

## СНИЖЕНИЕ ИЗДЕРЖЕК И ВНУШИТЕЛЬНЫЙ СВОБОДНЫЙ ДЕНЕЖНЫЙ ПОТОК

### Результаты за I квартал 2010 г. по US GAAP

**Достойные финансовые результаты.** Вчера ЛУКОЙЛ опубликовал вполне достойные, на наш взгляд, финансовые результаты за I квартал 2010 г. по US GAAP и провел в Москве посвященную им презентацию. Выручка компании снизилась на 2% (здесь и далее динамика всех результатов представлена в сравнении с показателями предыдущего квартала) до 24 млрд долл., поскольку повышение мировых цен на нефть было нивелировано снижением ее добычи у компании с 24,3 млн т до 24,1 млн т. Производство нефтепродуктов в отчетном периоде также снизилось: с 15,5 млн т до 14,7 млн т. EBITDA по итогам квартала увеличилась на 8,5% до 3,7 млрд долл., что было достигнуто за счет снижения издержек на добычу и затрат на покупную нефть. Результатом этого стало повышение рентабельности по EBITDA на 1,4 п.п. до 15,4%.

**В части издержек сюрпризов нет.** Необходимо отметить, что операционные издержки компании снизились на 16% за счет эффективного контроля над издержками и ослабления рубля. Затраты на покупную нефть и нефтепродукты сократились на 9%, а коммерческие, общие и административные расходы – на 12%. С другой стороны, транспортные расходы выросли на 9% в результате повышения регулируемых тарифов, а налоги по-прежнему играли роль «убийцы рентабельности». Добавим, что, если скорректировать EBITDA IV квартала 2009 г. на разовый убыток от обесценения активов, то EBITDA за I квартал 2010 г. снизится на 3%.

**Существенное увеличение денежной позиции и сокращение чистого долга.** По итогам I квартала 2010 г. ЛУКОЙЛ получил внушительный свободный денежный поток в размере 1,4 млрд долл., что на 47% выше показателя IV квартала 2009 г. Благодаря этому денежная позиция компании увеличилась до рекордной величины – 3,3 млрд долл. Общий долг компании за I квартал почти не изменился и составил 11,1 млрд долл., однако увеличение денежных средств на балансе позволило ЛУКОЙЛу сократить чистый долг почти на 14% с конца 2009 г. – до 7,8 млрд долл., отношение Чистый долг/EBITDA снизилось до 0,5 с 0,7 по состоянию на 31 декабря 2009 г. Увеличение денежной позиции отчасти стало результатом сокращения оттока из компании средств, направляемых на покупку долей дочерних компаний. Добавим, что по состоянию на 31 марта 2010 г. денежные средства на балансе ЛУКОЙЛа в 1,5 раза превышали размер краткосрочного долга компании.

**Капвложения будут зависеть от налогового режима.** В нынешнем году ЛУКОЙЛ начал добычу нефти на месторождениях Каспия, которые бесспорно являются для компании весьма перспективным добывающим регионом. В ходе вчерашней телефонной конференции ЛУКОЙЛ подтвердил, что рассчитывает на введение нулевой экспортной пошлины на каспийскую нефть, и подчеркнул, что если налоговый режим будет изменен, то компания будет готова резко увеличить капвложения в разведку и разработку новых месторождений. По нашему мнению, новый налоговый режим будет введен не ранее 2011–2012 гг.

### Ключевые финансовые показатели ЛУКОЙЛа, млн долл.

US GAAP	2008	2009	IV кв. 09	I кв. 10	Изм. за кв., %
Выручка	107 680	81 083	24 281	23 902	(1,6)
EBITDA	16 667	13 715	3 394	3 681	8,5
Чистая прибыль	9 144	7 011	1 726	2 053	18,9
Операц. ден. поток	14 312	8 883	2 810	2 798	(0,4)
Капитальные затраты	(10 525)	(6 483)	(1 852)	(1 393)	(24,8)
<b>Свободный ден. поток</b>	<b>3 787</b>	<b>2 400</b>	<b>958</b>	<b>1 405</b>	46,7
Совокупный долг	9 809	11 323	-	11 096	(2,0)
Краткосрочный долг	3 232	2 058	-	2 083	1,2
Денежные средства	2 239	2 274	-	3 274	44,0
Чистый долг	7 570	9 049	-	7 822	(13,6)
Собственный капитал	51 010	56 379	-	58 461	3,7
Активы	71 461	79 019	-	81 794	3,5
Коэффициенты					
Норма EBITDA, %	15,5	16,9	14,0	15,4	
EBITDA/Проц.расх.	42,6	20,6	20,7	20,8	
Долг/EBITDA	0,6	0,8	-	0,7	
Чистый долг/EBITDA	0,5	0,7	-	0,5	
Долг/Собств. капитал	0,2	0,2	-	0,2	

\* EBITDA рассчитана за последние 12 месяцев

Источники: данные компании, оценка УРАЛСИБА

**Риски рефинансирования ЛУКОЙЛа минимальны, но мы не видим идей в его облигациях.** Мы не сомневаемся, что ЛУКОЙЛ и в дальнейшем будет поддерживать кредитный профиль, соответствующий рейтингам инвестиционного уровня, и рассматриваем риски рефинансирования эмитента как минимальные. ЛУКОЙЛ стабильно получает положительный свободный денежный поток, и мы полагаем, что в дальнейшем эта тенденция сохранится. В ходе вчерашней телефонной конференции руководство компании подтвердило представленный ранее прогноз роста добычи углеводородов по итогам 2010 г. на 1–2% по сравнению с 2009 г. В обозримой перспективе ЛУКОЙЛ не планирует новых приобретений в сегменте переработки и сбыта. Таким образом, дальнейшее увеличение совокупного долга эмитента с текущих уровней представляется нам маловероятным. Что касается нашего взгляда на еврооблигации ЛУКОЙЛа, то мы предпочитаем им более высокодоходные долговые обязательства Газпрома (BBB/Vaa1/BBB). В числе наших фаворитов выпуски Gazprom'13, Gazprom'20 и Gazprom'19. По нашему мнению, основная причина сохраняющегося дисконта в доходности данных инструментов к выпускам газового монополиста – меньшее предложение новых выпусков со стороны ЛУКОЙЛа. Кстати, в ходе вчерашней конференции руководство ЛУКОЙЛа отметило, что пока не планирует выпуска новых еврооблигаций, но следит за рыночной ситуацией. Обращающиеся рублевые облигации ЛУКОЙЛа, которые торгуются на одной кривой доходности с выпусками Газпром нефти (BBB-/Vaa3/NR), по нашему мнению, оценены справедливо.

## Бизнес-департамент по операциям с долговыми инструментами

### Исполнительный директор, руководитель департамента

Борис Гинзбург, ginzburgbi@uralsib.ru

### Бизнес-блок продаж и торговли

#### Руководитель бизнес-блока

Сергей Шемардов, she\_sa@uralsib.ru

#### Управление продаж

Коррадо Таведжиа, taveggiac@uralsib.ru  
Елена Довгань, dov\_en@uralsib.ru  
Анна Карпова, karpovaam@uralsib.ru  
Дмитрий Попов, popovdv@uralsib.ru  
Дэниэл Фельцман, feltsmant@uralsib.ru  
Екатерина Кочемазова, kochemazovaea@uralsib.ru

#### Управление торговли

Андрей Борисов, bor\_av@uralsib.ru  
Вячеслав Чалов, chalovvg@uralsib.ru  
Наталья Храброва, khrabrovann@uralsib.ru

### Бизнес-блок по рынкам долгового капитала

#### Сопровождение проектов

Артемий Самойлов, samojlova@uralsib.ru  
Кирилл Иванов, ivanovkv@uralsib.ru  
Гюзель Тимошкина, tim\_gg@uralsib.ru  
Наталья Грищенко, grischenkovane@uralsib.ru

Галина Гудыма, gud\_gi@uralsib.ru  
Виктор Орехов, ore\_vv@uralsib.ru  
Дарья Соношкина, SonyushkinaDA@uralsib.ru  
Алексей Чекушин, chekushinay@uralsib.ru

## Аналитическое управление

### Руководитель управления

Константин Чернышев, che\_kb@uralsib.ru

### Заместитель руководителя управления

Вячеслав Смольянинов, smolyaninovv@uralsib.ru

#### Дирекция анализа акций

Руководитель Майкл Кавана, kavanaghms@uralsib.ru

#### Дирекция анализа долговых инструментов

Руководитель Дмитрий Дудкин, dudkindi@uralsib.ru

#### Долговые обязательства

Дмитрий Дудкин, dudkindi@uralsib.ru  
Денис Порывай, poryvajdv@uralsib.ru  
Станислав Боженко, bozhenkosv@uralsib.ru  
Надежда Мырсыкова, myrsikovanv@uralsib.ru  
Мария Радченко, radchenkomg@uralsib.ru

#### Нефть и газ

Виктор Мишняков, mishnyakovvv@uralsib.ru  
Юлия Новиченкова, novichenkova@uralsib.ru  
Ирина Булкина, bulkinaiv@uralsib.ru

#### Стратегия/Политика

Крис Уифер, cweafer@uralsib.ru  
Вячеслав Смольянинов, smolyaninovv@uralsib.ru  
Леонид Слипченко, slipchenkola@uralsib.ru

#### Электроэнергетика

Матвей Тайц, tai\_ma@uralsib.ru  
Александр Селезнев, seleznevae@uralsib.ru

#### Экономика

Владимир Тихомиров, tih\_vi@uralsib.ru  
Наталья Майорова, mai\_ng@uralsib.ru

#### Металлургия/Горнодобывающая промышленность

Майкл Кавана, kavanaghms@uralsib.ru  
Дмитрий Смолин, smolindv@uralsib.ru  
Николай Сосновский, sosnovskyno@uralsib.ru

#### Банки

Леонид Слипченко, slipchenkola@uralsib.ru  
Наталья Майорова, mai\_ng@uralsib.ru

#### Телекоммуникации/Медиа/ Информационные технологии

Константин Чернышев, che\_kb@uralsib.ru  
Константин Белов, belovka@uralsib.ru  
Кирилл Бахтин, baktintkv@uralsib.ru

#### Анализ рыночных данных

Вячеслав Смольянинов, smolyaninovv@uralsib.ru  
Андрей Богданович, bogdanovic@uralsib.ru  
Василий Дегтярев, degtyarev@uralsib.ru  
Владимир Косяков, kosyakov@uralsib.ru

#### Минеральные удобрения/ Машиностроение/Транспорт

Анна Куприянова, kupriyanovaa@uralsib.ru  
Ирина Иртегова, irtegovais@uralsib.ru

#### Потребительский сектор/Недвижимость

Тигран Оганесян, hovhannisyan@uralsib.ru  
Никита Швед, shvedne@uralsib.ru

### Редактирование/Перевод

Джон Уолш (англ. яз.), walshj@uralsib.ru,  
Тимоти Халл, hallt@uralsib.ru  
Пол Де Витт, dewittpd@uralsib.ru

Андрей Пятигорский, pya\_ae@uralsib.ru  
Евгений Гринкруг, grinkruges@uralsib.ru  
Ольга Симкина, sim\_oa@uralsib.ru  
Даниил Хавронюк, khavronyukdo@uralsib.ru

### Дизайн

Ангелина Шабаринова, shabarinovav@uralsib.ru

Настоящий бюллетень предназначен исключительно для информационных целей. Ни при каких обстоятельствах он не должен использоваться или рассматриваться как оферта или предложение делать оферты. Несмотря на то что данный материал был подготовлен с максимальной тщательностью, УРАЛСИБ не дает никаких прямых или косвенных заверений или гарантий в отношении достоверности и полноты включенной в бюллетень информации. Ни УРАЛСИБ, ни агенты компании или аффилированные лица не несут никакой ответственности за любые прямые или косвенные убытки от использования настоящего бюллетеня или содержащейся в нем информации. Все права на бюллетень принадлежат ООО «УРАЛСИБ Кэпитал», и содержащаяся в нем информация не может воспроизводиться или распространяться без предварительного письменного разрешения. © УРАЛСИБ Кэпитал 2010