

## НЕЙТРАЛЬНАЯ ОТЧЕТНОСТЬ, ДЛИННЫЕ ЕВРООБЛИГАЦИИ ПРИВЛЕКАТЕЛЬНЫ

### Отчетность за IV квартал и весь 2010 г. по US GAAP

**Рост показателей по всем фронтам.** Вчера компания представила в целом нейтральные операционные и финансовые результаты за 2010 г. Выручка компании по итогам прошлого года увеличилась на 29% до 105 млрд долл., а EBITDA выросла на 14% до 16 млрд долл., из-за чего рентабельность снизилась с 17% в 2009 г. до 15% в прошлом. Долговая нагрузка находится под контролем – ввиду уменьшения объема долга на 6% до 11 млрд долл. отношение Долг/EBITDA снизилось с 0,8 на конец 2009 г. до 0,7 на конец 2010 г. Компания продолжает генерировать стабильно высокий свободный денежный поток – около 7 млрд долл., по сравнению с 2 млрд долл. в 2009 г. Чистая прибыль по итогам года выросла на 29% до 9 млрд долл.

**Увеличение выручки было достигнуто за счет интенсивного роста цен на нефть** (около 28%) и нефтепродукты (около 27%). Об этом убедительно свидетельствует тот факт, что добыча нефти по итогам 2010 г. снизилась на 1,7% до 96 млн т, а продажи увеличились на 32% до 27 млрд долл. На продажу идет примерно 54% добываемой нефти, из них около 90% поставляется на экспорт. Остальное ЛУКОЙЛ перерабатывает на собственных НПЗ в России и за границей, причем совокупные перерабатывающие мощности НПЗ превышают объем собственных поставок на НПЗ, и компания в достаточно больших количествах закупает недостающую нефть у третьих лиц. Производство нефтепродуктов в отчетном периоде увеличилось на 5,5% до 63 млн т, – могло бы возрасти и больше, но в конце года на реконструкцию закрылся Одесский НПЗ. В структуре выручки ЛУКОЙЛа традиционно преобладают продажи нефтепродуктов с долей, равной 68%, причем на долю экспорта нефтепродуктов приходится 55% совокупной выручки. Высокая доля нефтепродуктов в экспорте может отрицательно сказаться на рентабельности компании после изменения налоговой нагрузки на экспорт по схеме 60/66.

**Рентабельность под давлением.** Из-за резкого роста цен на нефть существенно увеличился объем начисленных налогов (что, впрочем, относится к отрасли в целом) – на 43% до 27,9 млрд долл. По той же причине опережающими темпами росли и расходы на закупку нефти и нефтепродуктов (+36% до 43,6 млрд долл.), которые компания закупает в больших объемах. Например, продажи нефтепродуктов в натуральном выражении в 1,6 раза превышают объем их собственного производства. В то же время операционные и коммерческие расходы достаточно жестко контролировались и увеличились лишь на 12% и 8% соответственно. На этом фоне EBITDA за 2010 г. выросла лишь на 14% до 16 млрд долл. Чистая прибыль за год повысилась на 29% до 9,1 млрд долл.

**Стабильно высокий свободный денежный поток.** Высокие цены на нефть и достаточно консервативный подход к инвестициям (рост капвложений всего на 1,7% до 6,6 млрд долл.) позволили компании получить по итогам прошлого года один из самых высоких за последнее время показателей свободного денежного потока – около 7 млрд долл. Однако почти все эти средства были в итоге направлены на выкуп собственных акций у ConocoPhillips на сумму 3,7 млрд долл., а также выплату дивидендов на 1,5 млрд долл. В текущем году капвложения могут составить порядка 8 млрд долл. (8,5 млрд в 2012 г.), что на 20% превышает уровень 2010 г. Большую часть средств предполагается инвестировать в проекты по замедлению падения добычи на западносибирских месторождениях, а также на разработку месторождений в Ираке (Западная Курна-2) и Западной Африке. Кроме того, руководство компании объявило, что намерено постепенно увеличивать выплату дивидендов. По нашим расчетам, это не должно существенно ухудшить финансовое состояние компании при условии сохранения высоких цен на нефть и отсутствия крупных приобретений.

**Долговая нагрузка под контролем.** На конец 2010 г. долг компании остался практически на прежнем уровне – около 11,2 млрд долл. Из значимых событий следует отметить привлечение в III квартале прошлого года синдицированного кредита на сумму 1 млрд долл., который был рефинансирован путем выпуска еврооблигаций на 1 млрд долл. с погашением в 2020 г. Помимо этого, в декабре компания разместила конвертируемые пятилетние евробонды на 1,5 млрд долл. На этом фоне отношение Долг/EBITDA снизилось с 0,8 на конец 2009 г. до 0,7 в 2010 г. Чистый долг за прошлый год снизился на 2,5% до 8,8 млрд долл., что связано с увеличением денежных средств на балансе компании до 2,4 млрд долл. Это позволило снизить отношение Чистый долг/EBITDA до 0,5 с 0,6 в конце 2009 г. Структура долга также не вызывает опасений и достаточно стабильна – доля краткосрочных обязательств составляет порядка 19% от общего долга.

**Потенциал роста сохраняется.** Нам представляются наиболее привлекательными длинными еврооблигации Лукойла Lukoil'19 и '22, торгующиеся существенно выше кривой еврооблигаций Газпрома, в то время как более короткие выпуски компании предлагают меньшую премию к бумагам газовой монополии. Мы считаем, что потенциал роста двух этих выпусков все еще высокий.

**Рост выручки при снижении рентабельности, долговая нагрузка стабильно невысокая**

Ключевые финансовые показатели Лукойла US GAAP за IV квартал и 2010 г., млрд долл.

	IV кв. 09	2009	III кв. 10	IV кв. 10	2010	IV кв.10/ III кв. 10, %	IV кв.10/ IV кв.09, %	2010/ 2009
Выручка	24	81	27	29	105	8	18	29
ЕБИТДА	4	14	4	4	16	5	20	14
Чистая прибыль	2	7	3	2	9	(23)	33	29
ЕБИТДА, %	15	17	16	15	15			
Чистая прибыль, %	7	9	11	8	9			
Операционный ден. поток	2 810	8 883	5 373	1 909	13 541	(64)	(32)	52
Капитальные инвестиции	(1 852)	(6 483)	(1 536)	(1 940)	(6 596)	26	5	2
Основные средства		52			55			5
Денежные средства		2			2			4
Долгосрочные займы		9			9			(2)
Краткосрочные займы		2			2			3
Кредиторская задолженность		5			6			14
Собственный капитал		56			60			6
Активы		79			84			6
Фин. долг, в т.ч.:		11			11			(1)
краткосрочные займы		2			2			3
долгосрочные займы		9			9			(2)
Чистый долг		9			9			(2)
Краткосрочные займы / ФД		0,2			0,2			
Фин. долг / ЕБИТДА		0,8			0,7			
Чистый долг / ЕБИТДА		0,6			0,5			
ЕБИТДА / Проценты к уплате	23	21	26	25	23			
Собственный капитал / Активы		0,7			0,7			

Источники: данные компании, оценка УРАЛСИБа

## 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  
Екатерина Кочемазова, kochemazovaea@uralsib.ru  
Дмитрий Попов, popovdv@uralsib.ru  
Алексей Соколов, sokolovav@uralsib.ru  
Дэниэл Фельцман, feltsmad@uralsib.ru

#### Управление торговли

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

#### Корпоративные выпуски

Артемий Самойлов, samojlova@uralsib.ru  
Виктор Орехов, ore\_vv@uralsib.ru  
Дарья Сонюшкина, sonyushkinada@uralsib.ru  
Алексей Чекушин, chekushinay@uralsib.ru

#### Управление по рынкам долгового капитала

#### Сопровождение проектов

Гюзель Тимошкина, tim\_gg@uralsib.ru  
Галина Гудыма, gud\_gi@uralsib.ru  
Наталья Грищенко, grischenkovan@uralsib.ru  
Антон Кулаков, kulakovak@uralsib.ru

#### Региональные выпуски

Кирилл Иванов, ivanovkv@uralsib.ru  
Александр Маргеев, margeevas@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 Мырסיкова, myrsikovav@uralsib.ru  
Мария Радченко, radchenkomg@uralsib.ru  
Ольга Стерина, sterinaoa@uralsib.ru  
Юрий Голбан, golbanyv@uralsib.ru

#### Нефть и газ

Алексей Кокин, kokinav@uralsib.ru  
Юлия Новиченкова, novichenkova@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

#### Металлургия/Горнодобывающая промышленность

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

#### Макроэкономика

Алексей Девятов, devyatovae@uralsib.ru  
Наталья Майорова, mai\_ng@uralsib.ru  
Ольга Стерина, sterinaoa@uralsib.ru

#### Телекоммуникации/Медиа/ Информационные технологии

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

#### Банки

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

#### Минеральные удобрения/ Машиностроение/Транспорт

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

#### Анализ рыночных данных

Вячеслав Смольянинов, smolyaninovv@uralsib.ru  
Василий Дегтярев, degtyarevvm@uralsib.ru  
Дмитрий Пуш, pushds@uralsib.ru  
Максим Недовесов, nedovesovmv@uralsib.ru

#### Потребительский сектор/Недвижимость

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

#### Редактирование/Перевод

#### Английский язык

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

#### Русский язык

Андрей Пятигорский, pya\_ae@uralsib.ru  
Евгений Гринкрюг, grinkrug@uralsib.ru  
Ольга Симкина, sim\_oa@uralsib.ru  
Анна Разинцева, razintsevaav@uralsib.ru  
Степан Чургов, chugrovss@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 oferta или предложение делать oferty. 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 2011