НК Альянс**

Письменный Станислав, PS@ufs-federation.com

**Ключевые моменты:**

- ✓ **НК Альянс** – один из крупнейших нефтяных вертикально интегрированных холдингов полного комплекса добычи и производства в России;
- ✓ Рейтинг материнской компании ХК группы Alliance Oil Company (B+/-/В)
- ✓ Запуск Колвинского месторождения, позволит в течение 5 лет повысить в 2 раза добычу нефти
- ✓ URALS - рост цены на мировых биржах в 2010 году на 20%, с начала 2011 года 24%;
- ✓ Существенный рост операционных показателей на фоне роста добычи в 1 квартале 2011 на 11%, чем годом ранее
- ✓ Высокая долговая нагрузка среди нефтяных компаний за 2010 год (Финансовый долг/ЕБИТДА = 2,5);
- ✓ Ожидаемый рост нефтяных пошлин
- ✓ Планируемый рост CAPEX более чем в 3 раза в 2011г.;

**Операционные показатели**

В 2010-1 квартале 2011 года компания смогла повысить свои операционные показатели деятельности, вследствие крайне благоприятной рыночной конъюнктуры прошедшего года. Стабильный рост спроса на нефть наблюдаемый в первую со стороны развивающихся стран и сырьевых спекулянтов, привел к значительному увеличению цен на нефть, в том числе и на URALS. Объемы добычи выросли на уровне добычи нефти на 8% год, а переработка на 9%. Как мы уже писали в нашем обзоре по ТЭКу в марте этого года, прирост добычи будет осуществлен, в том числе и за счет освоения и запуска в эксплуатацию Колвинского месторождения во второй половине 2011 года, что будет способствовать росту добычи нефти на четверть в этом году и вдвое в следующем. Переработка же покажет существенный рост только в следующем году, когда закончится плановая модернизация Хабаровского НПЗ. Основные рынки сбыта в 2010

**Параметр выпуска:**

Серия	НК Альянс, 4
Объем размещения	5 млрд. руб.
Срок обращения	10 лет
Оферта	Через 5 лет
Периодичность выплаты купона	2 раза в год
Ориентировочная доходность к оферте (по информации организатора),%	9,5-10
Справедливая доходность (оценка UFS),%	9-9,3

**Динамика стоимости нефти марки URALS в 2009-2011 годах, \$/ Barrel**



году и в 1-м квартале 2011 года не изменились: Россия - 35%, страны СНГ - 15%, в страны Европы 50%.

### Финансовый результат

За 2010 год рост выручки компании составил 27,2% или \$2,20 млрд. Показатель EBITDA за год снизился на 22% до \$440 млн. против \$561 млн. по итогам 2009 года. Одним из самых негативных моментов в деятельности АльянсОйл являлось сокращение денежного потока от операционной деятельности и рост отрицательного FCF на фоне увеличения капитальных затрат на модернизацию Хабаровского НПЗ. Мы ожидаем, что компания продолжит наращивать объем производства как в секторе нефтедобычи (за счет планируемого запуска Колвинского месторождения), так и в секторе нефтепереработки.

В первом квартале 2011 года выручка компании составила \$687,7млн. (рост более 35,5% к 1 кв. 2010 года), консолидированная EBITDA составила \$156,3 млн. (рост 54,8%). Рост показателей обусловлен повышением стоимости мировых цен на энергоресурсы. Рентабельность по EBITDA составила 23%, что выше, чем годом ранее (в связи с ростом выручки). В целом, финансовые результаты оказались на уровне ожиданий аналитиков.

### Долговая нагрузка

Согласно отчетности за 2010 год, долговая нагрузка компании составила \$1,04 млн. и выросла по сравнению с началом года на 10,4%. Доля краткосрочной задолженности в общем объеме долга существенно снизилась до 12%, по сравнению с 49% на начало года. Реструктуризацию задолженности в 2010 году компания провела за счет 2 выпусков облигаций: евробонда на \$350 млн. и рублевого займа в пересчете на доллары - \$165 млн. За 12 месяцев 2010 года отношение Финансовый долг/EBITDA повысилось с 1,25 до 2,5. Этому способствовала масштабная заемная политика, а также падение EBITDA на 22%, по сравнению с началом года. В связи с запланированными масштабными капитальными затратами в 2011 году, отношение долга к EBITDA, скорее всего, вырастет, однако вряд ли превысит 3,5, которое является предельным согласно условиям выпуска еврооблигаций. Инвестиционная деятельность 2010 года, вызвавшая

### НК Альянс МСФО (\$ млн.)

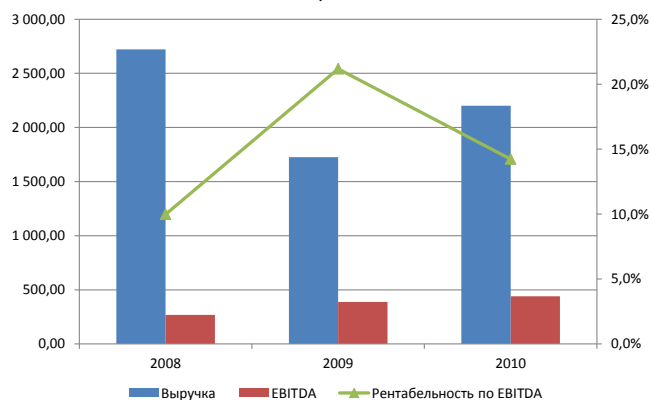
Показатели	2008	2009	2010	Изм., 2010/2009 %
Выручка	2 721,6	1 726,4	2 025,0	17,3%
EBITDA	268,0	387,9	315,8	-18,6%
Финансовый долг	876,4	703,9	776,9	10,4%
Денежные средства	335,4	392,1	66,0	-83,2%
Чистый долг	541,1	311,8	710,9	128,0%
<b>Коэффициенты</b>				
Финансовый долг/EBITDA	3,3	1,8	2,5	-273 б.п.
Чистый долг/EBITDA	2,0	0,8	2,3	-153 б.п.
Рентабельность по EBITDA	9,8%	22,5%	15,6%	7,5 п.п

Источник: данные компании, расчеты UFS

Показатели	1 кв. 2010	1 кв. 2011	Изм., 1 кв. 2010/1 кв. 2009 %
Выручка	501,0	678,7	35,5%
EBITDA	101,0	156,3	54,8%
Финансовый долг	1 028,0	1 325,0	28,9%
Денежные средства	455,0	192,0	-57,8%
Чистый долг	573,0	1 133,0	97,7%
<b>Коэффициенты</b>			
Финансовый долг/EBITDA	2,5	2,1	-170 б.п.
Чистый долг/EBITDA	1,4	1,8	-150 б.п.
Рентабельность по EBITDA	20,2%	23,0%	280 п.п

Источник: данные компании, расчеты UFS

Динамика выручки, EBITDA и рентабельности по EBITDA, по МСФО



отрицательный денежный поток, привела к тому что ситуация с ликвидностью у компании была не столь позитивной. Отношение Чистый долг/ЕБИТДА на конец прошлого года выросло до 2,3, что превышает данное отношение в 3,5 раза годом ранее

Ликвидные активы в виде денежных средств и их эквиваленты на конец марта месяца составляли всего \$629 млн., что на 83,2% меньше чем годом ранее. Это связано с масштабной инвестиционной программой НК АльянсОйл в текущем году. Именно серьезная инвестиционная программа и толкает компанию к крупным заимствованиям на рынке капитала.

### Инвестиционная программа

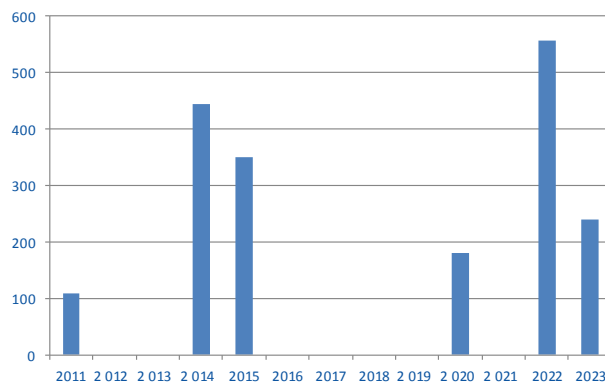
В текущем году инвестиционная программа запланирована в объеме \$970 млн. Основные затраты капитального характера связаны с завершающей стадией модернизации Хабаровского НПЗ. Завершение данного проекта позволит повысить реализацию продукции с более высокой добавленной стоимостью, что в конечном счете вызовет рост показателя ЕБИТДА. Второй по значимости и затратам проект – это освоение Колвинского месторождения. По планам компании, начало эксплуатации запланировано на 3 квартал этого года, что будет способствовать росту добычи нефти на четверть в этом году и вдвое в следующем.

### Позиционирование займа

**НК Альянс** открыла с 25 мая по 9 июня книгу заявок инвесторов на покупку облигаций 4-й серии объемом 5 миллиардов рублей с 5-летней офертой. Ориентир от организаторов по купону составляет 9,50-10% и по доходности к пятилетней оферте в диапазоне 9,73-10,25%. Исходя из роста долговой нагрузки и отсутствия кредитного рейтинга самой компании, что не предполагает попадание бумаги в ломбард, стоимость долга НК Альянс должна предлагать премию к бумагам Татнефти как минимум 150 б.п., то есть с учетом поправки на дюрацию и текущей оценки рынком долговых бумаг компании это дает справедливую доходность по займу в пределах 9,2-9,7%, т.е. UPSIDE к вторичному рынку предлагается на уровне 50 б.п.

На текущий момент на вторичном рынке также есть идея в покупках бумаг **АльянсОйл**: выпуски 3-й и БО-01. С учетом завершения проекта по модернизации Хабаровского НПЗ, прогнозируем повешение рентабельности деятельности компании, а также в последствие и снижение долговой нагрузки.

**График погашения публичного долга, \$ млн.**

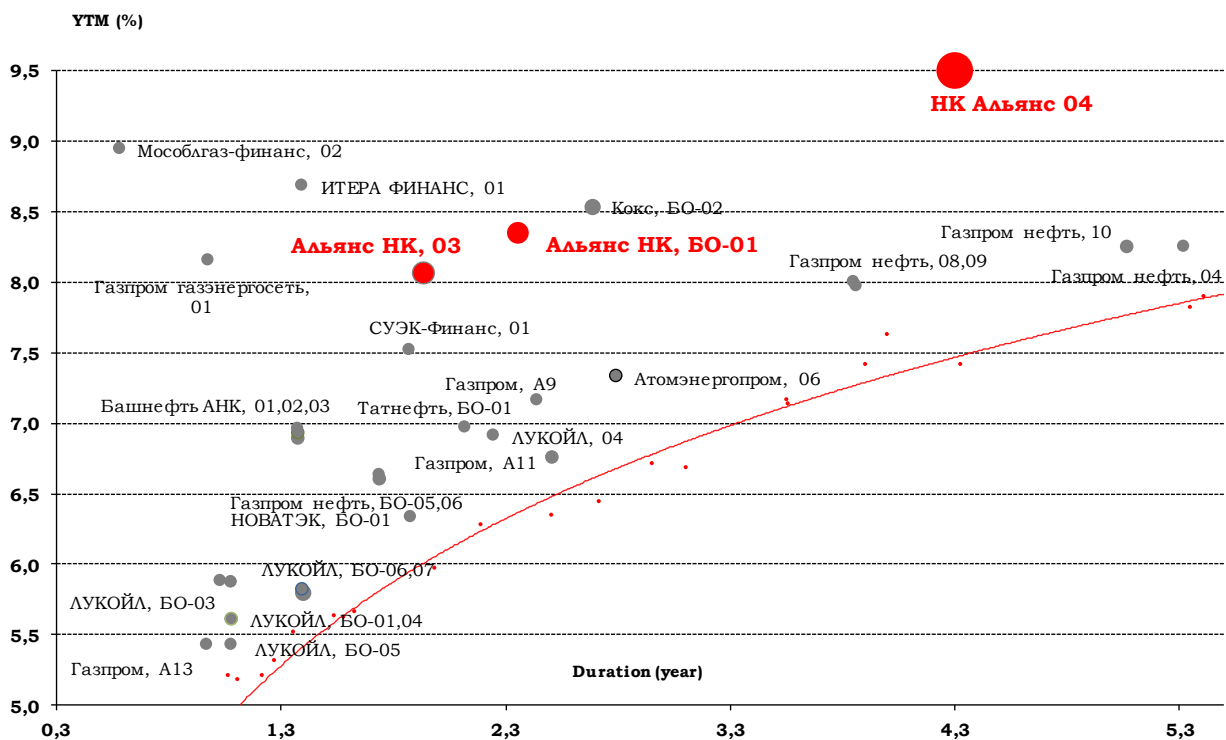


Источник: Bloomberg, расчеты UFS



Исходя из этого в среднесрочной перспективе мы видим апсайд по кривой долга в районе 50-70 б.п.

### Оценка справедливой доходности НК Альянс, 4 по состоянию на 7 июня 2011 года.



## Контактная информация

### Департамент торговли и продаж

Лаухин Игорь Владимирович	Тел. +7 (495) 781 73 00
Лосев Алексей Сергеевич	Тел. +7 (495) 781 73 03
Хомяков Илья Маркович	Тел. +7 (495) 781 73 05
Куц Алексей Михайлович	Тел. +7 (495) 781 73 01

### Аналитический департамент

Письменный Станислав Владимирович	Тел. +7 (495) 781 02 02
Василиади Павел Анатольевич	Тел. +7 (495) 781 72 97
Назаров Дмитрий Сергеевич	Тел. +7 (495) 781 02 02
Балакирев Илья Андреевич	Тел. +7 (495) 781 02 02
Козлов Алексей Александрович	Тел. +7 (495) 781 73 06

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 «Ю.Ф.С. – Федерация» рассматривает в качестве достоверных. Тем не менее «Ю.Ф.С. – Федерация», 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. «Ю.Ф.С. – Федерация», его руководство и сотрудники могут изменить свое мнение в одностороннем порядке без обязательства специально уведомлять кого-либо о таких изменениях. «Ю.Ф.С. – Федерация», его руководство и сотрудники не несут ответственности за инвестиционные решения клиента, основанные на информации, содержащейся в настоящем документе. «Ю.Ф.С. – Федерация», 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. «Ю.Ф.С. – Федерация» 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 «Ю.Ф.С. – Федерация». «Ю.Ф.С. – Федерация» не несет ответственности за несанкционированные действия третьих лиц, связанные с распространением настоящего обзора или любой его части.

