



**Нефтегазовый сектор:  
итоги 2011 года**

*Апрель 2012*

## Оглавление

Рынок нефти и газа в 2012 году .....	3
Газпром.....	7
Новатэк.....	9
Лукойл.....	12
ТНК-ВР.....	15
Газпром нефть.....	17
Башнефть .....	19
НК Альянс .....	22
Приложение .....	25



## Рынок нефти и газа в 2012 году

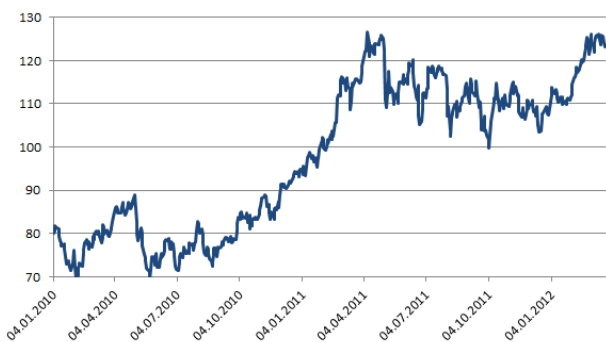
С начала 2012 года на мировом рынке нефти наблюдается существенный рост цен, при этом удорожание отмечается в большинстве сортов. Так, цена WTI выросла на 2,1%, цена Brent увеличилась на 10,4%, а ценовой индекс нефтяной корзины ОПЕС, включающий сорта нефти стран-членов организации, увеличился на 11,2%.

В настоящий момент динамика цен на нефть по существу зависит от трех факторов:

- 1) Экономический фактор. Связан с состоянием мировой экономики, экономики отдельных регионов, динамикой рыночного спроса и предложения.
- 2) Монетарный фактор. Зависит от поведения крупнейших центральных банков, главным образом ФРС и ЕЦБ, и проводимой ими политики.
- 3) Политический фактор. Связан с политическими взаимоотношениями между странами.

С конца прошлого года, с нашей точки зрения, экономический фактор оказывает

**Динамика Brent**



Источник: Bloomberg

**Динамика WTI**



Источник: Bloomberg

наименьшее влияние на ценовую динамику нефти. Международное рейтинговое агентство ожидает увеличение мирового спроса на нефть в 2012 году на 0,9% или 0,8 мб/сутки. Напомним, что в 2011 году мировой спрос на нефть увеличился на 0,9% до 89,1 мб/сутки. При этом МЭА уже в феврале этого года скорректировало прогнозы по потреблению нефти в сторону уменьшения, в связи с прогнозом более сильного спада мировой экономики. Еще в начале декабря, МЭА прогнозировал рост мирового спроса в 2012 году на 1,8%.

При этом основным драйвером увеличения потребления нефти в 2012 году вновь станут страны Азии (+0,7 мб/сутки), тогда как в Европе МЭА прогнозирует падение спроса на 0,4 мб/баррелей и сохранение спроса в Северной Америке на прежнем уровне.

В конце февраля был также ухудшен прогноз потребления нефти и от ОПЕС.

В организации ожидают прирост потребляемой нефти на 0,9% до 88,6 мб/сутки.

**Динамика корзины ОПЕС**



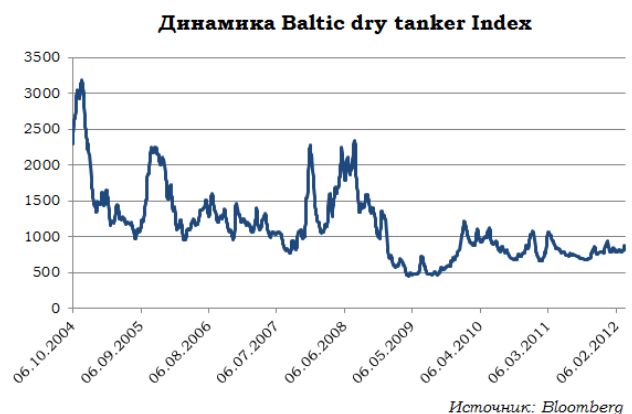
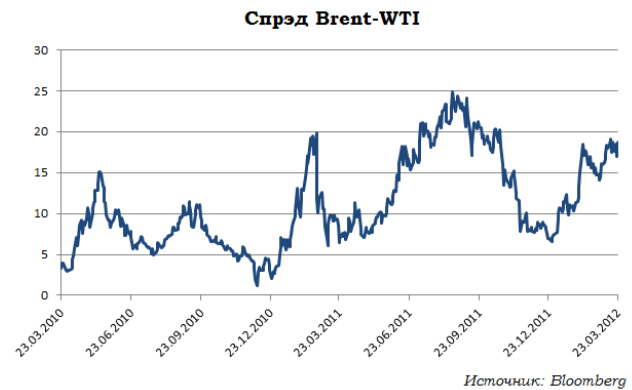
Источник: ОПЕС

Наибольшие опасения, связанные с рынком нефти сейчас вызывает экономическая динамика не развитых, а развивающихся стран, в особенности Китая, Индии и Бразилии. Напомним, что в начале 2012 года МВФ понизил прогнозы роста экономик ВИС. В частности, прогноз по росту экономики Китая был понижен с 9,0% до 8,2%, по росту экономики Индии – с 7,5% до 7,0%, а по росту экономики Бразилии – с 3,6% до 3,0%.

Таким образом, столь бурный рост цен на смеси Brent, Urals и сортов корзины ОПЕС едва ли обоснован текущей экономической ситуацией. Очевидно, что главным фактором удорожание нефти Brent и Urals (рассчитывается по цене Brent), стало обострение отношений между странами Запада и Ираном. В начале года Иран запустил новые центры по обогащению урана, в ответ на это США и ЕС ввели пакет санкций против Ирана. Иран в превентивном порядке прекратил поставки нефти в 6 стран Евросоюза (Греция, Италия, Испания, Португалия, Нидерланды и Франция), звучали угрозы и о возможности перекрытия Ормузского пролива. По этой причине, цена нефти, добываемой в Северном море (Brent) выросла до 6-месячных максимумов - 126\$/баррель. Спрэд к WTI при этом расширился до 18,7\$, что является максимум с октября прошлого года.

Свою роль в ценовом росте сыграло и смягчение монетарной политики ЕЦБ, в особенности проведенные аукционы по предоставлению 3-летней дешевой ликвидности европейским банкам. Стимулом для роста цен были данные по макроэкономике США, которые свидетельствовали в пользу более сильного экономического роста первой экономики мира, чем это ожидалось ранее. Последний фактор, как раз в наибольшей степени учитывается в цене WTI, в отличие от цен на другие сорта.

В пользу низкой степени влияния экономического фактора, который, заметим, куда более предсказуем, чем геополитический, говорит и динамика Baltic Dry Tanker Index. Индекс показывает стоимость танкерных перевозок, которая напрямую зависит от динамики спроса на нефть. В случае роста спроса, мы наблюдали бы аналогичное увеличение индекса BDTI в силу ограниченного количества танкеров в мире. Однако, на сегодняшний момент, значение индекса находится ниже 1000 пунктов, что существенно меньше докризисного уровня. Отметим также, что индекс BDTI не подвержен «очищен» от спекулятивного фактора, индекс строится из цен, которые устанавливаются в результате договоренностей между поставщиком нефти и перевозчиком.



Динамика предложения нефти в 2012 году будет следовать за спросом. По данным ОПЕС, предложение нефти в 2012 году вырастет на 1,74% до 58,6 мб/сутки. При этом, страны-экспортеры нефти останутся заинтересованы в сохранении баланса и недопущении возникновения дефицита. Заметим, что в январе 2011 года поставки нефти ОПЕС выросли до 30,9 мб/сутки, что является самым высоким уровнем с октября 2008 года. Увеличение поставок было связано с ростом добычи нефти Ливии, и Саудовской Аравии, которая увеличила добычу до 400 тб/д по сравнению с октябрём. При этом, часть дополнительных объемов была поставлена в Китай.

После сокращения поставок нефти из Ирана, представители Саудовской Аравии объявили о том, что страна может увеличить добычу нефти примерно на 2 мб/сутки, до 11,8 мб/сутки. По данным МЭА, Ангола, ОАЭ, Ливия и Ирак, также намерены ввести в строй новые производственные мощности в течение 2012 года, потенциально это может увеличить объем добычи до 850 тб/сутки.

По нашему мнению, угрозы существенного повышения цен на нефть в связи с возможным дефицитом ждать не стоит.

Мы полагаем, что до конца 2012 года экономический фактор не станет драйвером дальнейшего роста цен на рынке с текущих уровней. Стоит заметить, что серьезной угрозой понижения цен является существенное замедление темпов роста экономики Китая. Так, в последнее время приходит много подтверждений вероятности «жесткой посадки» Китая в этом году. Премьер-министр Китая Вень Дзябао отметил, что темпы роста экономики Китая могут снизиться до 7,5%. Это существенно ниже прогнозов МВФ и ОПЕС. В случае, если рынки в ближайшие месяцы найдут достаточно оснований для реализации столь пессимистичных прогнозов, мы увидим коррекцию в районе 10,0-15,0% высоко вероятно.

Не окажет влияние на рынок и монетарный фактор, связанный с возможным количественным смягчением в развитых странах. С учетом текущего состояния экономики США, мы не ожидаем, что ФРС предпримет новые шаги в рамках «мягкой» монетарной политики. Высока вероятность, что и ЕЦБ, опасаясь разгона цен в еврозоне из-за роста цен на нефть, не станет проводить новые операции по предоставлению 3-летних дешевых кредитов.

Таким образом, остается только геополитический фактор, который может существенно изменить цены на нефть. Заметим, что реализацию этого фактора практически невозможно точно предсказать. Спекуляции вокруг возможного военного вмешательства стран Запада в Иран могут вызвать сильный рост цен в дальнейшем. Однако, реализацию такого сценария мы считаем маловероятной. В предвыборный год, США не станут начинать военные действия по собственной инициативе. Об этом, косвенно свидетельствуют и многочисленные заявления Б. Обамы и Х. Клинтон, которые в том числе, убеждали Израиль избегать военного конфликта с Ираном.

Мы не видим достаточно оснований для продолжения роста цен на нефть. В то же время, в связи с восстановлением экономики США и стран Еврозоны во втором полугодии, вряд ли на рынке произойдет серьезная коррекция. Мы прогнозируем, что цена нефти Brent на конец года останется в диапазоне 120-125\$/баррель. В середине года, мы не исключаем падения цен на 10,0-15,0% от текущих значений в связи с замедлением экономики Китая.

Мировой рынок газа в 2012 году продолжает оставаться сильно сегментированным. При этом цены в разных регионах мира по-прежнему могут

отличаться в несколько раз. Так, цены на газ на внутреннем рынке США и Канады зависят исключительно от соотношения спроса и предложения. На этом рынке с лета прошлого года наблюдается устойчивый спад цен. В частности, цена с июня 2011 года упала с 4,5\$/БТЕ (британской тепловой единицы) до 2,2\$/БТЕ, что соответствует падению со 161\$/1 куб. метр до 80\$/куб. метр. Как видно, эти цены существенно ниже, чем средние цены на европейском рынке газа в целом, и чем те, которые зафиксированы в газовых контрактах с Газпромом. Цены Газпрома как для внутреннего, так и для внешнего рынка привязаны к ценам на нефть.

В настоящий момент, цены на газ, поставляемый Газпромом в Европу, находятся в районе 400\$/куб. метр. Газпром в ближайшее время, планирует сохранять привязку цен на газ для европейских потребителей к мировым ценам на нефть. При этом, учитывая рост в нефти Brent в 1 кв. 2012 года почти на 14,0%, это может найти свое отражение и в газовых контрактах. Хотя, в ближайшие годы, Газпрому наверняка придется менять эту практику.

Внутренние цены на газ пока продолжают регулироваться тарифами, однако Газпром намерен добиваться более быстрого роста тарифов и сохранить скидку на газ для российских потребителей на уровне 40,0%.

## Газпром

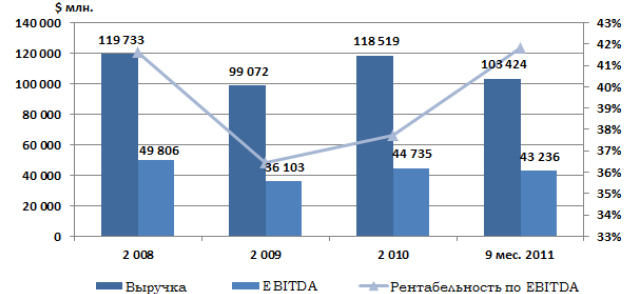
Прошедший год оказался одним из лучших для Газпрома, финансовые результаты оказались рекордно высокими. Выручка компании за 9 мес. прошлого года выросла на 25,4% относительно 9 мес. 2010 года и достигла \$103,4 млрд. Рост доходов был связан как с увеличением цен на поставляемый газ, так и с ростом объемов реализации. Например, средние экспортные цены на самом крупном рынке Газпрома – европейском, за 9 мес. прошедшего года увеличились на 27,7% г/г и составили 376\$/тыс. куб. м. Объем поставок при этом вырос на 7,8% до 114,8 млрд. кубометров. Рост реализации и цен был зафиксирован и на других рынках, в частности цены для стран бывшего Советского Союза увеличились на 21,1%, средние цены для российских потребителей выросли на 13,1%.

Операционные расходы выросли по итогам 9 мес. на 22,7% г/г до \$66,5 млрд. (2 119,3 млрд. рублей). Наибольшее увеличение произошло по двум самым значимым статьям расходов – покупные нефть и газ (+46,8% г/г) и налоги, за исключением налога на прибыль (+46,5%).

За счет опережающих темпов роста доходов над расходами, операционная прибыль за период увеличилась на 44,8% до \$36,9 млрд., а показатель EBITDA вырос на 37,0% до \$43,2 млрд. Рентабельность по EBITDA при этом выросла до 41,8% против 38,3% по итогам 9 мес. 2010 года.

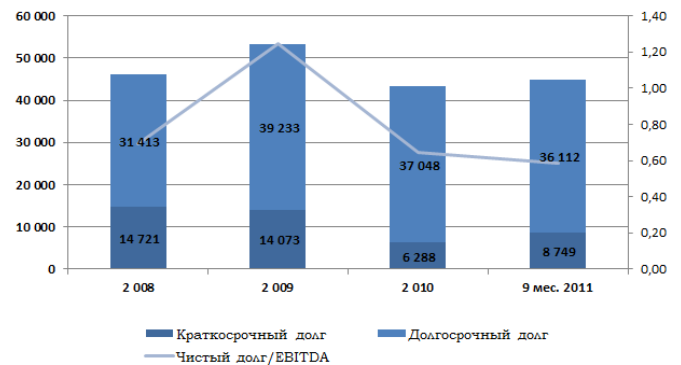
Несмотря на столь сильные показатели прибыльности, денежный поток компании от операционной деятельности практически не изменился и составил по итогам 9 мес. \$33,5 млрд. Негативный эффект на операционный денежный поток оказал рост налога на прибыль сокращение в оборотном капитале, вместо существенного роста по итогам 9 мес. 2010 года. При этом капитальные вложения компании увеличились на 47,1% и составили по итогам 9 мес. 2011 года \$33,5 млрд. По этой причине свободный денежный поток Газпрома составил всего \$47 млн., что близко к нулю, учитывая, что за аналогичный период 2010 года, свободный денежный поток составлял \$10,8 млрд. При этом в третьем квартал свободный денежный поток был отрицательным и составлял -\$0,93 млрд.

Динамика выручки, EBITDA и рентабельности по EBITDA



Источник: данные компании, расчеты UFS

Динамика и структура долга (\$ млн.) и динамика коэффициента Чистый долг/EBITDA



Источник: данные компании, расчеты UFS



Наибольший объем капитальных затрат пришелся на сегмент транспортировки. Газпром потратил около \$14,0 млрд. (446,3 млрд. рублей) на строительство объектов транспортной инфраструктуры, включая Бованенково-Ухта, Починки-Грязовец, систему магистральных газопроводов Ухта-Торжок и др. объекты.

Для финансирования кап. затрат и выплат дивидендов, Газпром нарастил объем долга. Совокупный финансовый долг вырос на 6,1% до \$315,9 млрд., при этом доля краткосрочного долга в совокупной задолженности увеличилась до 20,0%.

Впрочем, за счет сильного увеличения EBITDA, показатели покрытия долга сократились относительно начала года. В частности, коэффициент чистый долг/EBITDA опустился до 0,59, тогда как в начале 2011 года составлял 0,64.

Компания представит финансовую отчетность за 2011 год 26 апреля. Уже очевидно, что результаты за 4 кв. окажутся хуже, чем за 3 квартал. Доходы и денежные потоки снизятся за счет снижения поставок в Европу в последнем квартале 2011 года. В результате, темпы роста выручки по итогам года составят около 12,0% выручка по итогам года достигнет \$133 млрд., что все равно станет рекордом для Газпрома. Мы ожидаем рост показателя EBITDA по итогам 2011 года на 25,0% до \$55-56,0 млрд. Финансовый долг вырастет до \$46,0 млрд., годовой рост составит порядка 7,0%. Показатели покрытия долга незначительно ухудшатся относительно начала года. Тем не менее, показатель чистый долг/EBITDA не превысит 0,75.

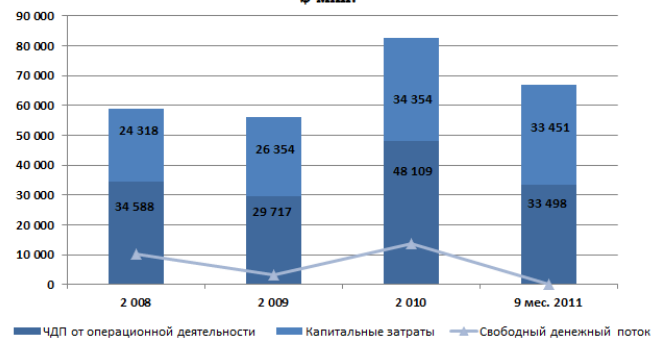
### Еврооблигации

Доходность евробондов Газпрома находится на более высоком уровне, чем доходность бумаг других компаний первого эшелона – Лукойла, ТНК-ВР и Новатэка. Отчасти это можно объяснить более слабыми показателями покрытия долга, чем у сопоставимых компаний. Кроме того, доходы Газпрома в значительно большей степени зависят от политических взаимоотношений со странами соседями, чем доходы Лукойла, ТНК-ВР и Новатэка. Третий фактор более высокой доходности бумаг Газпрома состоит в том, что Газпром получит выгоду от высоких цен на нефть позже, чем нефтяные компании. В среднем, премия между выпусками Газпрома и Лукойла составляет 10-15 б.п. Среди наиболее интересных бумаг мы выделим Газпром-18 и Газпром-19, которые сейчас торгуются с премией к собственной кривой доходности на уровне 10 б.п. и 20 б.п. соответственно

### Рублевые облигации

В настоящее время кривая доходности ЛУКОЙЛа лежит примерно на том же уровне, что и кривая Газпрома. Кредитный рейтинг Газпрома на ступень выше, чем у ЛУКОЙЛа, зато показатели долговой нагрузки у ЛУКОЙЛа самые низкие по отрасли. На наш взгляд, в рамках стратегии buy&hold интересен выпуск Газпром-13, с погашением в июне 2012 года, купон по которым составляет 13,12% годовых

Динамика ЧДП от операционной деятельности, капитальных затрат и свободного денежного потока, \$ млн.



Источник: данные компании, расчеты UFS



## Новатэк

В 2011 году Новатэк показал впечатляющий рост финансовых результатов. Выручка компании увеличилась на 41,8% по сравнению с 2010 годом и составила \$5,47 млрд. Ключевым драйвером роста доходов компании стало увеличение объемов продаж газа, газового конденсата и жидких углеводородов. Так, объем продаваемого газа увеличился на 44,6%, что дало более \$1,0 млрд. прироста выручки. На 28,2% выросли экспортные продажи газового конденсата. Рост выручки также был вызван и увеличением цен: +8,0% - на продаваемый газ и + 22,7% - на экспортируемый газовый конденсат. Отметим, что в структуре выручки доля продаж натурального газа в отчетном году увеличилась с 61,0% до 63,0%, а доля продаж газового конденсата – с 25,0% до 27,0%.

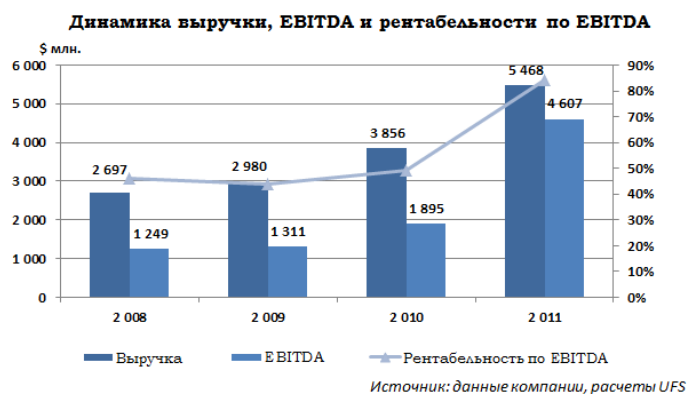
Операционные расходы компании выросли в отчетном периоде на 42,5% в рублевом эквиваленте и на 34,4% в долларовом, составив по итогам года \$3,03 млрд. Наибольшую долю в операционных доходах по-прежнему занимают транспортные расходы (около 49,0%), поэтому их изменение для Новатэка играет решающую роль в динамике расходов и операционной эффективности. В 2011 году транспортные расходы увеличились на 29,5%, в связи с увеличением объемов транспортировки газа, а также из-за роста тарифов.

В то же время за счет увеличения объема продаж, а также после запуска в августе 2010 года собственной транспортной инфраструктуры, доля операционных затрат выручке снизилась с 58,6% в 2010 году до 55,5% в 2011 году. По итогам года операционная прибыль составила \$4,4 млрд., увеличившись на 166%, а показатель EBITDA – вырос на 143% до \$4,61 млрд. По этой причине, рентабельность по EBITDA за 2011 год составила 84,3% (!)

Впрочем, существенный вклад в операционную прибыль и EBITDA внесла разовая статья доходов, а именно признание доходов от продажи и переоценки 20,0%-й доли в проекте «Ямал СПГ» французской Total. Полученный доход составил около \$1,95 млрд. (62,9 млрд. рублей), что составило около 44,0% операционной прибыли. Без признания этого дохода, EBITDA компании составила бы \$2,62 млрд., а рентабельность по EBITDA – 48,5%.

За счет роста прибыли и уже отмеченного нами признания доходов от выбытия активов, чистый денежный поток от операционной деятельности составил \$2,23 млрд. Капитальные затраты компании при этом выросли на 19,6% до \$0,97 млрд. (31,1 млрд. рублей). Свободный денежный поток Новатэка при этом составил \$1,27 млрд. (40,7 млрд. рублей).

Несмотря на то, что компания смогла бы полностью профинансировать свои капитальные затраты за счет собственных средств, в 2011 году Новатэк существенно увеличил долговую нагрузку, за счет роста долгосрочного долга. Совокупный финансовый долг компании вырос за прошедший год на 24,6% до \$2,97 млрд. При



этом доля краткосрочного долга в совокупном долге упала с 35,0% до 21,0%. Ключевым фактором роста долгосрочной задолженности являлся дебютный выпуск евробондов. Так, в феврале прошлого года компания разместила 5-летние и 10-летние долларовые евробонды объемом \$1,25 млрд. Впрочем, за счет сильного роста денежных потоков, коэффициенты покрытия долга остались на низком уровне, в частности коэффициент чистый долг/ЕБИТДА опустился до 0,5 (в 2010 году – 1,08).

В 2012 году компании предстоит выплатить около \$630 млн. долга (20,3 млрд. рублей), из которых Новатэк досрочно погасил кредит Газпромбанку на 10 млрд. рублей. Отметим, однако, что на 2013 год приходится наибольший объем погашений – 35,2 млрд. рублей.

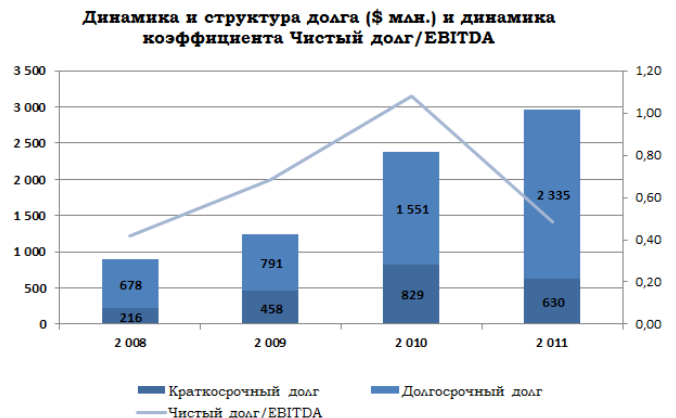
Компания имеет амбициозные планы развития на ближайшие годы.

Так, Новатэк планирует довести долю производства газа в России до 14,0% с текущих 8,0%. Общий объем капитальных затрат компании до 2020 года составляет около 800 млрд. рублей (!) или около \$27 млрд. При этом около 43,0% Сареж будут составлять вложения в развитие Юрхарового месторождения. А в разрезе направлений деятельности – 52,0% Сареж планируется направить на развитие инфраструктуры.

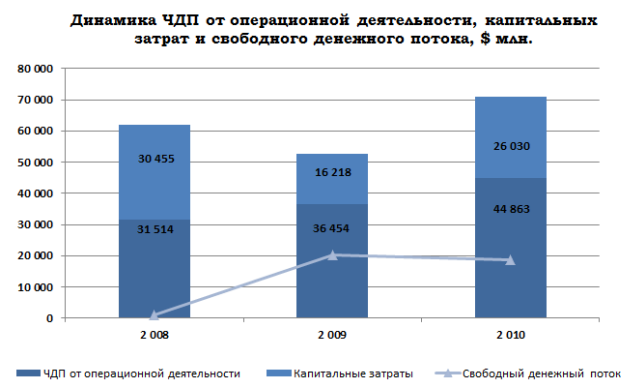
Судя по графику капитальных расходов, представленных в презентации по стратегическому развитию компании, пик Сареж придется на 2017 год, когда компания планирует потратить рекордные 105 млрд. рублей (около \$3,5 млрд.). При этом, в 2012 году капитальные затраты составят около 37,0-38,0 млрд. рублей (порядка \$1,3 млрд.), т.е. увеличение относительно 2011 года составит около 22,0%.

В текущем году мы прогнозируем снижение темпов роста денежных потоков компании в связи с замедлением деловой активности в России и мире. В 2012 году мы ожидаем рост ЕБИТДА на 35,0-40,0% (52,0% в 2011 г.) до 110,0-120,0 млрд. рублей (\$4,0 млрд.). Несмотря на значительные денежные потоки, мы полагаем, что компания все же прибегнет к заимствованиям в текущем году, вновь наращивая долгосрочный долг под будущие капитальные затраты. Стимулом для выхода на рынок заимствований станет и крайне низкие процентные ставки по долларовому фондированию, которые установились сейчас на рынке. Мы ожидаем рост совокупного долга в 2012 году на 20,0% (близок к темпам роста Сареж) до 115,0 млрд. рублей.

С учетом прогнозов по денежным потокам компании в 2012 году, ухудшения кредитного качества компании мы не ожидаем. Коэффициент чистый долг/ЕБИТДА



Источник: данные компании, расчеты UFS



Источник: данные компании, расчеты UFS

останется в районе 1,0. В целом Новатэк всегда отличался консервативной долговой политикой. В случае ухудшения операционной среды, компания вероятнее скорректирует свою инвестиционную программу, чем позволит ухудшиться своей финансовой устойчивости.

В отношении текущего года наши прогнозы остаются оптимистичными, в особенности с учетом снижения объема планируемых капитальных затрат. Так, согласно утвержденной инвестиционной программе, общий объем инвестиций, запланированный на следующий год, составляет 776,5 млрд. рублей (около \$26,3 млрд.), что меньше инвестиционной программы 2011 года почти на 39,0%. Напомним, что в прошедшем году инвестиционная программа составила 1 280 млрд. рублей. Подобное снижение Сарех позитивно как для акционеров (вероятен больший объем дивидендов), так и для кредиторов (долговая нагрузка будет расти меньшими темпами. В конечном итоге, многое будет зависеть от того, будет ли Газпром корректировать свою инвестиционную программу в течение года, как это произошло в 2011 году.

Мы полагаем, что в 2012 году финансовый долг компании вырастет на 3,0-4,0% от уровней 2011 года, а коэффициент чистый долг/ЕБИТДА не превысит 0,8 по итогам 2012 года.

### **Еврооблигации**

Евробонды Новатэка, с нашей точки зрения, переоценены в настоящий момент. Выпуск Новатэк-21 торгуется с дисконтом относительно кривой доходности Лукойла в районе 5 б.п. Выпуск Новатэк-16, в свою очередь, с премией – в 5 б.п. Оба варианта кажутся нам неоправданными, с учетом небольшой разницы в кредитном качестве компаний. Бумаги Новатэка не представляют интереса для покупки.

### **Рублевые облигации**

Единственный рублевый выпуск облигаций НОВАТЭКа лежит ниже кривой доходности ЛУКОЙЛа, хотя обе компании имеют одинаковые кредитные рейтинги. При этом масштабы бизнеса у НОВАТЭКа существенно ниже. Мы считаем, что бумаги НОВАТЭКа сильно переоценены рынком и не рекомендуем их покупку на вторичном рынке.

## Лукойл

Лукойл показал сильные результаты по итогам 2011 года, как и большинство других нефтяных компаний, Лукойл смог извлечь существенную выгоду из благоприятной ценовой конъюнктуры на рынке нефти в прошлом году. Большинство ключевых финансовых результатов достигли исторического максимума. Так, выручка компании выросла на 27,3% до \$133,6 млрд. Ключевым фактором роста выручки стало увеличение цен на экспортируемую нефть и нефтепродукты. Напомним, что Лукойл является компанией, чьи продажи имеют сильную ориентацию на экспорт. В 2011 году около 81,5% полученной выручки составили доходы, полученные от экспорта нефти и нефтепродуктов. Продажи за рубеж нефтепродуктов при этом составляют 57,1% выручки.

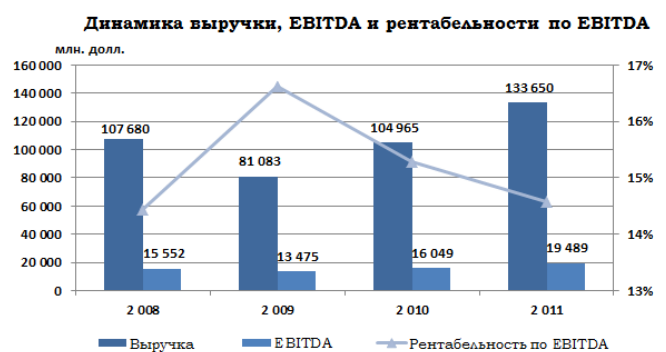
В целом рост выручки в основном был связан с ростом цен, поскольку динамика объема продаж в 2011 году выглядит слабо. Так, экспорт нефти в 2011 году упал на 14,5% (г/г), а экспорт нефтепродуктов сократился на 6,9% (г/г). Падение в 2011 году продемонстрировала также добыча нефти (5,2 г/г) и добыча углеводородов (-4,4% г/г). В то же время, нельзя не отметить достижение компании по остановке спада добычи нефти на месторождениях в Западной Сибири. В частности, за счет применения новых технологий, спад добычи нефти в России прекратился к концу года, в 2012 году – добыча нефти даже немного выросла.

За прошедший год операционные расходы компании выросли на 9,1% и составили \$9,1 млрд. Наибольший вклад в рост затрат внесло увеличение расходов на нефтепереработку на собственных и сторонних заводах компании. Кроме того, на 9,2% выросли расходы по добычи нефти. На 8,5% за год выросли также коммерческие, административные и транспортные расходы.

Прибыль от операционной деятельности выросла на 14,1% до \$13,2 млрд., а нескорректированный показатель EBITDA увеличился на 21,4% до \$19,5 млрд. Однако, существенное влияние на чистую прибыль и EBITDA оказало влияние разовое списание от переоценки стоимости Южно-Хальчуйского месторождения на \$1,26 млрд. Запасы месторождения переоценены с 0,5 млрд. баррелей в 2008 году до 0,14 млрд. баррелей в 2011 году. Кроме того, на месторождении существенно снизилась добыча нефти.

Вследствие списаний чистая прибыль была скорректирована на \$995 млн. до \$10,4 млрд., а EBITDA – на \$883 млн. до \$18,6 млрд. Тем не менее, оба показателя также являются рекордными для компании. Однако, из-за разового списания немного снизилась и операционная эффективность, рентабельность по EBITDA за 2011 год составила 14,6% против 15,3% годом ранее.

Чистый денежный поток компании вырос в 2011 году на 14,6% до \$15,5 млрд. При этом рост капитальных затрат составил 25,1% (\$8,25 млрд.). Основной объем инвестиций – \$5,1 млрд. – пришлось на добычу и разведку месторождений в России. Несмотря на существенный рост кап. расходов, свободный денежный поток также



Источник: данные компании, расчеты UFS

показал рекордное значение и достиг \$7,26 млрд., большую часть которого компания использовала на выплату дивидендов и погашение долга.

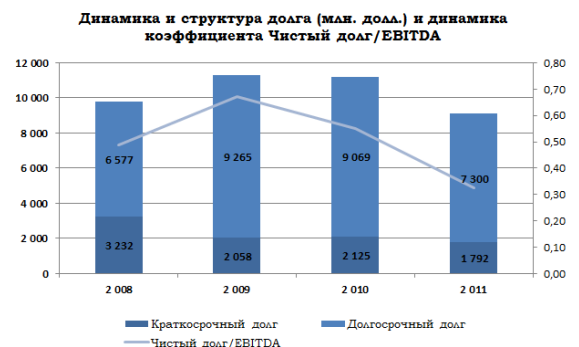
За прошедший год финансовый долг компании сократился на 18,8% до \$9,1 млрд. Доля краткосрочного долга компании в совокупном долге – стабильна и составила 20,0%. Коэффициенты покрытия долга, в частности чистый долг/ЕБИТДА практически не изменился и остался на одном из самых низких уровней в отрасли – 0,33. До конца 2012 года компании предстоит погасить обязательств на \$1,81 млрд., включая процентные платежи. Основная часть долга придется на облигации, в частности, в августе компании предстоит погасить 5 выпусков биржевых облигаций общим объемом 25 млрд. рублей (около \$849 млн.).

В апреле текущего года Лукойлу предстоит вернуть кредит объемом 700 \$млн., а в декабре к погашению будут предъявлены рублевые облигации еще на 10 млрд. рублей (\$204 млн.). Тем не менее, ликвидная позиция компании выглядит сильно. Объем денежных средств на начало текущего года более чем в 1,5 раза превышает объем погашений. Учитывая вероятный рост денежного потока от операционной деятельности, компания без проблем сможет погасить долг без привлечения новых заимствований.

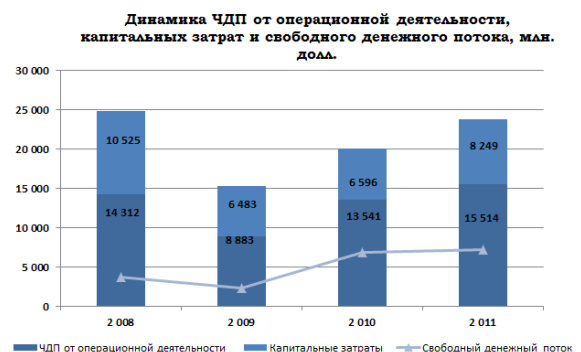
Единственный фактор, который в 2012 и последующие годы может вызвать рост долговой нагрузки – это расширение инвестиционной программы компании. В частности, согласно стратегии компании, с 2012 по 2021 год планируется потратить около \$125 млрд., что предполагает среднегодовой уровень Capex на уровне \$13,9 млрд. (на 68,5% больше, чем капитальные затраты в 2011 году). При этом пик капитальных затрат придется на 2013 и 2014 год, когда компания планирует тратить более \$16 млрд. ежегодно. В 2014 году Лукойл планирует снижение свободного денежного потока ниже \$5 млрд., в то время как уже в 2016 году планируется его рост до \$9 млрд. К 2021 году, падение кап. затрат приведет к тому, что свободный денежный поток достигнет \$22 млрд.

Очевидно, что подобное увеличение кап. затрат приведет к росту долговой нагрузки в ближайшее время. В то же время, Лукойл планирует сохранять значение долг/капитал не выше 20,0% (по итогам 2011 года – 13,5%).

Судя по графику капитальных расходов до 2021 года, в текущем году капитальные затраты могут вырасти до \$16 млрд., что превышает показатель прошлого года на 94,0%. С учетом текущей ситуации на рынке нефти мы прогнозируем, что денежный поток от операционной деятельности в 2012 вырастет на 13,0-15,0% до \$17,5-17,8 млрд. Таким образом, компания без проблем сможет профинансировать кап. затраты из собственных средств.



Источник: данные компании, расчеты UFS



Источник: данные компании, расчеты UFS

В то же время, Лукойл выплатил в 2011 году дивидендов в объеме \$1,71 млрд. Учитывая планы сохранять среднегодовой темп роста дивидендов в период с 2012 по 2016 год на уровне 15,0%, в 2012 году выплаты по дивидендам составят около \$1,97 млрд. Поэтому компания все же начнет привлекать в 2012 году долгосрочное финансирование. Особенно если учесть столь привлекательные доходности на рынке в настоящий момент.

Мы полагаем, что Лукойл увеличит свой долг в 2012 году на \$1,0-1,5 млрд. Впрочем, с учетом нашего прогноза по EBITDA на 2012 год (около \$23,5 млрд.) не повлияет существенно на кредитное качество эмитента, коэффициент ЧД/EBITDA останется в пределах 0,4.

### **Еврооблигации**

В настоящий момент, еврооблигации Лукойла торгуются с дисконтом к кривой доходности Газпрома на уровне от 5 до 10 б.п. Премия к суверенной кривой в большинстве выпусков Лукойла составляет от 80 до 90 б.п. С нашей точки зрения, практически все выпуски Лукойла оценены справедливо. Исключение может составлять выпуск Лукойл-20, премия к суверенной кривой у которого составляет 120 б.п. Мы ожидаем падение доходности в выпуске Лукойл-20 на 20-25 б.п., он является наиболее интересным среди долларовых бумаг Лукойла.

### **Рублевые облигации**

Выпуски ЛУКОЙЛа торгуются со спредом к ОФЗ на коротком участке кривой на уровне 100 б.п., на длинном – 75 б.п. В рамках стратегии купить и держать до погашения среди биржевых выпусков интересны бумаги БО-1 с погашением в августе этого года, купон по которым составляет 13,35% годовых.

## ТНК-ВР

Финансовые результаты компании ТНК-ВР по итогам прошлого года выглядят весьма сильно. По итогам 2011 года компании удалось увеличить выручку на треть (до \$60,2 млрд) преимущественно за счет высоких нефтяных цен, а также сохраняющимися высокими темпами добычи нефти. Значение чистой прибыли выросло на 55% и составило \$9,7 млрд.

Негативное влияние фактора снижения добычи нефти на старых месторождениях Западной Сибири покрывалось ростом добычи нефти на новых участках Верхнечонского и Уватских месторождений.

Добыча нефти в месторождениях Западной Сибири уже несколько лет подряд демонстрируют снижение довольно быстрыми темпами. По итогам 2011 года добыча нефти в этом регионе снизилась на 5,1% - до 319 млн баррелей (против 336 млн баррелей в 2010 году).

Что касается добычи нефти на недавно запущенных участках Верхнечонского месторождения и Уватских месторождений, то рост добычи в 2011 году составил почти 60%.

Темп роста операционной прибыли ТНК-ВР за прошлый год составил 45% - до \$12 млрд (около \$8,3 млрд за 2010 год). Такие темпы роста операционной прибыли обеспечили высокий уровень чистого денежного потока от операционной деятельности (\$10,5 млрд).

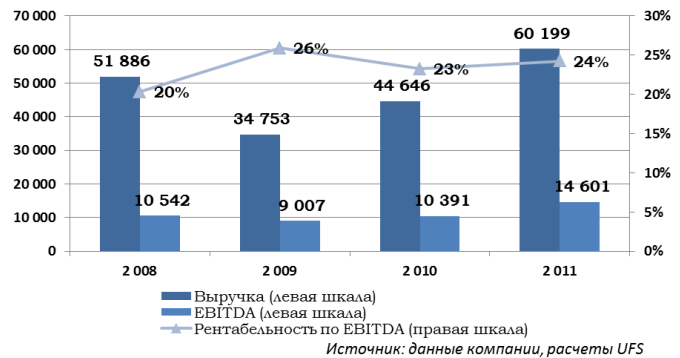
Показатель ЕБИТДА за 2011 год вырос на 41% и достиг рекордного уровня в \$14,6 млрд. Для сравнения, по итогам 2010 года ЕБИТДА компании составила только \$10,2 млрд.

Рентабельность по ЕБИТДА по итогам 2011 года составила 24%, что практически соответствует уровню 2010 года (25%).

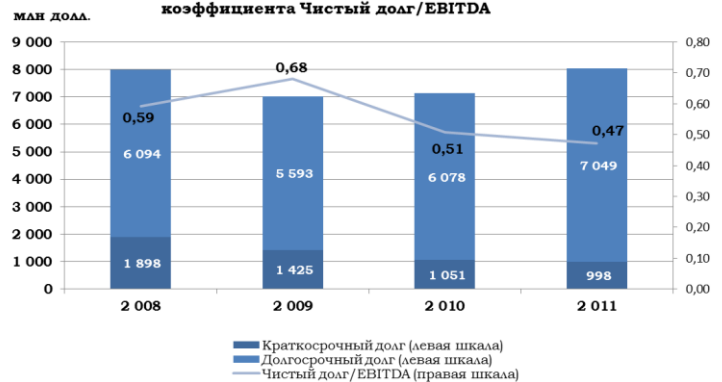
Долговая нагрузка ТНК-ВР остается на одном из самых низких уровней в нефтегазовой отрасли России, ниже только у Лукойла. Рост финансового долга ТНК-ВР за прошлый год составил около 13% - до \$8 млрд. Временная структура долга сохраняется на комфортном уровне: доля долгосрочного долга составляет 87,5%.

Структура долга предусматривает погашение порядка \$1 млрд в текущем году (\$500 млн – еврооблигации, \$444 млн – банковские кредиты).

Динамика выручки, ЕБИТДА и рентабельности по ЕБИТДА



Динамика и структура долга (млн долл.) и динамика коэффициента Чистый долг/ЕБИТДА



По итогам 2011 года значение показателя Финансовый долг/ЕБИТДА у ТНК-ВР составил 0,55, у Лукойла – 0,49, показатель Чистый долг/ЕБИТДА ТНК-ВР – 0,43, Лукойл – 0,34.

Капитальные затраты в 2011 году составили \$4,6 млрд, что существенно ниже уровня ЧДП (\$10,5 млрд). Таким образом, свободный денежный поток ТНК-ВР остается на высоком уровне, \$5,9 млрд соответственно.

Ликвидность компании мы оцениваем как высокую. Объем денежных средств на конец прошлого года составил \$1,2 млрд.

На 2012 год инвестиционная программа ТНК-ВР оценивается примерно в \$6 млрд, что почти на треть выше инвестпрограммы прошлого года. Средства планируется направить в разведку и добычу. Половину сумму планируется направить на проекты в Западной Сибири, \$700-800 млн – на зарубежные проекты (Вьетнам и Венесуэла). Остальные средства пойдут на следующие проекты: Уват, Верхнечонск, Каменное месторождение в Нягани и Ямал.

По итогам 2011 года, ТНК-ВР занимает третье место по объему добычи нефти после Роснефти (114,5 млн тонн) и Лукойла (90,7 млн тонн). В прошлом году объем добычи нефти ТНК-ВР составил 87 млн тонн, что на 2% выше объемов добычи в 2010 году. На долю ТНК-ВР приходится 14% объемов добычи нефти в России. Всего в 2011 году в России было добыто 511,4 млн тонн нефти. Россия по-прежнему остается на первом месте в мире по объему добычи нефти.

По итогам прошлого года в России было добыто 670,5 млрд кубометров газа. По добыче газа в мире Россия уступает только США. Увеличение объемов добычи газа ТНК-ВР за прошлый год составило 9,3% - до 14,1 млрд кубометров. Природный газ добывается в месторождениях Роспана (3,3 млрд кубометров). Западная Сибирь обеспечивает свыше 80% получаемого попутного газа.

С учетом всего вышеизложенного, мы оцениваем финансовый риск эмитента как невысокий.

### **Еврооблигации ТНК-ВР**

Риск большинства выпусков ТНК-ВР сейчас оценивается на том же уровне, что и риск Лукойла, что кажется нам справедливым. В то же время, выпуски ТНК-ВР-17 и ТНК-ВР-20 торгуются с дисконтом к кривой доходности Лукойла в 5 б.п. и 15 б.п. соответственно. Эти бумаги кажется нам переоценёнными рынком. В целом, мы не видим интересных торговых идей в еврооблигациях ТНК-ВР в настоящий момент.

## Газпром нефть

По итогам прошлого года добыча нефти выросла на 1% до 368 млн баррелей, рост добычи углеводородов составил 8% (421,6 млн баррелей). Кроме того, увеличился объем переработки нефти на 6,8% (40,5 млн т нефтепродуктов).

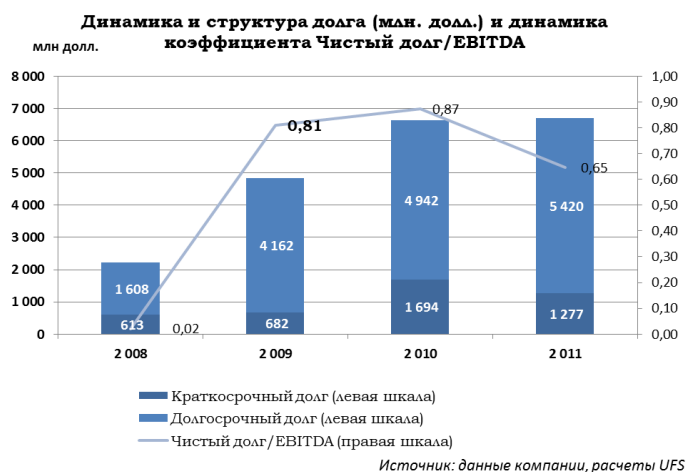
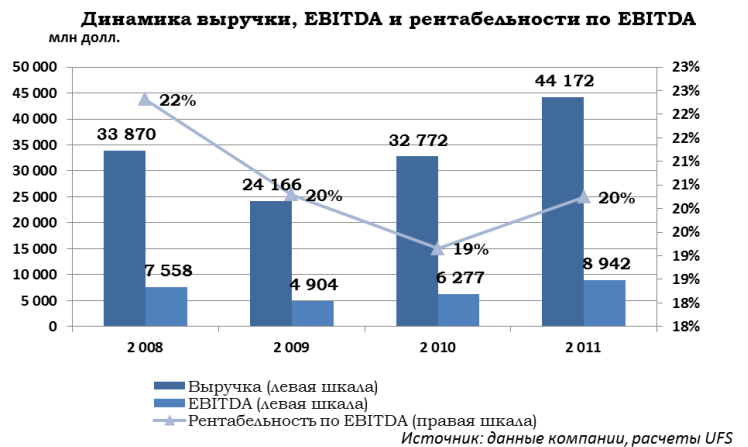
Рост выручки Газпром нефти (ВааЗ/ВВВ-/-) за прошлый год составил около 35% - до \$44 млрд. Операционная прибыль выросла в 1,5 раза - до \$7 млрд, чистая прибыль в 2011 году составила \$5,6 млрд, что в 1,6 раза выше уровня 2010 года.

При этом стоит отметить снижение выручки по итогам IV квартала 2011 года на 4% до \$11,1 млрд. Снижение выручки в IV квартале прошлого года было связано с падением объема продаж нефтепродуктов на 14% - до \$7,5 млрд, а также со снижением цен на нефть. Стоит отметить, что реализация нефтепродуктов составляет свыше 2/3 всей выручки Газпром нефти. Таким образом, даже увеличение реализации нефти на 31% до \$3,3 млрд не смогли покрыть снижение объемов продажи нефтепродуктов.

Значение EBITDA прошлый год выросло на 42,5% и составило на конец 2011 года \$8,9 млрд. При этом за IV квартал прошлого года EBITDA снизилась на 12% до \$2,4 млрд. Негативное влияние на значение EBITDA оказали те же факторы, что и на показатель выручки.

Рентабельность EBITDA за последний квартал 2011 года понизилась на 1 п.п. - до 20%, однако по итогам прошлого года рост рентабельности EBITDA составил 1 п.п. (19% в 2010 году).

Долговая нагрузка Газпром нефти за 2011 года практически не изменилась, а значение финансового долга составляет \$6,7 млрд (\$6,6 млрд в 2010 году). Что касается срочной структуры долга компании, то на долю долгосрочного долга приходится 80%. График погашения публичного долга предусматривает погашение двух рублевых биржевых выпусков на сумму \$670 млн в 2013 году. В текущем году погашений рублевых бондов не предусмотрено. Таким образом, риски краткосрочного рефинансирования для компании минимальны.



По итогам прошлого года значение показателя Финансовый долг/ЕБИТДА у Газпром нефти составил 0,75х, показатель Чистый долг/ЕБИТДА 0,65х. Напомним, что на конец 2010 года эти показатели составляли 1,06х и 0,87х соответственно.

ЧДП от операционной деятельности за прошлый год вырос на 11% и составил \$6 млрд. Рост ЧДП был вызван увеличением чистой прибыли компании. За IV квартал прошлого года снижение показателя ЧДП превысило более чем в 2 раза, абсолютное значение составило чуть свыше \$1 млрд, что также связано с динамикой изменения показателя чистой прибыли.

В прошлом году капитальные затраты Газпром нефти составили \$4 млрд, все они были профинансированы за счет ЧДП от операционной деятельности. Свободный денежный поток по итогам 2011 года находился на уровне около \$2 млрд, что на 5,6% ниже уровня за 2010 год (чуть выше \$2 млрд). Около 60% всех инвестиций было направлено на разведку и добычу (\$2,4 млрд). В 2011 году выросли капзатраты по нефтепереработке с \$473 млн до \$1 млрд. Это было связано с программой модернизации на Омском НПЗ, в частности, была установлена гидроочистка каталитического крекинга мощностью 1,2 млн т. в год и новая установка гидроочистки дизельного топлива (ДТ) мощностью 3 млн т. в год.

На текущий год инвестпрограммы Газпром нефти оценивается порядка \$5,4 млрд. Основными проектами в текущем году будет разработка новых месторождений в Оренбургской области, в частности, реализация Новопортовского и Мессояхского проектов. Газпром нефть планирует к 2020 году увеличить добычу углеводородов на этих месторождениях до 20 млн т. н.э.

По итогам 2012 года Газпром нефть планирует увеличить годовую добычу более чем на 4% до почти 60 млн т. углеводородов. Одним из важных проектов инвестпрограммы на текущий год является также повышение качества моторного топлива. Так, в этом году на Омском НПЗ планируется ввести в эксплуатацию комплекс гидроочисток бензина и ДТ, вследствие чего моторное топливо будет соответствовать экологическим классам 4 и 5.

В 2012-2014 гг. планируется инвестировать порядка \$900 млн в проекты Московского и Омского НПЗ.

### **Рублевые облигации**

Недооцененных бумаг среди выпусков Газпром нефти настоящий момент на рублевом долговом рынке нет. В настоящее время на рынке обращаются 6 классических выпусков эмитента на 58 млрд рублей и два биржевых займа по 10 млрд рублей каждый. В рамках стратегии купить и держать до оферты интересен выпуск Газпром нефти-3 с офертой в июле текущего года. По бумагам установлен высокий купон на уровне 14,75% годовых.

## Башнефть

Башнефть (компания АФК Система владеет 73% акций Башнефти) входит в 10 крупнейших компаний по добыче нефти и в пятерку крупнейших переработчиков нефти. В апреле прошлого года совет директоров АФК Система утвердил решение о консолидации активов Башнефти. Планируется, что до конца 2012 года к Башнефти присоединятся ее дочки: Уфимский НПЗ, Новойл, Уфанефтехим, Башкирнефтепродукт и Оренбургнефтепродукт. Переход компании на единую акцию запланирован с целью повышения уровня прозрачности Башнефти и повышения эффективности управления.

Суммарные аудированные запасы нефти Башнефти оцениваются около 3 млрд баррелей. Обеспеченность компании доказанными запасами составляет 19 лет.

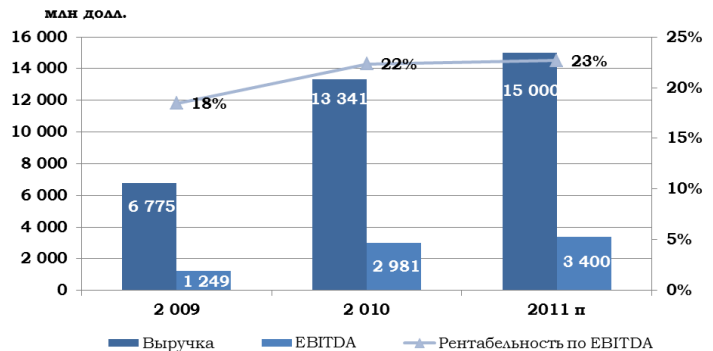
В феврале 2011 года Башнефть получила лицензию на право разведки и добычи нефти в пределах участка, включающего нефтяные месторождения имени Р.Требса и А.Титова в Ненецком автономном округе. Их запасы оцениваются в 230 млн т. условного топлива, в том числе 142,3 млн тонн нефти (Титов – 63,4 млн т., Требс – 78,9 млн т.) – около 1 млрд баррелей.

Компания Башнефть-плюс (СП Башнефти и Лукойла) может лишиться лицензии на разработку месторождений имени Требса и Титова. СП Башнефть-плюс не удовлетворяет требованиям конкурса, поскольку у компании нет собственных перерабатывающих мощностей. В случае отзыва лицензии у Башнефти-плюс она вернется к Башнефти. Основная проблема заключается в том, что без Лукойла Башнефти сложнее будет реализовывать проект, поскольку инфраструктура вблизи месторождений Требса и Титова принадлежит Лукойлу. В настоящее время запуск проекта намечен на 2013 год, объем добычи запланирован на уровне 300 тыс. т., который к 2016 году планируется нарастить до значения 4,5-7,5 млн т. В случае отзыва лицензии у СП, сроки могут отодвинуться до 2015-2016 гг.

На момент написания отраслевого обзора компания не опубликовала отчетность за 2011 год. Поэтому мы будем рассматривать наш прогноз по отчетности Башнефти по итогам 2011 год.

По итогам 2010 года Башнефть переработала 21,2 млн т. нефти. Свыше 8,5% общего объема первичной переработки нефти в России приходится на Башнефть. Кроме того, Башнефть занимает 13% рынка по производству бензина в России.

Динамика выручки, EBITDA и рентабельности по EBITDA



Источник: данные компании, расчеты UFS

Динамика и структура долга (млн. долл.) и динамика коэффициента Чистый долг/ЕБИТДА



Источник: данные компании, расчеты UFS

По итогам первых 9 месяцев 2011 года рост объема добычи нефти к соответствующему периоду 2010 года составил свыше 7% (до 11,2 млн т.). При этом стоит отметить снижение объемов переработки нефти на этот же период на 1,3% (до 15,7 млн т.). Согласно предварительным оценкам, по итогам прошлого года добыча нефти достигла значения 15,1 млн т.

Рост выручки за первые три квартала прошлого года составил 45% по сравнению с показателем 9М 2010 года (до \$12,5 млрд), рост операционной прибыли 42% - до \$1,9 млрд, значение чистой прибыли выросло на 46% (\$1,4 млрд). По итогам 2011 года мы ожидаем роста выручки по сравнению с показателями 2010 года на уровне 12% - до \$15 млрд, увеличение операционной и чистой прибыли на 19% и 7% соответственно до \$2,7 млрд и \$1,7 млрд.

Результаты за IV квартал 2011 года будут несколько хуже, чем за предыдущие кварталы с начала года. В первую очередь это будет связано со снижением в IV квартале прошлого года средней цены на нефть марки Urals на 3%.

По итогам 9М прошлого года значение EBITDA составило \$2,4 млрд, что на 28% выше показателя за аналогичный период 2010 года. По итогам 2011 года наш прогноз по EBITDA составляет \$3,1 млрд (+4% к уровню 2010 года).

Рентабельность EBITDA за 9М 2011 года составила 19%, тогда как за 6М прошлого года этот показатель находился на уровне 21%. Снижение уровня рентабельности было обусловлено ростом коммерческих расходов. По итогам 2011 года мы полагаем, что значение показателя рентабельности EBITDA стабилизируется на уровне 21%.

Долговая нагрузка Башнефти находится на приемлемом уровне. В структуре долга свыше 99% приходится на долгосрочные обязательства. В текущем году погашений рублевых бондов не предусмотрено. Значение долга по итогам 9М 2011 года находилось на уровне \$3,4 млрд, по итогам 2011 года мы ожидаем роста финансового долга до уровня почти \$3,9 млрд.

За первые три квартала 2011 года значение показателя Финансовый долг/EBITDA составил 0,96х, показатель Чистый долг/EBITDA 0,84х. По итогам 2011 года мы ожидаем небольшого ухудшения этих показателей до 1,24х и 1,06х соответственно.

ЧДП от операционной деятельности за 9М прошлого года вырос в 1,5 раза за счет увеличения чистой прибыли и составил \$1,5 млрд. За 2011 год наш прогноз по значению ЧДП находится на уровне \$1,8 млрд.

На 2011 год инвестиционная программа Башнефти оценивается значением \$760 млн. Около 70% инвестиций приходится на финансирование проектов нефтедобычи, из которых половина расходуется на зрелые месторождения. В период с 2008 по 2011 годы рост добычи нефти достиг отметки 31%, Преимущественно это было обусловлено реализацией инвестпроектов на старых месторождениях, позволивших улучшить технологии нефтеотдачи.

Свободный денежный поток за прошлый год, по нашим оценкам, может превысить \$1 млрд. Таким образом, Башнефть финансирует свои капитальные затраты за счет средств ЧДП от операционной деятельности.

На 2012 год объем капитальных вложений запланирован на уровне \$1,3 млрд. Без учета инвестиций на разработку месторождений Требса и Титова – чуть более \$1 млрд.

### **Рублевые облигации**

Кривая доходности Башнефти торгуется со спредом к кривой АФК Система (материнская компания) на коротком отрезке с премией около 30 б.п., на длинном порядка 75 б.п. Среди рублевых займов Башнефти в настоящее время недооцененных бумаг нет. Однако с точки зрения стратегии buy&hold рекомендуем покупку бондов Башнефти-1, 2 и 3 с офертой в декабре текущего года. Текущая ставка купона по всем трем займам составляет 12,5% годовых.

## НК Альянс

Компания продолжила наращивать объем производства как в секторе нефтедобычи (за счет запуска в сентябре 2011 года Колвинского месторождения – крупнейшего месторождения компании), так и в секторе нефтепереработки.

По итогам 2011 года запасы нефти компании выросли до 997 млн баррелей. Основной прирост нефтяных запасов пришелся на Колвинское

нефтяное месторождение. Запасы 2П (доказанные и вероятные) выросли до 647,9 млн баррелей по состоянию на 31 декабря 2011 года, против 638,3 млн баррелей на 31 декабря 2010 года. Кратность запасов составляет чуть более 36 лет.

Alliance Oil Company в 2011 году добыла 17,9 млн баррелей нефти, что на 12% выше уровня за 2010 год.

По предварительным данным, объем переработки на Хабаровском НПЗ в 2011 году вырос на 13% - до 26,9 млн баррелей по сравнению с показателем 2010 года (23,7 млн баррелей).

За 2011 год рост выручки компании составил 40% - до \$3,1 млрд. Показатель EBITDA за год вырос в 1,6 раза – до \$687 млн против \$440 млн по итогам 2010 года.

Увеличение выручки было обусловлено главным образом ростом выручки в IV кв. прошлого года в результате запуска Колвинского месторождения. За IV кв. 2011 года компания добыла 5,8 млн баррелей нефти, что на 38% выше уровня III кв.

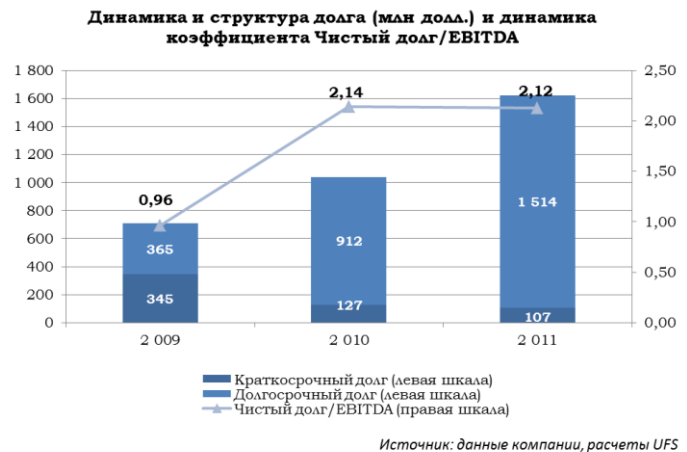
При этом стоит отметить сокращение в IV кв. объема переработки по сравнению с III кв. прошедшего года – с 7,1 млн баррелей до 6,7 млн баррелей. Объем переработки в IV кв. не изменился по сравнению с III кв. и составил 7,1 млн баррелей. По прогнозу компании, в текущем году среднесуточная добыча нефти составит 63-69 тыс. баррелей.

Увеличение чистого денежного потока в прошлом году составило более чем в 2 раза – до \$ 463 млн.

Рентабельность по EBITDA составила 22%, что выше, чем годом ранее (2010 год 20%). Увеличение показателя рентабельности было обусловлено ростом выручки.

В целом за весь год рост финансовых показателей компании был обусловлен повышением стоимости мировых цен на энергоресурсы.

Показатели покрытия долга Alliance Oil Company остаются на довольно высоком уровне. Высокая долговая нагрузка компании обусловлена высокими капитальными затратами, в 2011 году они составили свыше \$1 млрд. В частности, в 2011 году было



запущено Колвинское месторождение, а также проведена часть работ по модернизации Хабаровского НПЗ, его запуск намечен на 2013 год.

В результате совокупный объем финансового долга Alliance Oil Company по итогам 2011 года вырос на 22% по сравнению с 2010 годом – до \$1,6 млрд.

Стоит отметить, что объем инвестиций Alliance Oil Company в прошлом году существенно превышал показатель ЧДП (\$462,5 млн на конец 2011 года). Это ставило компанию перед необходимостью активного использования рыночных источников фондирования.

По итогам 2011 года значительно выросла долгосрочная задолженность компании (+25%) за счет размещения трех рублевых займов совокупным объемом 15 млрд рублей. В результате значение долгосрочной задолженности составило \$1,5 млрд. Доля долгосрочной задолженности в совокупном долге компании составляет 93%. При этом краткосрочный долг понизился на 13% и составил \$107 млн.

Тем не менее, соотношение Чистый долг/ЕБИТДА по итогам 2011 года улучшилось и составляет 2,12х, что соответствует уровню 2010 года 2,14х. Значение показателя Финансовый долг/ЕБИТДА на конец 2011 года составило 2,4х (в 2010 году также 2,4х), тогда как по итогам 1П 2011 года его значение превышало 3х. Снижение соотношения Финансовый долг/ЕБИТДА и Чистый долг/ЕБИТДА в конце года было обусловлено опережающими темпами роста операционной прибыли по сравнению с темпами роста долга.

Ликвидные активы в виде денежных средств и их эквивалентов на конец прошлого года составляли всего \$160 млн, что в 1,6 раза выше значения годом ранее. Мы оцениваем ликвидность компании как низкую.

На 2012 год инвестиционная программа Alliance Oil Company оценивается примерно в \$870-1000 млн. В частности, \$380-450 млн планируется привлечь для инвестиций в Колвинское месторождение. И еще, \$490-540 млн инвестировать в модернизацию Хабаровского НПЗ. Мы ожидаем увеличения показателей Чистый долг/ЕБИТДА по итогам 2012 года примерно до 2,5-2,7х. По выпуску евробондов с погашением в 2015 году предусмотрена ковенанта по соотношению Долг/ЕБИТДА на уровне 3,5х.

НК Альянс имеет самую высокую долговую нагрузку в нефтегазовой отрасли. Согласно графику погашения публичного долга в текущем году у компании нет обязательств по погашению и прохождению оферт по облигационным займам. Краткосрочная задолженность компании невысока. Финансовый риск эмитента мы оцениваем выше среднего.

### **Еврооблигации**

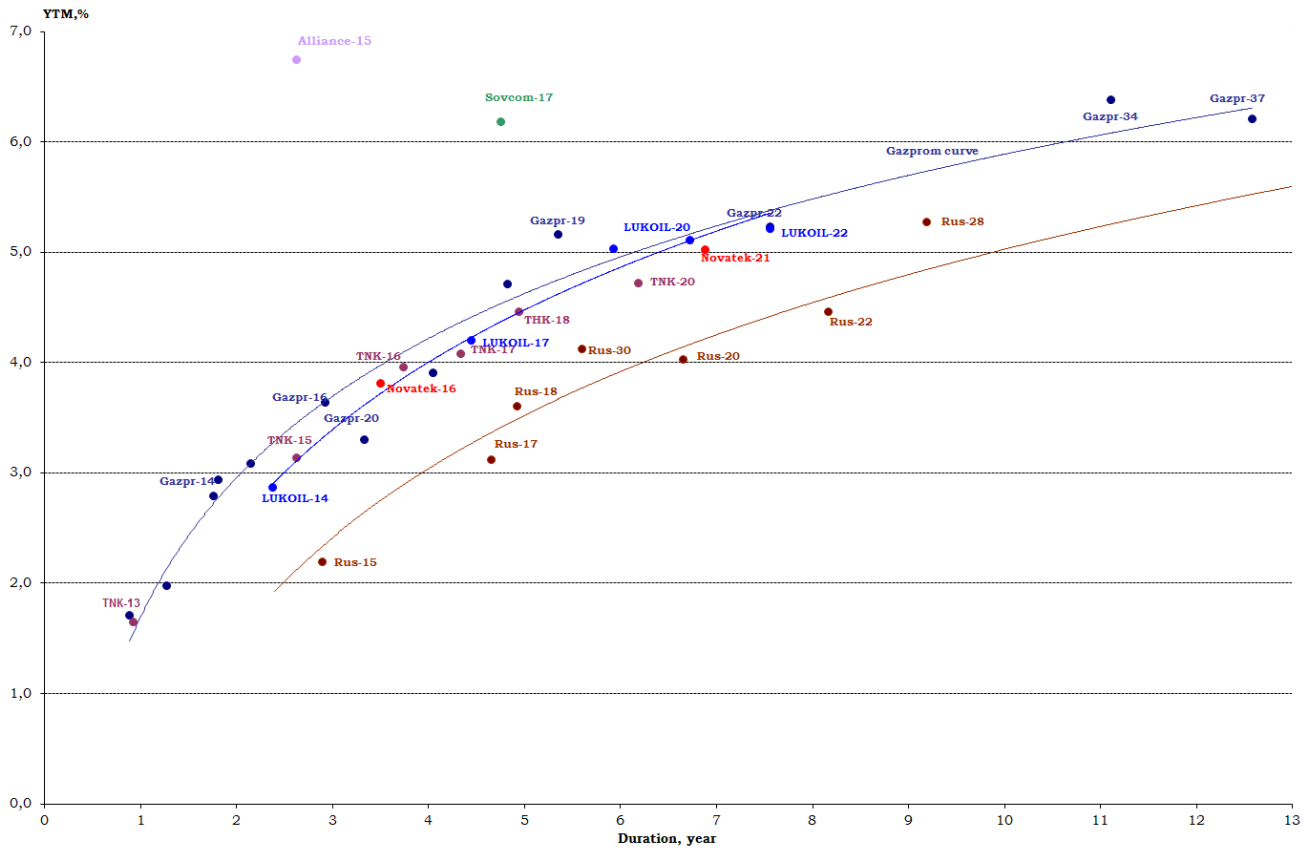
Выпуск АльянсОйл-15 торгуется с доходностью 6,75% годовых. На сегодняшний день это самый высокодоходный евробонд в нефтегазовом секторе. При этом спрэд ТНК-ВР-15-АльянсОйл-15 составляет сейчас 395 б.п., что ниже среднего значения спреда за последний год (410 б.п.) В то же время, в условиях сохранения высокого спроса на евробонды стран CIS, цена в выпуске может продолжить расти. Потенциал роста цены в выпуске, по нашему мнению, не превышает 1,0%.

## **Рублевые облигации**

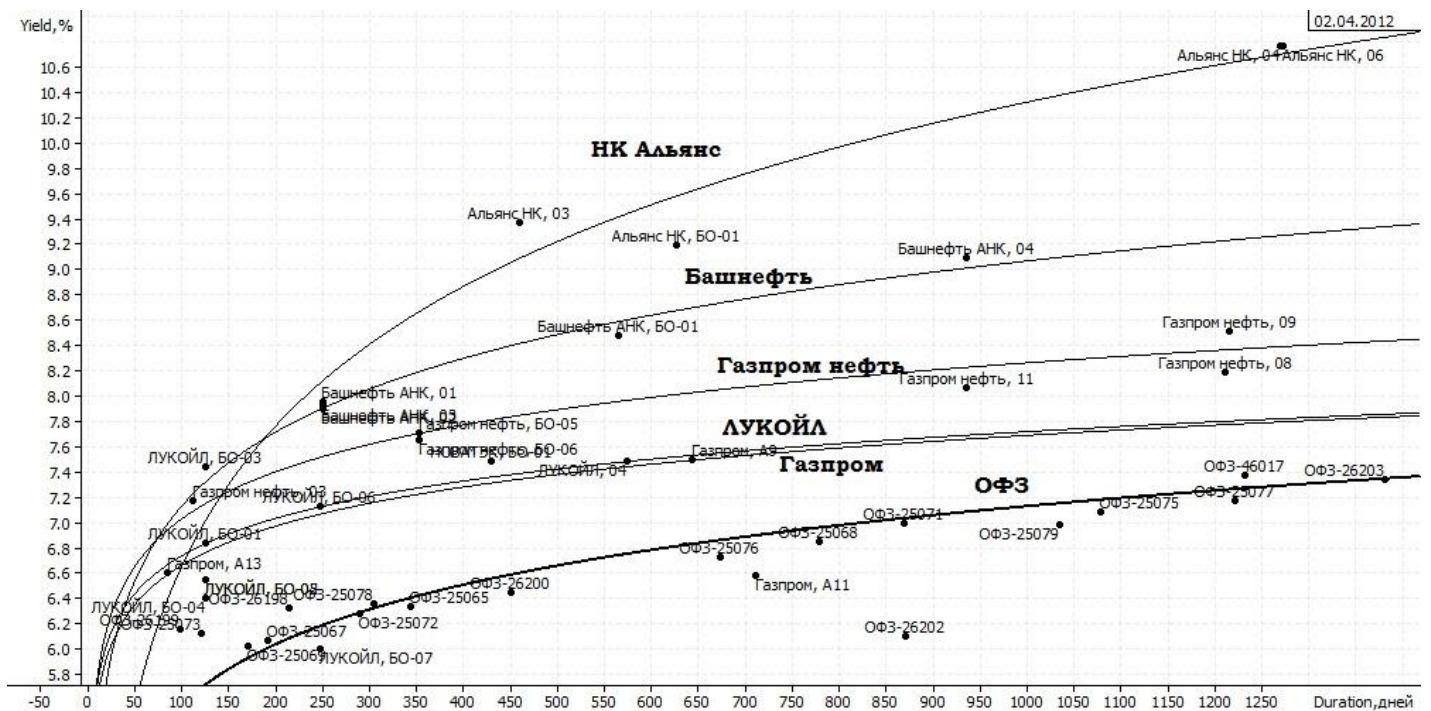
Рублевые бонды НК Альянс имеют самые высокие доходности среди бумаг нефтегазового сектора. Учитывая самую высокую долговую нагрузку эмитента, сравнительно небольшие масштабы бизнеса и высокие кредитные риски, такие уровни доходности отражают справедливую стоимость бумаг. Покупки долговых обязательств эмитента могут быть интересны для склонных к риску инвесторов. Короткие выпуски торгуются в настоящее время с доходностью около 9,3% годовых, длинные – на уровне 10,7-10,8% годовых.

## Приложение

### Еврооблигации компаний нефтегазового сектора на 3 апреля 2012 года



### Рублевые облигации компаний нефтегазового сектора на 2 апреля 2012 года



## Показатели деятельности компаний нефтегазового сектора России по итогам 2011 года (по МСФО)

Показатели, \$млн.	Газпром (прогноз) (Ваа1/ВВВ/ВВВ)	Лукойл (Ваа2/ВВВ-/ВВВ-)	ТНК-ВР (Ваа2/ВВВ-/ВВВ-)	Газпромнефть (Ваа3/ВВВ-/—)	Новатэк (Ваа3/ВВВ-/ВВВ-)	НК Альянс (—/В+/В)
Выручка	132 741	133 650	60 199	44 172	5 468	3 083
Операционная прибыль	46 608	13 155	12 001	6 979	4 398	513
ЕБИТДА	55 918	18 606	2 085	8 942	4 693	687
Процентные расходы	5 852	694	14 601	329	67	328
Активы	325 400	91 192	242	36 683	11 909	47
Финансовый долг	46 369	9 092	8 047	6 697	2 966	1 621
Краткосрочный долг	9 274	1 792	998	1 277	630	107
Долгосрочный долг	37 095	7 300	7 049	5 420	2 335	1 514
Денежные средства	10 675	2 753	1 164	914	740	160
Чистый долг	35 694	6 339	6 883	5 783	2 225	1 461
ЧДП от операционной деятельности	48 300	15 514	10 525	6 001	2 233	463
Капитальные затраты	39 700	8 249	4 604	4 029	786	1 025
Свободный денежный поток	8 600	7 265	5 921	1 972	1 447	-563
<b>Коэффициенты</b>						
Долг/активы	0,14	0,10	0,22	0,18	0,25	0,38
Краткосрочный долг/совокупный долг	0,20	0,20	0,12	0,19	0,21	0,07
Финансовый долг/ЕБИТДА	0,83	0,49	0,55	0,75	0,63	2,36
Чистый долг/ЕБИТДА	0,64	0,34	0,47	0,65	0,47	2,12
ЕБИТДА/проценты	9,56	26,81	60,33	27,18	70,27	14,67
Рентабельность по ЕБИТДА	42,1%	13,9%	24,3%	20,2%	85,8%	22,3%

Источник: данные компаний, расчеты UFS

## Контактная информация

### Департамент торговли и продаж

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

Полторанов Николай Владимирович

Тел. +7 (495) 781 73 04

Ким Игорь Львович

Тел. +7 (495) 781 73 05

Тимощенко Юрий Геннадьевич

Тел. +7 (495) 781 02 02

### Аналитический департамент

Василиади Павел Анатольевич

Тел. +7 (495) 781 72 97

Балакирев Илья Андреевич

Тел. +7 (495) 781 02 02

Козлов Алексей Александрович

Тел. +7 (495) 781 73 06

Назаров Дмитрий Сергеевич

Тел. +7 (495) 781 02 02

Королева Виктория Сергеевна

Тел. +7 (495) 781 02 02

Милостнова Анна Валентиновна

Тел. +7 (495) 781 02 02

Дормидонтова Полина Олеговна

Тел. +7 (495) 781 02 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 «Инвестиционная Компания Ю Эф Эс Финанс» рассматривает в качестве достоверных. Тем не менее ООО «Инвестиционная Компания 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 «Инвестиционная Компания 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 «Инвестиционная Компания Ю Эф Эс Финанс», его руководство и сотрудники не несут ответственности за инвестиционные решения клиента, основанные на информации, содержащейся в настоящем документе. ООО «Инвестиционная Компания 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 «Инвестиционная Компания 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 «Инвестиционная Компания Ю Эф Эс Финанс». ООО «Инвестиционная Компания Ю Эф Эс Финанс», не несет ответственности за несанкционированные действия третьих лиц, связанные с распространением настоящего обзора или любой его части.

