

ВОССТАНОВЛЕНИЕ РЕНТАБЕЛЬНОСТИ И РОСТ СВОБОДНОГО ДЕНЕЖНОГО ПОТОКА

Финансовые результаты за 3 кв. и 9 мес. 2012 г. по US GAAP

Стабилизация объемов добычи и продажа нефтепродуктов из запаса способствовали росту показателей.

Вчера ЛУКОЙЛ опубликовал финансовые результаты за 3 кв. 2012 г., которые оказались достаточно сильными благодаря улучшению операционных показателей, а также сохранению выгодной макроэкономической конъюнктуры. Консолидированная выручка компании за отчетный период увеличилась на 10% квартал к кварталу и на 3% год к году до 35,5 млрд долл. Росту доходов способствовало увеличение производства высококачественного бензина на российских предприятиях компании (+7% квартал к кварталу), равно как и рост суммарных продаж нефтепродуктов в России (на 14% квартал к кварталу в натуральном выражении). Выпуск нефти и нефтепродуктов был увеличен относительно предыдущего квартала на 1,9% и на 3,5% соответственно. Похоже также, что ЛУКОЙЛ продал часть нефтепродуктов из запасов, созданных во 2 кв. зарубежными подразделениями, поскольку объем продаж компании за рубежом подскочил на 10%. При этом налоги на нефть, из которой были получены эти нефтепродукты были частично уплачены в предыдущие отчетные периоды. Кроме того, компании удалось стабилизировать объемы добычи в России

Повышение рентабельности на фоне роста цен нетбэк. В 3 кв. 2012 г. для ЛУКОЙЛа сложились крайне благоприятные внешние условия, впрочем, как и для других российских нефтяных компаний, отчитавшихся ранее (Роснефть, Башнефть). Так, цена на нефти Urals выросла на 2% квартал к кварталу, а экспортные пошлины стали ниже на 17% в результате эффекта отставания пошлин от нефтяных цен. Это способствовало увеличению показателя EBITDA за июль–сентябрь на 10% до 5,4 млрд долл. и росту операционной рентабельности до 15,3% с 11% кварталом ранее.

Значительный свободный денежный поток позвонил снизить долговую нагрузку... В 3 кв. 2012 г. компания сформировала значительный свободный денежный поток в размере 3,1 млрд долл. против 0,2 млрд долл. кварталом ранее, чему во многом способствовало снижение рабочего капитала, тогда как капитальные затраты остались на прежнем уровне (2,7 млрд долл. против 2,9 во 2 кв. 2012 г.). Это позволило ЛУКОЙЛу снизить чистый долг за июль–сентябрь на 2,4 млрд долл. и сократить объем совокупного долга до 6,5 млрд долл., что соответствует 0,4 EBITDA в годовом выражении. В то же время часть новых средств была направлена на выплату дивидендов (1,7 млрд долл.), что несколько ослабило ликвидную позицию компании, которая, впрочем, по-прежнему комфортная (2,4% совокупных активов, или 2,4 млрд долл.) и с лихвой покрывает потребности в погашении краткосрочных обязательств (13% совокупного портфеля, или 821 млн долл.).

...однако заявленные потребности в инвестициях потребуют привлечения нового долга. Напомним, что согласно обновленной стратегии развития ЛУКОЙЛа инвестпрограмма на 2012–2017 г. предусматривает капзатраты на уровне 14–17 млрд долл. в год. Значительная часть инвестиций будет направляться в добывающие проекты для восстановления среднегодовых темпов роста добычи. Пик расходов придется на 2013–2015 гг., что вкупе с изменениями в дивидендной политике (планируется увеличение дивидендов не менее чем на 15% год к году) будет негативно сказываться на свободном денежном потоке, который, согласно нашим ожиданиям, будет формировать на уровне инвестиционных расходов. Это приведет к необходимости новых займов, но при этом долговая нагрузка компании, согласно нашей оценке, останется на консервативном уровне, в особенности в сравнении с конкурентами.

Мы отдаем предпочтение бумагам ТНК-ВР. Отчетность подтвердила высокое кредитное качество ЛУКОЙЛа. Дальнейшее восстановление добычи позволит компании показывать сильные результаты, однако, принимая во внимание планы по расширению инвестпрограммы и повышению дивидендной доходности, в краткосрочной перспективе мы не исключаем некоторого роста долговой нагрузки. В последнее время на внешнем рынке бумаги ЛУКОЙЛа демонстриро-

Обращающиеся выпуски

LUKOIL (Bloomberg)				
Выпуск	Объем, млн	Купон, %	Опц./Пог.	Доходн., %
Лукойл '14	900 \$	6,38	5 ноя 14	2,02
Лукойл '17	500 \$	6,36	7 июн 17	3,19
Лукойл '19	600 \$	7,25	5 ноя 19	3,94
Лукойл '20	1 000 \$	6,13	9 ноя 20	4,18
Лукойл '22	500 \$	6,66	7 июн 22	4,07
Лукойл БО-6	5 000 R	9,20	13 дек 12	5,67
Лукойл БО-7	5 000 R	9,20	13 дек 12	
Лукойл-4	6 000 R	7,40	5 дек 13	7,42

Источники: ММВБ, Bloomberg, оценка УРАЛСИБа

вали опережающую динамику. Мы считаем, что облигации эмитента должны торговаться выше, чем выпуски ТНК-ВР и Газпрома. На сегодняшний же день среднесрочные выпуски TMENRU'15 (YTM 2,57%) и 17 (YTM 3,41%) предлагают премию 20–30 б.п. к ЛУКОЙЛу, тогда как, по нашему мнению, должны находится ниже, о чем говорит и динамика прошлых лет. Остающиеся в обращении локальные выпуски компании низколиквидны и не представляют интереса.

Рост рентабельности на фоне снижения экспортных пошлин и сохранение консервативной долговой политики

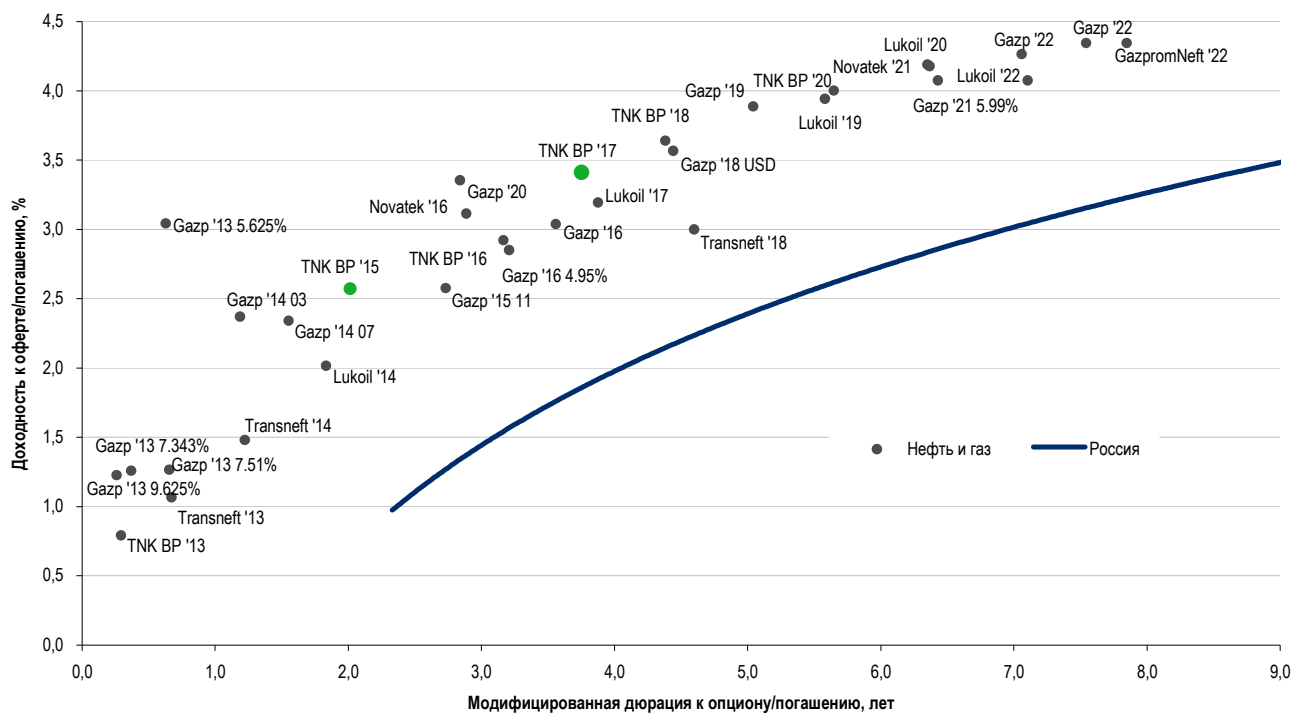
Ключевые финансовые показатели ЛУКОЙЛа, US GAAP, млрд долл.

	2 кв. 11	1 п/г 11	3 кв. 11	9 мес. 11	2011	1 кв. 12	2 кв. 12	1 п/г 12	3 кв. 12	9 мес. 12	2012 П
Выручка	34,9	64,5	34,6	99,1	133,7	35,3	32,4	67,7	35,5	103,2	134,2
ЕБИТДА	5,3	10,2	5,1	15,3	19,3	5,1	3,6	8,7	5,4	14,2	18,0
Чистая прибыль	3,2	6,6	2,4	9,0	9,8	3,7	1,1	4,8	3,5	8,2	10,6
Рентабельность по ЕБИТДА, %	15,1	15,8	14,8	15,5	14,4	14,6	11,0	12,9	15,3	13,8	13,4
Чистая рентабельность, %	9,2	10,3	6,9	9,1	7,4	10,4	3,4	7,0	9,8	8,0	7,9
Операционный ден. поток	4,6	8,3	5,0	13,3	15,5	3,9	3,2	7,0	5,8	12,8	13,8
Капитальные инвестиции	(1,9)	(3,6)	(2,0)	(5,6)	(8,5)	(2,4)	(2,9)	(5,3)	(2,7)	(8,1)	(14,0)
Свободный денежный поток	2,7	4,7	3,0	7,7	7,0	1,5	0,2	1,7	3,1	4,8	(0,2)
Основные средства		55,8		56,4	56,8	58,1		59,7		63,9	
Денежные средства		4,1		4,4	2,8	4,1		3,4		2,4	2,6
Дебиторская задолженность		9,2		9,1	8,9	10,4		9,1		9,5	
Кредиторская задолженность		6,1		6,3	6,0	5,5		5,5		6,8	
Собственный капитал		64,6		66,3	67,5	71,0		67,9		72,9	77,8
Активы		92,0		91,3	91,2	95,7		92,9		96,7	102,7
Долг, в т.ч.:		10,7		9,7	9,1	9,4		8,9		6,5	8,0
краткосрочные займы		1,6		1,9	1,8	2,0		1,8		0,8	
долгосрочные займы		9,1		7,8	7,3	7,4		7,1		5,7	
Чистый долг		6,6		5,3	6,3	5,3		5,4		4,1	
Доля краткосрочного долга, %		14,7		19,6	19,7	21,3		20,3		12,7	
Долг / ЕБИТДА		0,6		0,5	0,5	0,5		0,5		0,4	0,4
Чистый долг / ЕБИТДА		0,3		0,3	0,3	0,3		0,3		0,2	0,3
ЕБИТДА / Проценты к уплате		29,2		28,8	27,8	32,0		27,2		33,1	
Собственный капитал / Активы		0,7		0,7	0,7	0,7		0,7		0,8	

Источники: данные компании, оценка УРАЛСИБа

Среднесрочным выпускам ЛУКОЙЛа мы предпочитаем бумаги ТНК-ВР

Доходности еврооблигаций нефтегазового сектора, по состоянию на 27.11.2012 г.



Источники: Bloomberg, оценка УРАЛСИБа

Основные финансовые показатели компаний нефтегазового сектора

Сравнение эмитентов по секторам

	Рейтинг (S&P/M/F)	Выручка, млн долл.	ЕБИТДА, млн долл.	ЕБИТДА, %	Капзатраты, млн долл.	ОДП / Капзатраты	Долг, млн долл.	Долг / ЕБИТДА	Чистый Долг / ЕБИТДА	Коефф. тек. ликв.	Капитал / Активы	
2011	Газпром	BBB/Baa1/BBB	157 752	65 726	41,7	52 836	1,1	47 837	0,7	0,5	1,7	0,7
	Газпром нефть	BBB-/Baa3/-	44 172	8 942	20,2	4 029	1,5	6 697	0,7	0,6	2,1	0,7
	Роснефть	BBB-/Baa1/BBB	91 975	21 876	23,8	13 246	1,2	22 793	1,1	0,6	2,0	0,6
	ЛУКОЙЛ	BBB-/Baa2/BBB-	133 650	19 291	14,4	8 492	1,8	9 092	0,5	0,3	2,1	0,7
	ТНК-BP	BBB-/Baa2/BBB-	60 199	14 086	23,4	4 694	2,2	8 047	0,6	0,5	1,4	0,6
	Транснефть	BBB/Baa1/-	22 802	9 906	43,4	7 128	0,8	18 801	1,9	1,4	2,5	0,5
	НОВАТЭК	BBB-/Baa3/BBB-	5 990	2 905	48,5	861	2,8	2 966	1,0	0,8	1,2	0,6
	Alliance Oil	B+/-/B	3 083	688	22,3	1 025	0,5	1 621	2,4	2,1	1,8	0,5
	Татнефть	WR/BA2/BB	20 952	3 504	16,7	1 910	1,5	3 184	0,9	0,8	1,6	0,6
	Башнефть	-/Ba2/-	16 549	3 231	19,5	851	2,6	3 385	1,0	0,8	2,0	0,5
	Развитые страны											
	Chevron		236 286	51 210	21,7	26 500	1,6	10 152	0,2	0,1	1,6	0,6
	СолосоPhillips		230 859	26 270	11,4	13 266	1,5	22 623	0,9	0,6	1,1	0,4
ExxonMobil		433 526	69 687	16,1	30 975	1,8	17 033	0,2	0,1	0,9	0,5	
Развивающиеся страны												
CNOOC		37 285	18 422	49,4	8 148	2,2	6 030	0,3	0,5	1,9	0,7	
MOL		26 734	3 012	11,3	1 132	1,5	4 870	1,6	1,4	1,2	0,4	
Petrobras		146 294	36 896	25,2	40 627	0,8	83 483	2,3	1,6	1,8	0,6	
1 кв. 12	Газпром	BBB/Baa1/BBB	40 792	12 621	30,9	13 023	1,5	48 003	0,8	0,4	1,7	0,7
	Газпром нефть	BBB-/Baa3/-	11 474	2 037	17,8	1 009	2,1	7 376	0,8	0,6	1,9	0,7
	ЛУКОЙЛ	BBB-/Baa2/BBB-	35 261	5 146	14,6	2 421	1,6	9 398	0,5	1,5	2,3	0,7
	ТНК-BP		16 089	3 635	22,6	1 432	2,4	7 365	0,5	0,5	1,2	0,5
	НОВАТЭК	BBB-/Baa3/BBB-	1 811	841	46,5	250	3,2	2 582	0,9	0,6	1,4	0,7
	Alliance Oil		815	218	26,7	151	1,0	1 689	2,3	2,0	1,7	0,5
	Башнефть		3 923	824	21,0	162	1,1	4 444	1,3	1,2	2,3	0,4
	Татнефть	WR/BA2/BB	5 030	1 233	24,5	306	4,1	2 934	0,8	0,6	1,9	0,7
1 пр 12	Газпром нефть	BBB-/Baa3/-	23 690	4 052	17,1	2 037	1,9	6 640	0,8	0,5	1,9	0,6
	Роснефть	BBB-/Baa1/BBB	47 960	8 310	17,3	7 819	0,9	25 139	1,4	1,0	1,7	0,6
	ЛУКОЙЛ	BBB-/Baa2/BBB-	67 858	8 716	12,8	5 327	1,3	8 855	0,5	0,3	1,9	0,7
	ТНК-BP	BBB-/Baa2/BBB-	30 300	5 877	19,4	2 661	2,5	7 200	0,6	0,4	1,3	0,6
	Транснефть	BBB/Baa1/-	11 820	5 600	47,4	2 790	1,0	17 387	1,8	1,6	3,6	0,6
	НОВАТЭК	BBB-/Baa3/BBB-	3 256	1 460	44,8	647	1,7	2 854	1,1	0,9	1,3	0,7
	Alliance Oil	B+/-/B	1 632	351	21,5	326	0,6	1 748	2,3	2,1	1,5	0,5
	Башнефть	-/Ba2/BB	8 005	1 587	19,8	436	2,7	3 930	1,2	1,1	1,8	0,5
Татнефть												
9 мес 12	Газпром нефть	BBB-/Baa3/-	31 741	8 520	26,8	3 688	1,6	7 526	0,7	0,5	1,8	0,7
	Роснефть	BBB-/Baa1/BBB	78 908	15 482	19,6	11 968	1,1	27 733	1,5	1,1	1,5	0,6
	ЛУКОЙЛ	BBB-/Baa2/BBB-	103 152	14 249	13,8	8 061	1,6	6 489	0,4	0,2	1,0	0,8
	ТНК-BP	BBB-/Baa2/BBB-	46 100	10 500	22,8	4 000	2,4	8 300	0,6	-	-	-
	НОВАТЭК	BBB-/Baa3/BBB-	5 075	2 329	45,9	1 042	1,8	2 731	0,9	0,7	1,2	0,7
	Alliance Oil	B+/-/B	2 537	565	22,3	511	0,8	1 950	2,4	2,1	1,5	0,5
	Башнефть	-/Ba2/BB	12 627	2 549	20,2	1 817	2,9	4 130	1,3	1,1	2,0	0,5
2012П	Газпром		158 271	54 540	34,5	40 719	1,2	60 000	1,1	0,8	2,2	0,7
	Газпром нефть		45 325	8 768	19,3	5 387	1,3	6 697	0,8	0,6	1,1	0,7
	Роснефть		94 173	20 488	21,8	16 000	1,1	40 593	2,0	1,6	2,1	0,7
	ЛУКОЙЛ		134 435	18 009	13,4	14 050	1,0	8 000	0,4	0,3	2,0	0,8
	ТНК-BP		56 111	13 363	23,8	4 378	2,3	8 758	0,7	0,4	1,5	0,5
	Транснефть		20 968	10 515	50,1	7 914	1,0	20 292	1,9	1,4	2,8	0,6
	Новатэк		7 256	3 321	45,8	718	4,0	2 583	0,8	0,5	1,1	0,7
	Alliance Oil		2 867	707	24,6	961	0,5	2 163	3,1	2,9	1,7	0,5
	Татнефть		21 893	3 676	16,8	2 117	1,5	4 789	1,3	0,9	2,2	0,6
	Башнефть		16 798	3 099	18,4	960	2,4	3 492	1,1	0,6	1,9	0,4

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

Анна Карпова, karpovaam@uralsib.ru

Екатерина Кочемазова, kochemazovaea@uralsib.ru

Дмитрий Попов, popovdv@uralsib.ru

Алексей Соколов, sokolovav@uralsib.ru

Яна Шнайдер, shnayderyi@uralsib.ru

Управление по рынкам долгового капитала

Корпоративные выпуски

Артемий Самойлов, samojlova@uralsib.ru

Алексей Чекушин, chekushinay@uralsib.ru

Александр Сазонов, sazonoval@uralsib.ru

Алексей Смирнов, smirnovak@uralsib.ru

Региональные выпуски

Александр Маргеев, margeevas@uralsib.ru

Сопровождение проектов

Гюзель Тимошкина, tim_gg@uralsib.ru

Галина Гудыма, gud_gi@uralsib.ru

Наталья Грищенко, grischenkovane@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 Боженко, bozhenkonv@uralsib.ru

Ольга Стерина, sterinaoa@uralsib.ru

Антон Табах, tabakhav@uralsib.ru

Андрей Кулаков, kulakovan@uralsib.ru

Татьяна Днепровская, dneprovskata@uralsib.ru

Стратегия

Вячеслав Смольянинов, smolyaninovv@uralsib.ru

Макроэкономика

Алексей Девятков, devyatovae@uralsib.ru

Ольга Стерина, sterinaoa@uralsib.ru

Банки

Наталья Березина, berezinana@uralsib.ru

Анализ рыночных данных

Вячеслав Смольянинов, smolyaninovv@uralsib.ru

Дмитрий Пуш, pushds@uralsib.ru

Максим Недовесов, nedovesovmv@uralsib.ru

Нефть и газ

Алексей Кокин, kokinav@uralsib.ru

Станислав Кондратьев, kondratievsd@uralsib.ru

Электроэнергетика

Матвей Тайц, tai_ma@uralsib.ru

Металлургия/Горнодобывающая промышленность

Валентина Богомолова, bogomolovava@uralsib.ru

Телекоммуникации/Медиа/ИТ

Константин Чернышев, che_kb@uralsib.ru

Константин Белов, belovka@uralsib.ru

Минеральные удобрения/

Машиностроение/Транспорт

Денис Ворчик, vorchikdb@uralsib.ru

Артем Егоренков, egorenkovag@uralsib.ru

Потребительский сектор/ Недвижимость

Марат Ибрагимов, ibragimovmy@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

Дизайн

Ангелина Фриденберг, fridenbergav@uralsib.ru

Русский язык

Андрей Пятигорский, pya_ae@uralsib.ru

Ольга Симкина, sim_oa@uralsib.ru

Степан Чугров, chugrovss@uralsib.ru

Алексей Смородин, smorodinay@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 2012