

КОМПАНИЯ ТЕСТИРУЕТ РЫНОК

Первичное размещение

Интересное предложение с потенциалом снижения доходностей.

В понедельник ЛУКОЙЛ начал роуд-шоу нового выпуска еврооблигаций без объявления его параметров. Скорее всего, объем выпуска будет индикативным и вряд ли существенно больше 1 млрд долл., так как сейчас компания не испытывает серьезной потребности в денежных средствах. Мы полагаем, что ЛУКОЙЛ захочет протестировать «длинный» конец своей кривой доходностей, чтобы сделать ее более репрезентативной, и предложит инвесторам бумаги сроком 8–10 лет. Последний раз эмитент выходил на рынок еврообондов в ноябре прошлого года с выпусками Lukoil'14 (900 млн долл.) и Lukoil'19 (600 млн долл.), которые разместил в рынок практически без премии. В обращении находятся еще два долларовых выпуска с погашением в 2017 и 2022 гг. Нынешнее предложение, по нашему мнению, будет самым интересным, если размещение пройдет по текущим уровням еврооблигаций ЛУКОЙЛа. Учитывая ориентацию компании на оптимизацию издержек и максимизацию денежного потока, мы ожидаем, что после публикации финансовой отчетности за III квартал опасения инвесторов в отношении возможного роста долговой нагрузки должны уменьшиться и рейтинговые агентства могут повысить свои прогнозы как минимум на одну ступень, что будет способствовать сужению спредов по еврооблигациям эмитента до нуля. Рекомендуем обратить внимание на длинные выпуски Lukoil'19 и '22, которые выиграют от сужения спредов больше других.

Премия по доходности к еврооблигациям Газпрома не оправдана. Исторически еврооблигации ЛУКОЙЛа торговались с небольшим дисконтом к бумагам Газпрома. К примеру, до июля текущего года премия Gazprom'19 к Lukoil'19 составляла в среднем около 20 б.п., а дисконт Lukoil'17 к чуть более длинному Gazprom'18 находился в районе 60 б.п. Однако прошедшая летом информация о том, что компания будет выкупать собственные акции у Сопосо, вызвала опасения, что долговая нагрузка ЛУКОЙЛа возрастет и кредитные рейтинги компании будут снижены. Поэтому сейчас еврообонды эмитента торгуются чуть выше сопоставимых по дюрации бумаг Газпрома.

Долговая нагрузка под контролем. Мы считаем, что влияние упомянутой сделки с Сопосо на кредитное качество ЛУКОЙЛа преувеличено. Наш подробный комментарий по полугодовой отчетности компании, опубликованный 1 сентября 2010 г., можно посмотреть здесь: www.cbonds.info/comments/download.php/params/id/47077.

С точки зрения долговой нагрузки заметного ухудшения с тех пор мы не видим. Согласно отчетности за I полугодия 2010 г. отношение чистого долга к EBITDA составляло у ЛУКОЙЛа 0,4. Если бы мы учитывали августовский синдицированный кредит на отчетную дату, то долговая нагрузка увеличилась бы несущественно – всего до 0,5.

Ключевые финансовые показатели

ОАО "ЛУКОЙЛ", US GAAP, млрд долл.

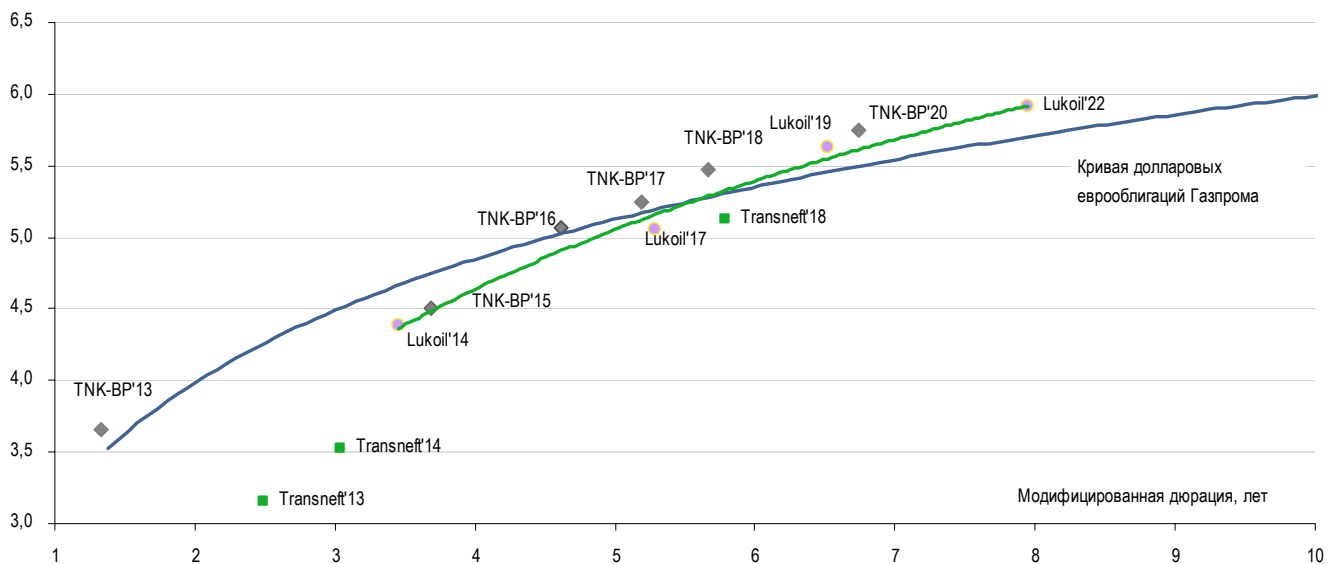
	2008	I п/г 2009	2009	I п/г 2010
Выручка	108	35	81	50
Операционная прибыль	14	5	10	5
ЕБИТДА	16	7	14	7
Проценты к уплате	(0)	(0)	(1)	(0)
Чистая прибыль	9	3	7	4
Основные средства	50	53	52	53
Фин вложения	3	6	6	6
Итого внеоб.е активы	56	63	61	63
Денежные средства	2	4	2	4
Дебиторская задолж-сть	5	7	6	7
Итого оборотн. активы	16	20	18	20
Собственный капитал	51	59	56	59
Долгосрочные займы	7	8	9	8
Итого долгоср. обяз-ства	10	12	13	12
Краткоср. займы	3	2	2	2
кредитор. задолж-сть	5	6	5	6
Итого краткоср. обяза-ва	11	11	10	11
Активы	71	82	79	82
Опер. Прибыль, %	13	13	12	11
ЕБИТДА, %	15	19	17	15
Чистая прибыль, %	9	10	9	8
Фин. Долг, в т.ч.:	10	10	11	10
краткосрочные займы	3	2	2	2
долгосрочные займы	7	8	9	8
Чистый долг	7,6	6,0	9,0	6,0
Краткоср. займы / ФД	0,3	0,2	0,2	0,2
Фин. Долг / ЕБИТДА	0,6	0,7	0,8	0,7
Чистый долг / ЕБИТДА	0,5	0,5	0,7	0,4
ЕБИТДА / Проценты	40,4	19,6	20,6	19,9
Текущая ликвидность	1,5	1,7	1,8	1,7
Собств. капитал / Активы	0,7	0,7	0,7	0,7

Источники: отчетность компании, оценка УРАЛСИБа

Страхи по поводу выкупа акций у ConocoPhillips необоснованно велики. В августе ЛУКОЙЛ закрыл сделку по выкупу у ConocoPhillips 7,6% собственных акций за 3,44 млрд долл. Мы считаем, что большая часть этой суммы была профинансирована из собственных средств российской компании, которая обладала внушительными запасами наличности – объем денежных средств на конец полугодия составил 3,7 млрд долл. Внешние заимствования после отчетной даты составили, по данным ЛУКОЙЛа, всего 1,5 млрд долл. и были осуществлены в августе в форме синдицированного кредита. Как мы уже писали (см. http://st.finam.ru/ipo/comments/_100927_FI_Daily.pdf), ЛУКОЙЛ и группа инвесторов с помощью банка UniCredit выкупили в сентябре за 2,38 млрд. долл. всего 4,99% акций из доступных 11,6%. Вчера появилась более подробная информация по исполнению этой части опциона. Банк выпустил ноты под эти акции, из которых около 2,057% приобрела сама компания, потратив на это примерно 1 млрд долл. Как мы понимаем на эти цели как раз и был использован августовский кредит. На оставшийся пакет в размере 2,939% банк предоставил эмитенту опцион, предусматривающий возможность выкупа до октября 2011 г. Таким образом, ЛУКОЙЛу не придется единовременно привлекать дополнительное финансирование, а на оставшийся пакет компания сможет накопить сама. Учитывая большие возможности по генерации денежного потока у компании, дополнительные расходы, по нашему мнению, не сильно повлияют на ее кредитное качество.

Неоправданная премия к Газпрому

Доходности облигаций (по состоянию на 22 октября 2010 года)



Источники: ММВБ, Cbonds.info

Департамент по операциям с долговыми инструментами

Исполнительный директор, руководитель департамента

Борис Гинзбург, ginzburgbi@uralsib.ru

Управление продаж и торговли

Руководитель управления

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, feltsmand@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

Управление по рынкам долгового капитала

Корпоративные выпуски

Артемий Самойлов, samojlova@uralsib.ru
Виктор Орехов, ore_vv@uralsib.ru
Дарья Союшкина, sonyushkinada@uralsib.ru
Алексей Чекушин, chekushinay@uralsib.ru

Региональные выпуски

Кирилл Иванов, ivanovkv@uralsib.ru
Александр Маргеев, margeevas@uralsib.ru

Сопровождение проектов

Гюзель Тимошкина, tim_gg@uralsib.ru
Галина Гудыма, gud_gi@uralsib.ru
Наталья Грищенко, grischenkovane@uralsib.ru
Антон Кулаков, kulakovak@uralsib.ru

Аналитическое управление

Руководитель управления

Константин Чернышев, che_kb@uralsib.ru

Дирекция анализа долговых инструментов

Руководитель Дмитрий Дудкин, dudkindi@uralsib.ru

Заместитель руководителя управления

Вячеслав Смольянинов, smolyaninovv@uralsib.ru

Долговые обязательства

Дмитрий Дудкин, dudkindi@uralsib.ru
Надежда Мырсыкова, myrsikovanv@uralsib.ru
Мария Радченко, radchenkomg@uralsib.ru
Ольга Стерина, sterinaoa@uralsib.ru
Юрий Голбан, golbanyv@uralsib.ru

Стратегия/Политика

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

Макроэкономика

Алексей Девятов, devyatovae@uralsib.ru
Наталья Майорова, mai_ng@uralsib.ru
Ольга Стерина, sterinaoa@uralsib.ru

Банки

Леонид Слипченко, slipchenkola@uralsib.ru
Наталья Майорова, mai_ng@uralsib.ru
Наталья Березина, berezinana@uralsib.ru

Анализ рыночных данных

Вячеслав Смольянинов, smolyaninovv@uralsib.ru
Василий Дегтярев, degtyarevm@uralsib.ru
Дмитрий Пуш, pushsds@uralsib.ru

Английский язык

Джон Уолш, walshj@uralsib.ru,
Тимоти Халл, hallt@uralsib.ru
Пол Де Витт, dewittpd@uralsib.ru
Хиссам Латиф, latifh@uralsib.ru

Дизайн

Ангелина Шабаринова, shabarinovav@uralsib.ru

Редактирование/Перевод

Нефть и газ

Алексей Кокин, kokinav@uralsib.ru
Юлия Новиченкова, novichenkova@uralsib.ru
Ирина Булкина, bulkinaiv@uralsib.ru

Электроэнергетика

Матвей Тайц, tai_ma@uralsib.ru
Александр Селезнев, seleznevae@uralsib.ru

Металлургия/Горнодобывающая промышленность

Дмитрий Смолин, smolindv@uralsib.ru
Николай Сосновский, sosnovskyno@uralsib.ru

Телекоммуникации/Медиа/ Информационные технологии

Константин Чернышев, che_kb@uralsib.ru
Константин Белов, belovka@uralsib.ru

Минеральные удобрения/ Машиностроение/Транспорт

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

Потребительский сектор/Недвижимость

Тигран Оганесян, hovhannisyan@uralsib.ru
Александр Шелестович, shelestoviav@uralsib.ru

Русский язык

Андрей Пятигорский, pya_ae@uralsib.ru
Евгений Гринкрюг, grinkruges@uralsib.ru
Ольга Симкина, sim_oa@uralsib.ru
Даниил Хавронюк, khavronyukdo@uralsib.ru
Полина Воробьева, vorobievapa@uralsib.ru
Екатерина Трофилеева, trofileevaeg@uralsib.ru

Настоящий бюллетень предназначен исключительно для информационных целей. Ни при каких обстоятельствах он не должен использоваться или рассматриваться как oferta или предложение делать oferty. Несмотря на то что данный материал 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