

Лукойл

Покупка

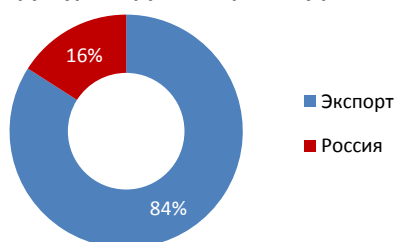
	YTM	MD	Z-Sprd
LUKOIL, 2.625, 6/16/2015	5,19%	0,61	495

	S&P	Moody's	Fitch
Рейтинг	BBB-	Baa2	BBB
Прогноз	-	Негативный	-

Финансовые показатели	1П 2014	2013	2012
Выручка, \$ млрд.	73,9	141,5	139,2
EBITDA, \$ млн.	9,43	16,67	18,92
EBITDA margin, %	12,8%	11,8%	13,6%
Активы, \$ млн.	115,9	109,4	99,0
Чистый долг, \$ млн.	9,09	8,75	3,42
Денежные средства, \$ млн.	2,30	1,71	2,91
Краткосрочный долг, \$ млн.	2,77	1,34	0,66
FCF, \$ млн.	0,43	1,49	7,35
Чистый долг/EBITDA (LTM)	0,54x	0,52x	0,18x
EBITDA (LTM)/проценты	32,0x	34,2x	35,2x

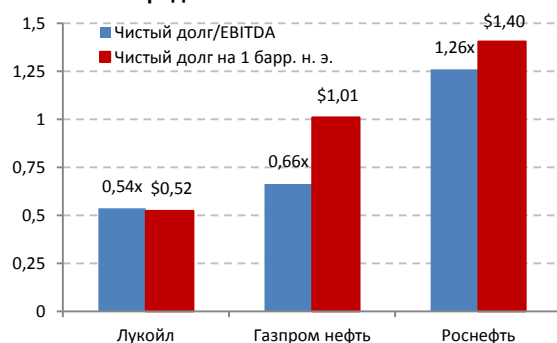
Источник: данные компании, расчеты Прайм Марк

Структура выручки по региону реализации



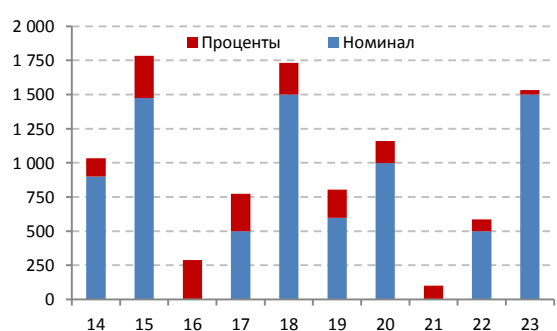
Источник: данные компании, расчеты Прайм Марк

Показатели кредитного качества



Источник: данные компании, расчеты Прайм Марк

Распределение долгов по сроку погашения



Источник: данные компании

«Лукойл» – вторая по объему добычи нефти компания в России после Роснефти. На «Лукойл» приходится 2,1% мировой добычи нефти и 16,6% – общероссийской. По итогам 2013 года доказанные запасы углеводородов составили 17,4 млрд. баррелей нефтяного эквивалента, из которых 13,5 млрд. – нефть, и 3,9 млрд. – газ. Компания также владеет НПЗ в России с мощностью 45,4 млн. т./год, а также в пяти зарубежных странах – 77,2 млн. т./год. Основными акционерами являются Вагит Алекперов с долей 21% и Леонид Федун – 10%, в свободном обращении находятся 55% акций, собственные акции, выкупленные у акционеров – 11%.

Кредитное качество характеризуется низкой долговой нагрузкой и способностью компании генерировать положительный свободный денежный поток. По итогам последних 12-ти месяцев чистый долг к EBITDA находился на уровне 0,54x, что выше, чем в предыдущие годы, и ниже показателя Роснефти 1,26x. Среди российских корпоративных эмитентов «Лукойл» отличает консервативный подход к структуре капитала.

Ликвидность в условиях ограниченного доступа к рынку капитала особенно важна при определении привлекательности облигационного выпуска с датой погашения в середине 2015 года.

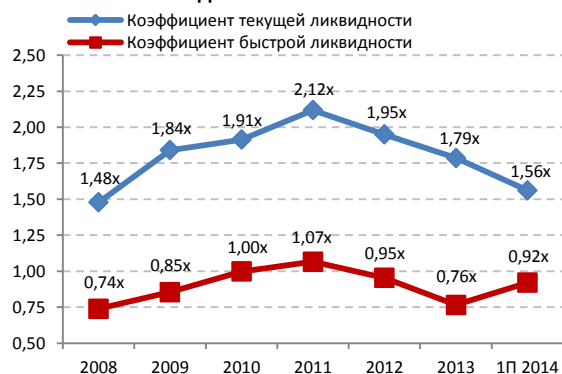
По итогам 1П 2014 года чистый оборотный капитал за вычетом расходов будущих периодов и предоплаты по налогам превышал \$6,7 млрд., в то время как коэффициент текущей ликвидности снизился с 1,8x в конце 2013 года до 1,56x. Это связано с ростом кредиторской задолженности и переходом долгосрочной части долга в категорию краткосрочного долга. Таким образом, на краткосрочные займы приходится \$2,7 млрд., что составляет 24% всей задолженности компании. Отметим, что текущий уровень денежных средств и краткосрочных финансовых вложений покрывает короткую часть долга лишь на 92%, хотя с 2009 года этот коэффициент находился выше 100%.

На конец 2 квартала 2014 года компания располагала денежными средствами в размере \$2,3 млрд., что достаточно для выплаты основных дивидендов за 2013 год, равных \$1,3 млрд., и погашения займа объемом \$900 млн.

Подобная картина ликвидности наблюдалась в 2008 году, когда доля краткосрочного долга равнялась 33% и уровень его покрытия денежными средствами составлял 85%. При этом на фоне падения цен на нефть марки Brent компании удалось сгенерировать положительный свободный денежный поток, равный \$3,8 млрд., и расплатиться с кредиторами.

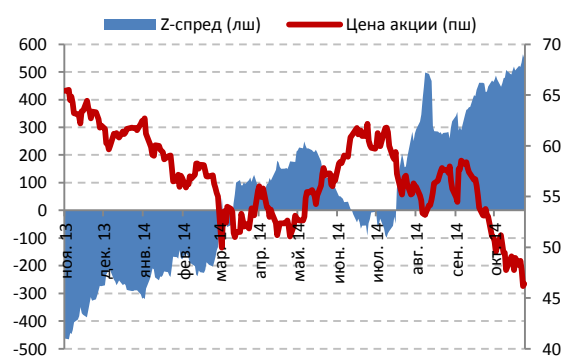
В связи с влиянием санкций на российский рынок долгового финансирования компания объявила о планах сокращения капитальных затрат в 2014 году на \$2 млрд. Такой шаг, на фоне получения компенсации по проекту в Ираке, увеличит FCF и позволит компании высвободить средства для погашения конвертируемого займа в середине 2015 года размером \$1,5 млрд. Скорректированный чистый оборотный капитал размером

Показатели ликвидности



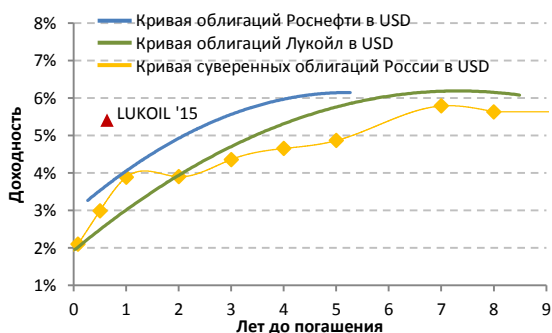
Источник: данные компании, расчеты Прайм Марк

Z-спред премия к кривой US Treasuries и цена акции



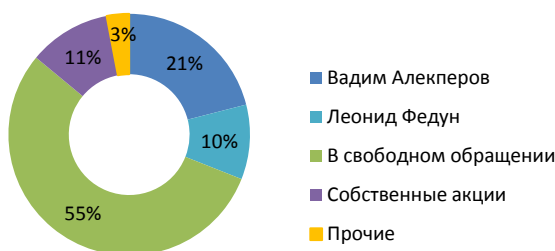
Источник: Bloomberg

График доходностей облигаций



Источник: Bloomberg, расчеты Прайм Марк

Акционеры



Источник: данные компании

\$6,7 млрд. может послужить поддержкой для высвобождения средств с целью исполнения краткосрочных обязательств.

Рентабельность уступает прочим российским производителям нефти. По итогам 1П 2014 года рентабельность по EBITDA сократилась с 13,4% в 1П 2013 года до 12,8%. Однако Роснефть продемонстрировала рост аналогичного показателя с 19,2% в 1П 2013 года до 21,5%.

Облигационный выпуск LUKOIL '15 с рейтингом BBB торгуется с доходностью 5,19% и Z-спредом 495 базисных пунктов, что выше кривой облигаций России в долларах США на 246 базисных пунктов. Следует отметить, что облигация является конвертируемой, т.е. у держателей есть право обменять облигацию на 1441,13 акций «Лукойл» по \$69,39 за акцию при текущей цене \$47,68. Таким образом, так как дельта опциона колл практически равна нулю, цена облигации нечувствительна к движению цены акции компании. Поэтому выпуск по своим техническим характеристикам больше напоминает обыкновенную облигацию и должен торговаться наравне с кривой бумаг «Лукойл». Мы считаем, что LUKOIL '15 с датой погашения через 7,5 месяцев предлагает привлекательную доходность, равную 5,19%.

Для сравнения, выпуск «Лукойл» с погашением в середине 2017 года имеет Z-спред, равный 342 б. п., что ниже LUKOIL '15 на 157 б. п. Кроме того, выпуски Роснефти – TMENRU '15 и TMENRU'16 – торгуются с Z-спредом 220 б. п. и 415 б. п. соответственно. Таким образом, учитывая ликвидность и долговой профиль «Лукойл», мы считаем, что доходность выпуска LUKOIL '15 должна находиться в районе 3,5% - 3,75%.

Риски

Снижение цен на нефть может снизить операционный денежный поток «Лукойл», что сократит темпы накопления денежных средств.

Компания распределила около 32% чистой годовой прибыли на дивиденды. Несмотря на увеличение срока между выплатами основных и промежуточных дивидендов до 6-ти месяцев, агрессивная дивидендная политика в условиях лимитированного доступа к долговому финансированию может ухудшить ликвидность компании.

Геополитические риски в Ираке могут негативно сказаться на проекте «Западная Курна-2», который в 1П 2014 года увеличил выручку на \$1,2 млрд. Руководство возлагает большие надежды на добычу в Ираке и планирует полностью компенсировать все затраты, выделенные на этот проект – \$4 млрд., уже в 2015 году.

	1П 2014	1П 2013	2013	2012	2011
Отчет о прибылях и убытках, \$ млн.					
Выручка	73 886	68 823	141 452	139 171	133 650
Себестоимость продаж	50 319	46 203	95 150	93 519	88 564
Валовые доходы	23 567	22 620	46 302	45 652	45 086
Общие и административные расходы	14 274	13 969	30 742	27 262	27 759
Прочие операционные расходы/(доходы)	(274)	(597)	(1 142)	(703)	(959)
ЕБИТДА	9 432	9 134	16 668	18 915	18 606
Операционная прибыль	5 570	6 435	10 946	14 261	13 813
Чистая прибыль	4 122	4 685	7 832	11 004	10 357
Баланс, \$ млн.					
Денежные средства и их эквиваленты	2 551	3 477	2 075	3 200	2 910
Дебиторская задолженность	9 335	9 141	7 943	8 667	8 921
Запасы	9 845	8 030	8 801	8 098	7 533
Основные средства	80 867	74 965	78 466	66 883	56 803
Финансовые вложения	4 531	4 091	4 255	4 124	5 952
Прочие активы	8 750	7 293	7 899	7 989	9 073
Итого активы	115 879	106 997	109 439	98 961	91 192
Кредиторская задолженность	8 353	7 707	7 335	7 263	5 995
Обязательства по уплате налогов	2 623	2 649	2 501	2 802	2 271
Отложенные налоги на прибыль	4 478	4 313	4 724	3 651	2 790
Кредиты и займы	11 645	9 344	10 821	6 621	9 092
Прочие обязательства	7 191	5 334	5 203	4 436	3 578
Итого обязательства	34 290	29 347	30 584	24 773	23 726
Собственный капитал	81 589	77 650	78 855	74 188	67 466
Показатели Рентабельности, %					
ROAA	3,7	4,5	7,5	11,6	11,8
ROAE	5,1	6,2	10,2	15,5	16,3
Рентабельность по ЕБИТДА	12,8	13,3	11,8	13,6	13,9
Операционная рентабельность	7,5	9,4	7,7	10,2	10,3
Показатели Ликвидности					
Коэффициент текущей ликвидности	1,56x	1,77x	1,79x	1,95x	2,12x
Скорректированный чистый оборотный капитал	6 765	7 722	6 497	8 279	9 202
Коэффициент быстрой ликвидности	0,68x	0,93x	0,76x	0,95x	1,07x
Денежные средства/ Краткосрочные займы	92%	610%	155%	486%	162%
Показатели Кредитоспособности					
Краткосрочные кредиты и займы	2 774	570	1 338	658	1 792
Долгосрочные кредиты и займы	8 871	8 774	9 483	5 963	7 300
Долг/ЕБИТДА (LTM)	0,69x	0,48x	0,65x	0,35x	0,49x
Долг/Капитализация	0,29x	0,19x	0,23x	0,13x	0,22x
Чистый долг	9 094	5 867	8 746	3 421	6 182
Чистый долг/ЕБИТДА (LTM)	0,54x	0,30x	0,52x	0,18x	0,33x
Чистый долг/Капитализация	0,22x	0,12x	0,19x	0,07x	0,15x
ЕБИТДА/Процентные расходы	32,0x	41,9x	34,2x	35,2x	26,8x
Операционная прибыль/Процентные расходы	18,9x	29,5x	22,4x	26,5x	19,9x
Денежные потоки, \$ млн.					
Средства от операционной деятельности	7 562	7 678	16 449	18 997	15 514
Капитальные вложения	(7 133)	(6 760)	(14 957)	(11 647)	(8 249)
Свободный денежный поток	429	918	1 492	7 350	7 265
Дивиденды	(49)	(76)	(2 509)	(2 913)	(1 830)

Прайм Марк

123317, Россия, Москва, Пресненская наб. 10,
"Башня на набережной", блок С, 4 этаж
Тел/факс: +7(495)989-77-52

E-mail: info@prime-mark.com
Web: www.primemark.com

Аналитический департамент

Руководитель:

Ленар Хафизов
l.hafizov@prime-mark.com

Настоящий обзор преследует исключительно информационные цели. Информация и мнения, содержащиеся в настоящем аналитическом документе опубликованы исключительно в информационных целях и не могут рассматриваться как предложение купить или продать упомянутые в нем ценные бумаги и другие финансовые инструменты, а также не имеют целью побудить к совершению таких сделок.

Содержащаяся в настоящем документе информация и мнения основаны на данных, полученных из предположительно достоверных и добросовестных источников, однако Прайм Марк не дает никаких гарантий или поручительств, выраженных или косвенных, в отношении точности, полноты, актуальности или достоверности такой информации. Любые мнения или оценки, содержащиеся в Аналитических материалах, являются частным суждением специалистов компании.

Настоящий обзор не является рекламой или предложением ценных бумаг или услуг по доверительному управлению на рынке ценных бумаг в Российской Федерации или в любой другой юрисдикции.

Изложенная здесь информация не может восприниматься как предложение таких услуг, при этом ни настоящий обзор, ни какая-либо ее часть не представляют собой и не могут восприниматься как основание возникновения какого-либо договора или обязательства.