



**CAIFC**  
INVESTMENT GROUP

# ИНВЕСТИЦИОННАЯ ИДЕЯ: ОБЛИГАЦИИ ALLIANCE RESOURCE PARTNERS

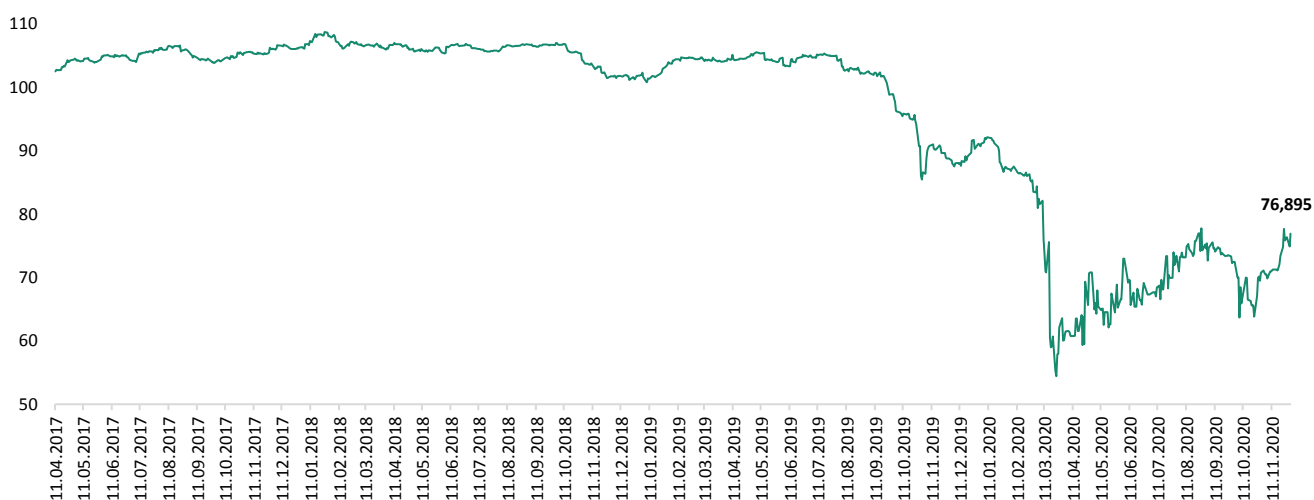


**ALLIANCE RESOURCE  
PARTNERS, L.P.**

## Информация о финансовом инструменте

**ISIN USU0187NAA91**

Валюта	USD
Срок погашения	01.05.2025
Купон	7,5%
Периодичность выплат	Раз в полгода
Минимальный лот	2 000
Наличие опциона	Опцион на выкуп акций до 30.12.2020. Цена отзыва: 105,62% от номинала
<b>Текущая цена</b>	<b>76,895% от номинала</b>
Доходность до погашения, %	14,817% (УТМ)

**График изменения цен на облигации**


## Информация по рейтингам

Рейтинговое агентство	Рейтинг финансовой устойчивости
Moody's Investor Service Inc.	B1
S&P Global Ratings	B+
Fitch Ratings	BBB-

## Общие сведения о компании

Alliance Resource Partners является диверсифицированной компанией по добыче природных ресурсов, которая генерирует свой доход от добычи угля и нефтегазовых полезных ископаемых, расположенных в стратегических добывающих регионах по всей территории Соединенных Штатов. Компания является единственным публичным акционерным обществом в угледобывающей промышленности и вторым крупнейшим производителем угля в восточной части Соединенных Штатов с 7 подземными горными комплексами в Иллинойсе, Индиане, Кентукки, Мэриленде и Западной Вирджинии, а также угольным терминалом в Индиане.

Компания реализует свою угольную продукцию крупным отечественным и международным коммунальным предприятиям и промышленным потребителям. Основную отчетность по угольным операциям компания предоставляет по двум регионам: Иллинойс и Аппалачи.

*Динамика производства угля по регионам за последние 5 лет*

	Год, закончившийся 31 декабря,				
	2015	2016	2017	2018	2019
	<i>в миллионах тонн</i>				
Иллинойс	32,0	25,4	27,3	29,9	29,5
Аппалачи	9,2	9,8	10,3	10,4	10,5
<b>Итого</b>	<b>41,2</b>	<b>35,2</b>	<b>37,6</b>	<b>40,3</b>	<b>40,0</b>

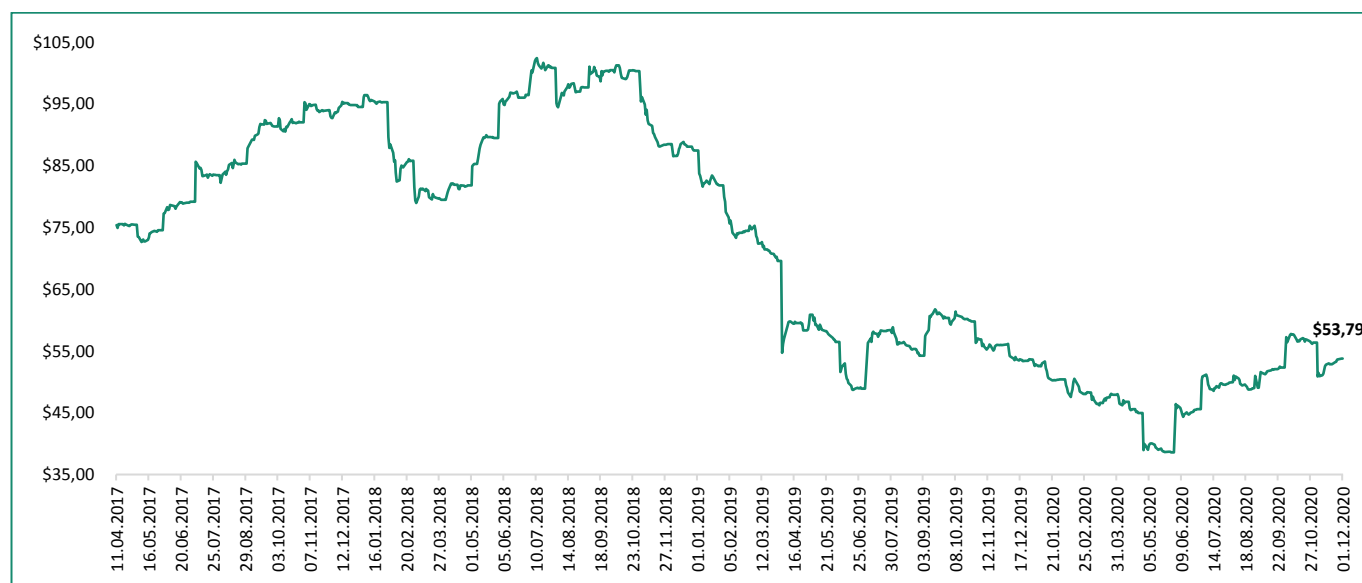
*Производство прочих природных ресурсов*

**Год, закончившийся 31 декабря,**  
**2019**

Нефть (млн баррелей)	741
Природный газ (млн куб. футов)	3 664
Газовый конденсат (млн баррелей)	364
Баррель нефтяного эквивалента	1 716

В 2014 году ARLP начала активно инвестировать в нефтегазовые минеральные ресурсы в некоторых крупнейших нефтедобывающих бассейнах страны. В течение 2019 года ARLP перешла от пассивного инвестора в Минеральные интересы к активному и существенному участнику в нефтегазовых минералах. Минеральные интересы компании в основном сосредоточены в трех бассейнах, которые также являются областями фокуса для будущего развития операторов. К ним относятся Пермский (Делавэр и Мидленд), Анадарковский (совок/стог) и Виллстонский (Баккен) бассейны.

*Динамика цен на уголь за последние 5 лет*



**Текущее финансовое состояние компании**

*Отчет о прибылях и убытках*

в тысячах \$	3 месяца, закончившиеся 30 сентября		Изменение +/- %	9 месяцев, закончившихся 30 сентября		Изменение +/- %
	2019	2020		2019	2020	
<b>Выручка от продаж и операционной деятельности</b>						
Продажи угля	420 005	335 767	-20,06%	1 357 331	886 690	-34,67%
Роялти на нефть и газ	13 969	9 693	-30,61%	36 254	31 718	-12,51%
Доходы от транспортировки	20 024	6 226	-68,91%	82 892	16 722	-79,83%
Прочие доходы	10 728	3 965	-63,04%	31 905	26 486	-16,98%
<b>Итого выручка</b>	<b>464 726</b>	<b>355 651</b>	<b>-23,47%</b>	<b>1 508 382</b>	<b>961 616</b>	<b>-36,25%</b>
<b>Расходы</b>						
Операционные расходы	278 254	216 027	-22,36%	895 255	637 533	-28,79%
Расходы на транспортировку	20 024	6 226	-68,91%	82 892	16 722	-79,83%
Закупки угля у сторонних предприятий	10 599	-	-100,00%	15 910	-	-100,00%
Общие и административные	17 885	13 871	-22,44%	55 218	41 131	-25,51%
Амортизация и износ	72 348	80 182	10,83%	220 400	237 662	7,83%
Обесценение активов	15 190	-	-100,00%	15 190	24 977	64,43%
Обесценение гудвилла	-	-	-	-	132 026	-
<b>Итого расходы</b>	<b>414 300</b>	<b>316 306</b>	<b>-23,65%</b>	<b>1 284 865</b>	<b>1 090 051</b>	<b>-15,16%</b>
<b>Операционная прибыль (убыток)</b>	<b>50 426</b>	<b>39 345</b>	<b>-21,97%</b>	<b>223 517</b>	<b>(128 435)</b>	<b>-157,46%</b>
Процентные расходы	(11 698)	(11 186)	-4,38%	(33 831)	(34 911)	3,19%
Процентные доходы	92	30	-67,39%	321	112	-65,11%
Инвестиционный доход по методу долевого участия	659	62	-90,59%	1 533	650	-57,60%

Доход от долевого ценных бумаг	-	-	-	12 906	-	-100,00%
Прибыль от приобретений	-	-	-	177 043	-	-100,00%
Прочие расходы	(228)	(723)	217,11%	(370)	(1 456)	293,51%
<b>Прибыль (убыток) до налогообложения</b>	<b>39 251</b>	<b>27 528</b>	<b>-29,87%</b>	<b>381 119</b>	<b>(164 040)</b>	<b>-143,04%</b>
Расходы по подоходному налогу	50	293	486,00%	130	111	-14,62%
<b>Чистая прибыль с учетом неконтролирующей доли</b>	<b>39 201</b>	<b>27 235</b>	<b>-30,52%</b>	<b>380 989</b>	<b>(164 151)</b>	<b>-143,09%</b>
Чистая прибыль, приходящаяся на неконтролирующие доли участия	(117)	(36)	-69,23%	(7 407)	(97)	-98,69%
<b>Чистая прибыль, относящаяся к акционерам ARLP</b>	<b>39 084</b>	<b>27 199</b>	<b>-30,41%</b>	<b>373 582</b>	<b>(164 248)</b>	<b>-143,97%</b>
<b>Прибыль (Убыток) на акцию</b>	<b>\$0,30</b>	<b>\$0,21</b>		<b>\$2,86</b>	<b>(\$1,29)</b>	

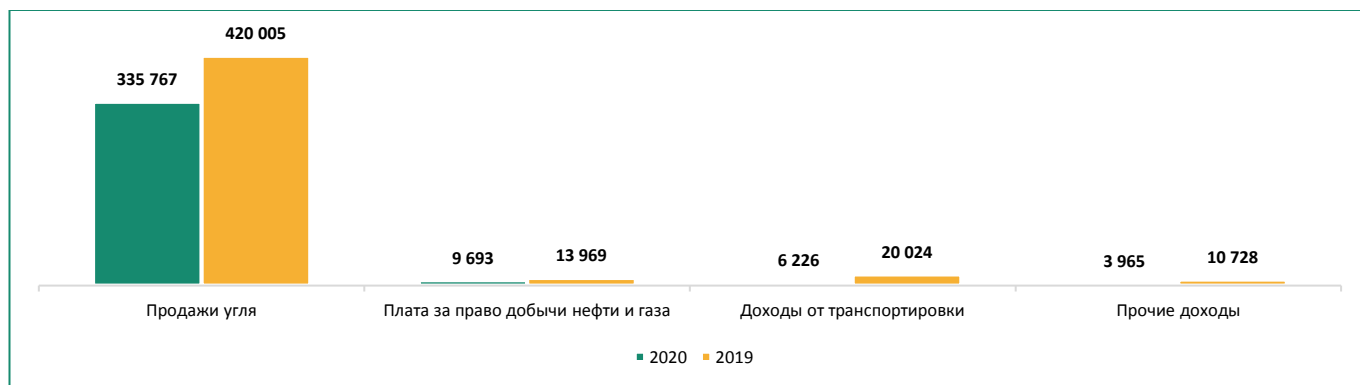
В течение квартала, закончившегося 30 сентября 2020 года, улучшение экономической активности, увеличение спроса на уголь и восстановление объемов добычи нефти и газа и цен положительно повлияли на результаты деятельности компании. Более высокие цены на сырьевые товары привели к тому, что нефтегазовые операторы вернули ранее закрытые скважины в эксплуатацию и медленно возобновили бурение и заканчивание работ, что положительно сказалось на сегменте полезных ископаемых.

По итогам отчетного квартала. Закончившегося 30 сентября 2020 года, компания сообщила о чистой прибыли в размере \$27,2 млн, что на 30,41% ниже аналогичного показателя годом ранее.

Снижение на \$11,9 млн было вызвано главным образом снижением выручки, частично компенсированным снижением общих операционных расходов.

Выручка Alliance Resource Partners снизилась до \$355,7 млн в квартале 2020 года по сравнению с \$464,7 млн в квартале 2019 года из-за снижения объемов продаж угля и цен в результате слабых рынков угля на фоне снижения мирового спроса на энергоносители во время пандемии COVID-19.

*Разбивка выручки компании по операционным сегментам (в тысячах долларов)*



Продажи угля снизились на 20,1% в годовом выражении с \$420 млн по состоянию на 30 сентября 2019 года до \$335,8 млн по состоянию на 30 сентября 2020 года. Данное снижение было обусловлено отклонением объема продаж в размере \$72,9 млн. в результате сокращения объема проданных тонн и отклонением цен в размере \$11,3 млн. в результате снижения средних цен реализации угля.

В тысячах \$

3 месяца, закончившиеся 30 сентября

	2019	2020	2019	2020
	в тысячах		за проданную тонну	
Количество проданных тонн	9 320	7 702	-	=
Количество произведенных тонн	10 071	7 202	-	-
<b>Продажи угля</b>	<b>\$420 005</b>	<b>\$335 767</b>	<b>\$45,06</b>	<b>\$43,59</b>

Объем реализованных тонн снизился до 7,7 млн тонн в III квартале 2020 года по сравнению с 9,3 млн тонн в III квартале 2019 года, что в основном отражает снижение объемов продаж экспортных товаров. Цена реализации угля также снизилась на 3,3% в III квартале 2020 года до \$43,59 за тонну проданного угля по сравнению с \$45,06 за тонну проданного угля в III квартале 2019 года из-за более низких цен на рынках тепловой и металлургической промышленности по сравнению с III кварталом 2019 года.

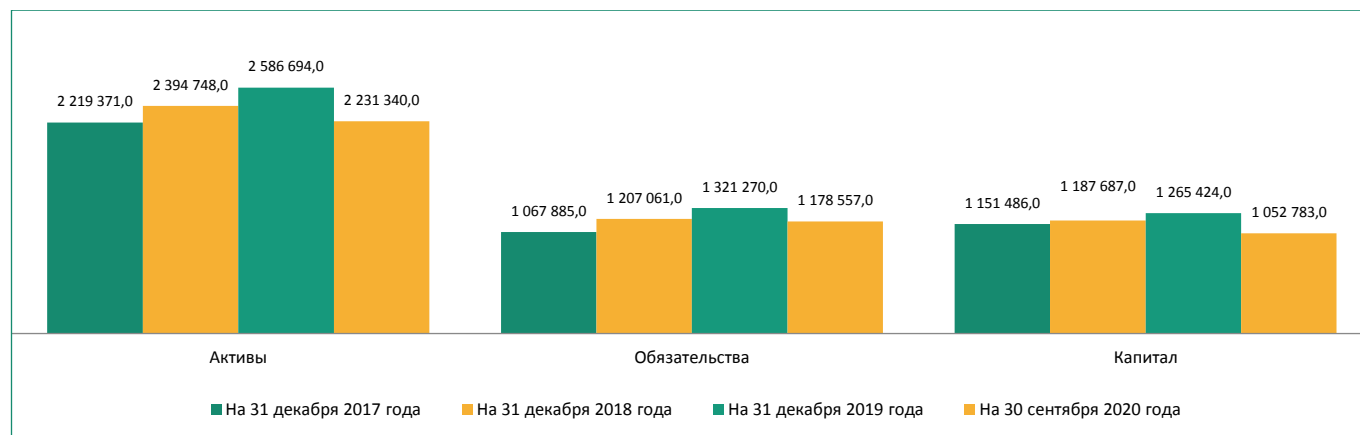
Доходы от роялти на нефть и газ составили \$9,7 млн по итогам отчетного квартала, снизившись на 44,1% в годовом исчислении. Снижение доходов от роялти происходит в первую очередь из-за снижения цен реализации нефти и газа в результате снижения мирового спроса на энергоносители в условиях пандемии COVID-19. Частично компенсируя более низкие цены, доходы от роялти выиграли от более высоких объемов в результате приобретения месторождения WInG в августе 2019 года.

Прочие доходы снизились до \$4,0 млн в III квартале 2020 года с \$10,7 млн в III квартале 2019 года. Снижение на \$6,7 млн произошло в первую очередь из-за сокращения продаж продукции горнодобывающей технологии дочерней компанией Matrix Design и снижения объемов производства на перегрузочном комплексе Mt. Vernon.

Общие и административные расходы по итогам отчетного квартала составили \$13,9 млн, что в годовом исчислении ниже на \$4,0 млн результатов III квартала 2019 года. Это вызвано снижением расходов на результативное вознаграждение.

Доходы и расходы на транспортировку составили \$6,2 млн III квартале 2020 года, что меньше на \$13,8 млн в годовом исчислении, что было обусловлено в первую очередь уменьшением объемов угля, для которого организуются сторонние перевозки на некоторых шахтах.

Отчет о финансовом положении (в тысячах долларов)



в тысячах долларов	31 декабря 2018	31 декабря 2019	30 сентября 2020
Денежные средства и их эквиваленты	244 150	36 482	34 135
Торговая задолженность	174 914	161 679	120 875
Прочая дебиторская задолженность	395	256	1 919
Запасы	59 206	101 305	74 879
Досрочные выплаты роялти	1 274	1 844	344
Расходы, оплаченные авансом, и прочие активы	20 747	18 019	10 984
<b>Текущие активы</b>	<b>500 686</b>	<b>319 585</b>	<b>243 136</b>
<b>Основные средства</b>			
Основные средства по себестоимости	2 925 808	3 684 008	3 619 568
За вычетом накопленной амортизации и износа	(1 513 450)	(1 675 022)	(1 758 646)
<b>Итого основные средства</b>	<b>1 412 358</b>	<b>2 008 986</b>	<b>1 860 922</b>
<b>Прочие активы</b>			
Досрочные выплаты роялти	42 923	52 057	59 850
Инвестиции по методу долевого участия	161 309	28 529	27 415
Долевые ценные бумаги	122 094	-	-
Гудвилл	136 399	136 399	4 373
Активы с правом использования по операционной аренде	-	17 660	15 388
Прочие долгосрочные активы	18 979	23 478	20 256
<b>Итого прочие активы</b>	<b>481 704</b>	<b>258 123</b>	<b>127 282</b>
<b>ИТОГО АКТИВЫ</b>	<b>2 394 748</b>	<b>2 586 694</b>	<b>2 231 340</b>
Кредиторская задолженность	96 397	80 566	54 789
Начисленные налоги, кроме налога на прибыль	16 762	15 768	17 397
Начисленная заработная плата и связанные с ней расходы	43 113	36 575	41 667
Начисленные проценты	5 022	5 664	12 691
Компенсация работникам и пособия по пневмокопанию	11 137	11 175	11 162
Текущие обязательства по финансовой аренде	46 722	8 368	732
Текущие обязательства по операционной аренде	-	3 251	1 863
Прочие текущие обязательства	19 718	21 062	22 803

Текущая часть долгосрочных активов	92 000	13 157	89 271
<b>Текущие обязательства</b>	<b>330 871</b>	<b>195 586</b>	<b>253 375</b>
Долгосрочная задолженность, за вычетом текущих сроков погашения	564 004	768 194	571 019
Пособия по пневмокониозу	68 828	94 389	96 906
Начисленная трудовая пенсия	43 135	44 858	41 862
Компенсация работникам, получившим травмы на работе	41 669	45 503	46 404
Учет обязательств по выбытию активов	127 655	133 018	132 627
Долгосрочные обязательства по финансовой аренде	10 595	2 224	1 656
Долгосрочные обязательства по операционной аренде	-	14 316	13 599
Прочие обязательства	20 304	23 182	21 109
<b>Долгосрочные обязательства</b>	<b>876 190</b>	<b>1 125 684</b>	<b>925 182</b>
<b>ИТОГО ОБЯЗАТЕЛЬСТВА</b>	<b>1 207 061</b>	<b>1 321 270</b>	<b>1 178 557</b>
Партнеры с ограниченной ответственностью	1 229 268	1 331 482	1 116 626
Накопленный прочий совокупный убыток	(46 871)	(77 993)	(75 272)
<b>Общий капитал партнеров Alliance Resource</b>	<b>1 182 397</b>	<b>1 253 489</b>	<b>1 041 354</b>
Неконтролирующая доля участия	5 290	11 935	11 429
<b>Капитал</b>	<b>1 187 687</b>	<b>1 265 424</b>	<b>1 052 783</b>
<b>ИТОГО ОБЯЗАТЕЛЬСТВА И КАПИТАЛ</b>	<b>2 394 748</b>	<b>2 586 694</b>	<b>2 231 340</b>

Реагируя на экономические сбои и неопределенность, Alliance Resource Partners предприняла многочисленные действия по оптимизации денежных потоков и сохранению ликвидности.

По итогам отчетного квартала активы компании составили \$2 231,3 млн, что на 13,7% ниже, чем по состоянию на конец 2019 года. В структуре активов компании 78% составляют основные средства.

#### Основные средства

2 августа 2019 года компания Alliance Resource Partners завершила сделку по приобретению прав на владение нефтегазовыми полезными ископаемыми у Wing Resources по цене \$145 млн. Эта сделка увеличила присутствие Alliance Resource Partners в Пермском бассейне за счет добавления примерно 9 000 чистых акров роялти в бассейне Midland с экспозицией более 400 000 брутто-акров. Дата вступления сделки в силу 1 мая 2019 года. В настоящее время на вновь приобретенных площадях имеется 827 горизонтальных скважин, обеспечивающих расчетную чистую добычу более 500 баррелей нефтяного эквивалента в сутки (71% нефти, 14% газового конденсата). Имея дополнительно 405 пробуренных, но незавершенных скважин и 298 разрешений, эти активы активно разрабатываются хорошо капитализированными операторами, что обеспечивает видимый и краткосрочный рост текущей добычи.

В следующей таблице представлены предварительные данные о распределении справедливой стоимости активов, приобретенных на момент приобретения Wing:

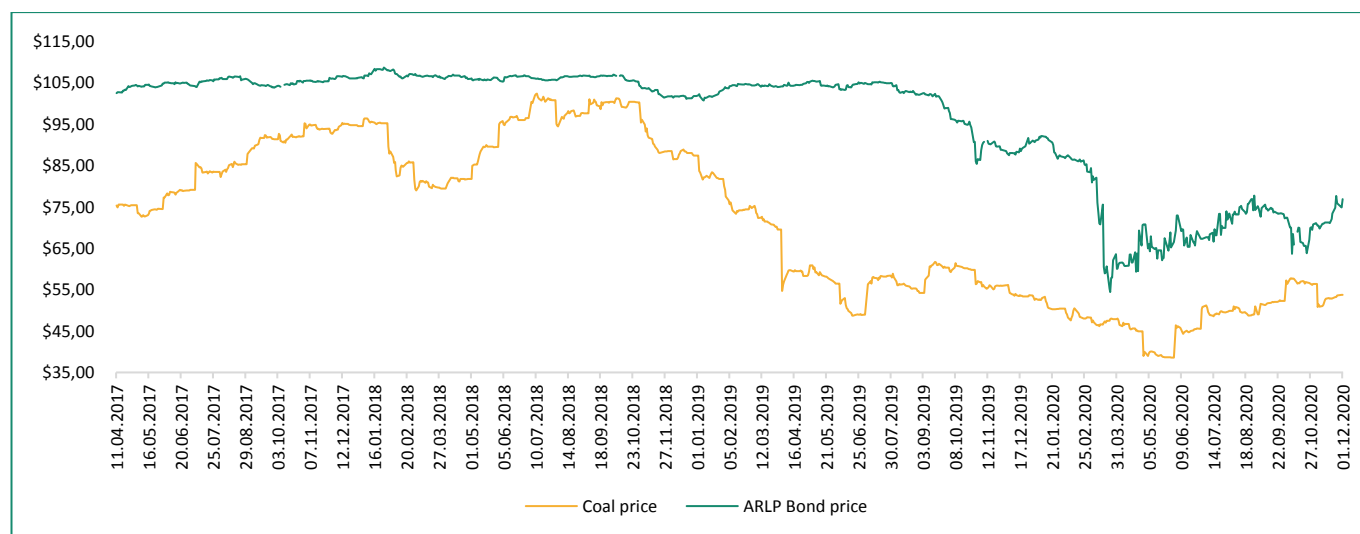
	Как сообщалось ранее	Корректировки	Скорректированные показатели
	в тысячах		
Полезные ископаемые в доказанных запасах	55 619	16 987	75 071
Полезные ископаемые в недоказанных запасах	87 441	(17 275)	67 701
Дебиторская задолженность	1 867	288	2 155
<b>Приобретенные чистые активы</b>	<b>\$144 927</b>		<b>\$144 927</b>

В течение 9 месяцев, закончившихся 30 сентября 2020 года, компания зафиксировала расходы на обесценение неденежных активов в сегменте бассейна Иллинойса в размере \$25,0 млн из-за закрытия бездействующей шахты Gibson North, что привело к ее постоянному закрытию, а также снижения справедливой стоимости некоторых видов горного оборудования на бездействующих операциях и запасов угля на новых месторождениях в результате ослабления конъюнктуры рынка угля.

#### Цены на уголь

Компания имеет значительные долгосрочные соглашения о поставках угля. Большинство долгосрочных соглашений о поставках угля подпадают под действие положений о корректировке цен, которые периодически позволяют увеличивать или уменьшать контрактную цену, как правило, с учетом изменений в конкретных индексах или изменений в себестоимости продукции.

Результаты деятельности компании в значительной степени зависят от цен, которые компания получает за свой уголь, нефть и природный газ. Что касается угля, то краткосрочные контракты на продажу, которым отдают предпочтение некоторые из его клиентов, делают его более подверженным рискам снижения цен на уголь в периоды снижения цен. Что касается нефти и природного газа, то, как видно из результатов второго и третьего кварталов, снижение продажных цен, вызванное снижением мирового спроса на энергоносители во время пандемии COVID-19 и действиями крупных нефтедобывающих стран, оказало значительное влияние на доходы от роялти.



Трудно сказать, восстановятся ли цены на уголь в ближайшее время. При избытке сырой нефти и ее хранении в экстремальных условиях вполне вероятно, что сырая нефть будет оставаться дешевой в течение длительного времени, что сохранит спрос на уголь на низком уровне. То же самое в меньшей степени относится и к природному газу. Уран, однако, находится на подъеме.

Уголь обычно следует за природным газом. Поскольку цены на природный газ растут, уголь становится более выгодным выбором для многих заводов.

Действительно, есть серьезные основания полагать, что природный газ будет продолжать расти. Добыча природного газа резко упала, а количество буровых установок упало до небывалых минимумов. Это может создать дефицит в 2021 году, если производство останется низким и/или эта зима будет холодной.

Что еще более важно, многие считают, что потребление угля в США снижается из-за роста возобновляемых источников энергии. Однако солнечная энергия и биомасса составляют лишь около 3% потребления электроэнергии в США. Именно рост цен на природный газ заставил угольные компании упасть на колени. Важно отметить, что COVID активизировал переговоры о пиковой добыче сланцевого газа для природного газа. Это означает, что будущий рост добычи природного газа может быть отрицательным.

Уголь гораздо более распространен, чем природный газ, и может легко компенсировать снижение производства ПГ. Откровенно говоря, это может означать, что уголь неожиданно восстановится в течение следующего десятилетия, поскольку нет других обильных источников энергии, которые можно было бы быстро использовать. Конечно, уголь является загрязнителем, но это может быть значительно смягчено с помощью все более популярной технологии очистки углерода.

Краткосрочные, среднесрочные и долгосрочные перспективы по углю являются сильными. В краткосрочной перспективе дефицит НДПИ и энергетического угля в Азии окажет повышательный тренд на цены и спрос. В среднесрочной перспективе (1-2 года) снижение добычи природного газа, скорее всего, приведет к росту продаж энергетического угля. Если добыча природного газа достигнет своего долгосрочного пика, то добыча угля может даже возродиться в течение ближайшего десятилетия.

## Выводы

Alliance Resource Partners является средним по размеру американским производителем энергетического угля, ведущим свою деятельность с 1971 года. Хотя нынешние обстоятельства, безусловно, беспрецедентны, компания успешно справлялась со сложными циклами в прошлом. Уголь остается важной частью критически важной инфраструктуры, необходимой для удовлетворения энергетических потребностей США. Уголь обеспечивает по меньшей мере половину электроэнергии в 15 штатах и по меньшей мере одну четверть в 28 штатах. Уголь неизменно является самым доступным ископаемым топливом и значительно дешевле альтернативных источников энергии. В результате государства, которые в большей степени полагаются на уголь, обычно предоставляют своим гражданам более низкую розничную цену на электроэнергию. Также стоит отметить, что США обладают самыми большими извлекаемыми запасами угля в мире. США способны обеспечить внутренний спрос на уголь примерно на 280 лет.

В течение докризисного периода компания демонстрировала устойчивые финансовые показатели, что подтверждается кредитными рейтингами инвестиционного уровня, присвоенными Moody's, Fitch и S&P. Также стоит отметить, что большинство контрактов заключены на долгосрочной основе, что подтверждает наличие спроса на ближайшие годы.

Однако стоит также отметить потенциальные риски:

- Высокая цикличность отрасли. В период с 2019 по 2020 год цены на уголь снизились на 30%. Более того, спрос на уголь уже на протяжении 5 лет сталкивается с сильной конкуренцией со стороны более дешевой сланцевой нефти, развития альтернативных источников энергии, а также борьбы за экологию и сокращение выбросов в атмосферу. Объемы добычи угля сократились с 2015 года на 24,4%

- Высокая концентрация клиентской базы. Примерно 30% выручки формируется за счет продаж двум крупнейшим клиентам: Tennessee Valley и Louisville Gas and Electric Company.

На наш взгляд, Alliance Resource Partners – это лучший способ сделать ставку на уголь. Компания чрезвычайно дешева и предлагает максимальную стоимость, не жертвуя крайним финансовым риском, как в случае с более мелкими производителями угля. Стоит также отметить высокую доходность по облигациям (почти 15%).

Компания является доминирующим и финансово стабильным производителем угля, который пострадал от временного замедления, которое теперь обратилось вспять. Более того, компания своевременно отреагировала на конъюнктуру энергетического рынка путем диверсификации своей деятельности, сделав ряд инвестиций в американские нефтегазовые компании.





### Контактная информация

#### **Койшибаева Айгерим Керимовна**

Аналитик департамента аналитики и корпоративных финансов

АО «CAIFC INVESTMENT GROUP»

+7 727 311 01 44

[akoishybayeva@caifc.kz](mailto:akoishybayeva@caifc.kz)

#### **Бадаев Даурен Ерикжанович**

Трейдера департамента трейдинга

АО «CAIFC INVESTMENT GROUP»

+7 727 311 01 44

[DBadayev@caifc.kz](mailto:DBadayev@caifc.kz)

#### **Абдикаликова Жанат Каниевна**

Управляющий директор департамента продаж

АО «CAIFC INVESTMENT GROUP»

+7 727 311 01 44 (вн. 103)

[ZHAbdikalikova@caifc.kz](mailto:ZHAbdikalikova@caifc.kz)

#### **Бабенов Канат Базартаевич**

Директор департамента управления активами

АО «CAIFC INVESTMENT GROUP»

+7 727 311 01 44 (вн. 124)

[kbabenov@caifc.kz](mailto:kbabenov@caifc.kz)

### Раскрытие информации

Данная публикация и содержащиеся в ней рекомендации предоставляются в качестве информации для клиентов компании и не являются предложением вступления в сделку о покупке или продаже ценных бумаг.

Настоящий документ основан на информации, полученной из источников, которые АО «CAIFC INVESTMENT GROUP» рассматривает в качестве достоверных. Однако АО «CAIFC INVESTMENT GROUP», его руководство и сотрудники не дают гарантий, что все сведения, содержащиеся в данной публикации, являются полными и абсолютно точными.

Оценки и мнения, представленные в настоящем документе, основаны исключительно на заключениях аналитиков Компании в отношении анализируемых ценных бумаг и эмитентов. Никто из сотрудников Компании и руководства не несет ответственности за прямые или косвенные потери, наступившие в результате использования данной публикации или ее содержания.

Настоящая информация не может частично или полностью воспроизводиться без предварительного письменного соглашения АО «CAIFC INVESTMENT GROUP».