

# ЛУКОЙЛ: Сильные результаты ИП10 по US GAAP

Российский рынок облигаций  
01 сентября 2010 г.

Выводы

Опубликованный накануне финансовый отчет ЛУКОЙЛа (ВВВ-/Ваа2/ВВВ-) за II квартал 2010 г по стандартам US GAAP в очередной раз продемонстрировал высокое кредитное качество эмитента. Мы продолжаем считать кредитный профиль ЛУКОЙЛа сильным с фундаментальной точки зрения, и отмечаем взвешенную финансовую политику, проводимую менеджментом компании.

Руководство ЛУКОЙЛа подтвердило свои намерения не реализовывать опцион по выкупу 11,61% собственных акций компании у ConocoPhillips за \$5,5 млрд, что уменьшает вероятность временного ухудшения кредитного профиля эмитента и снижения его кредитных рейтингов. Ранее в ожидании сделки с ConocoPhillips еврооблигации ЛУКОЙЛа заметно подешевели, теперь же увеличение в них позиций представляется нам целесообразным. Наиболее перепроданными с точки зрения Z-спрэдов сейчас выглядят выпуски LUKOIL'19 и LUKOIL'22.

Инвестиционный анализ

**Высокие денежные потоки позволяют сокращать долг.** Во II квартале ЛУКОЙЛ получил операционный денежный поток в размере \$3,5 млрд (+24% к показателю 1Кв10), а свободный денежный поток компании за I полугодие 2010 года составил внушительные \$3,1 млрд. Высокие денежные потоки позволили эмитенту сократить общий долг на 12% за период II квартала (до \$9,8 млрд) и увеличить денежную позицию на 14,5% (до \$3,7 млрд) при краткосрочном долге в \$1,7 млрд. Отношение Чистый долг/ЕБИТДА ЛУКОЙЛа на отчетную дату снизилось до 0,4х с 0,5х по состоянию на конец I квартала 2010 года.

**Риски ухудшения кредитного профиля ЛУКОЙЛа из-за сделок с ConocoPhillips снизились.** Наиболее важные события для долговых инвесторов происходили уже после отчетной даты. В августе ЛУКОЙЛ выкупил 7,6% собственных акций у ConocoPhillips за \$3,4 млрд. В этих целях компания привлекла синдицированный кредит в объеме \$1,5 млрд. У ЛУКОЙЛа существует опцион на выкуп оставшейся части пакета (11,61% акций), реализация которого оценивается в \$5,5 млрд (срок исполнения опциона – до 26 сентября). Согласно комментариям менеджмента ЛУКОЙЛа, сделанным в ходе вчерашней конференции, компания не будет полностью реализовывать опцион и, как заявил вице-президент компании Леонид Федун, «серьезные деньги на дальнейший выкуп акций потрачены не будут». Даже если бы ЛУКОЙЛ реализовал опцион за счет привлечения нового финансирования, мы считаем, что негативный эффект от транзакции на кредитный профиль эмитента был бы временным и не ставил бы под серьезную угрозу его кредитные рейтинги. Впрочем, S&P стало единственным из трех рейтинговых агентств, которое «подстраховалось», поместив рейтинг ЛУКОЙЛа в список Rating Watch с прогнозом «негативный».

**Рекомендуем увеличивать позиции в еврооблигациях ЛУКОЙЛа.** На фоне новостного потока о выкупе ЛУКОЙЛом собственных акций у ConocoPhillips и сопряженных с этим для компании затрат, спрэды еврооблигаций ЛУКОЙЛа к кривой доходности Газпрома расширились до 50 – 70 б.п., в то время как исторически спрэды были преимущественно отрицательными (см. Илл.2). В настоящее время спрэды уже несколько сузились (до 20 – 25 б.п.) и в целом, мы считаем эти уровни справедливыми с учетом кредитных рисков двух эмитентов. Тем не менее, учитывая меньший объем предложения бумаг от ЛУКОЙЛа на рынке, мы ожидаем, что спрэды еврооблигаций эмитента к кривой газового монополиста вернуться на отрицательную территорию после того как беспокойство инвесторов об ожидаемом ухудшении кредитного профиля ЛУКОЙЛа из-за сделок с ConocoPhillips окончательно сойдет на «нет». Наиболее перепроданными с точки зрения Z-спрэдов сейчас выглядят выпуски LUKOIL'19 и LUKOIL'22.

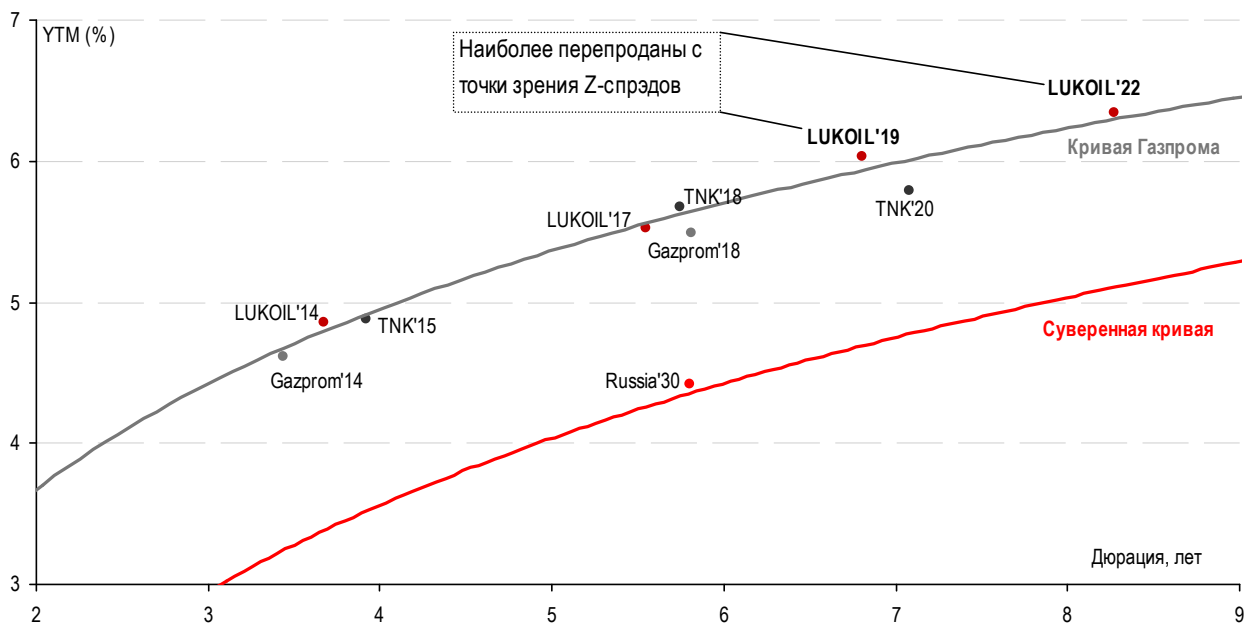
	US GAAP, \$ млн	2009	1 кв. 2010	2 кв. 2010	Изм. за кв, %
Финансовые показатели	Выручка	81 083	23 902	25 853	8,2
	ЕБИТДА	13 715	3 681	3 737	1,5
	Чистая прибыль	7 011	2 053	1 949	(5,1)
	Операционный денежный поток	8 883	2 798	3 461	23,7
	Капитальные затраты	(6 483)	(1 393)	(1 727)	24,0
	Свободный денежный поток	2 400	1 405	1 734	23,4
	Совокупный долг	11 323	11 096	9 763	(12,0)
	Краткосрочный долг	2 058	2 083	1 731	(16,9)
	Денежные средства	2 274	3 274	3 748	14,5
	Чистый долг	9 049	7 822	6 015	(23,1)
	Собственный капитал	56 379	58 461	59 107	1,1
	Активы	79 019	81 794	82 390	0,7
	Коэффициенты	Норма ЕБИТДА, %	16,9	15,4	14,5
ЕБИТДА / Проц.расходы (x)		20,6	20,8	19,1	
Чистый долг/ЕБИТДА (x)		0,7	0,5	0,4	
Долг/Собственный капитал (x)		0,2	0,2	0,2	

Источник: данные компании, оценки Альфа-Банк

## Аналитический отдел research@alfabank.ru

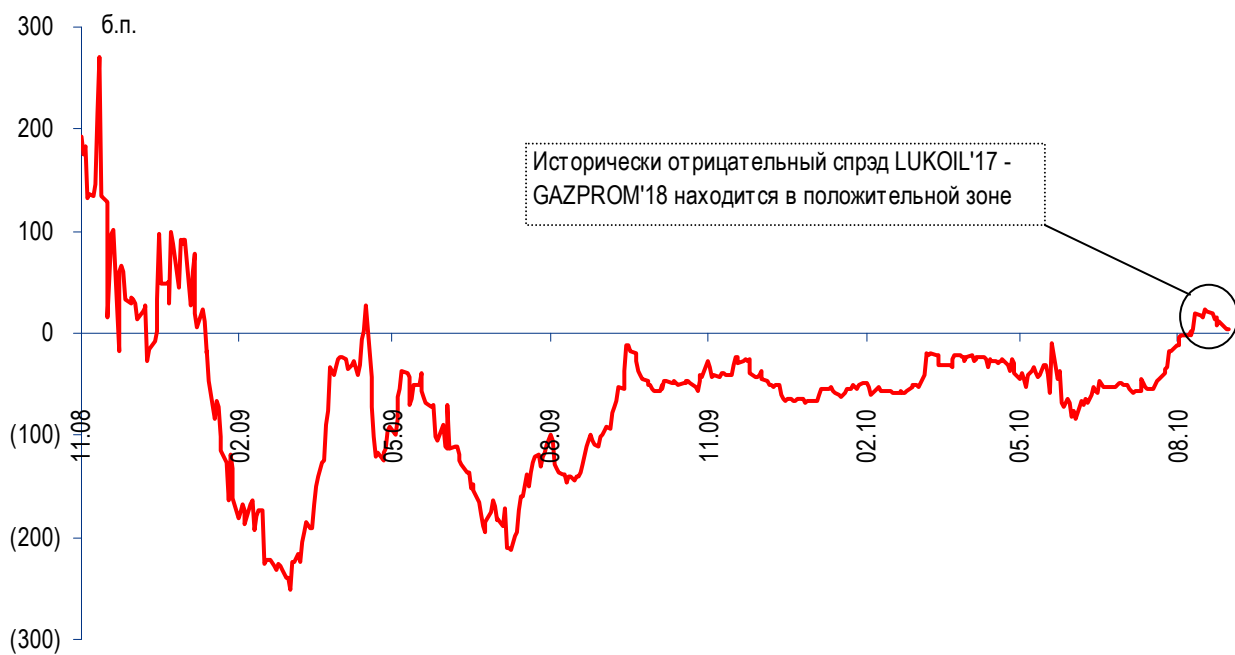
Инвесторы могут исходить из предположения, что Альфа-Банк или аффилированные с ним структуры получили компенсацию за инвестиционно-банковские или неинвестиционно-банковские услуги, связанные с ценными бумагами, в течение 12 месяцев, предшествующих дате рассылки данного исследования, и намерен получить компенсацию за другие инвестиционно-банковские или неинвестиционно-банковские услуги, связанные с ценными бумагами, от компаний, анализируемых в данном исследовании, в течение следующих трех месяцев. Все заключения, прогнозы и оценки, содержащиеся в данном исследовании, отражают мнение его авторов на дату публикации и могут быть изменены без предупреждения.

**Илл.1: Диаграмма доходностей еврооблигаций нефтегазового сектора**



\* - все котировки по состоянию на 31 августа 2010 г.  
Источники: Bloomberg, оценка Альфа-Банка

**Илл.2: Спрэд LUKOIL'17 – GAZPROM'18**



\* - все котировки по состоянию на 31 августа 2010 г.  
Источники: Bloomberg, оценка Альфа-Банка

# Информация

<b>Альфа-Банк (Москва)</b>	Россия, Москва, 107078, пр-т Академика Сахарова, 12
<b>Управление долговых ценных бумаг и деривативов Торговые операции</b>	Саймон Вайн, Руководитель Управления (+7 495) 745-7896 Константин Зайцев, вице-президент по торговым операциям (7 495) 785-74 08 Михаил Грачев, вице-президент по торговым операциям (7 495) 785-74 04 Сергей Осмачек, трейдер (7 495) 783 51 02 Игорь Панков, вице-президент по продажам (7 495) 786-48 92 Владислав Корзан, вице-президент по продажам (7 495) 783-51 03 Олег Артеменко, директор по финансированию (7 495) 785-74 05 Дэвид Мэтлок, директор по международным продажам (7 495) 974-25 15 доб. 7050 Ольга Паркина, менеджер по продажам (7 495) 785-74 09
<b>Аналитическая поддержка</b>	Екатерина Леонова, старший аналитик по внутреннему долгу (7 495) 785-96 78 Станислав Боженко, Ph.D, старший кредитный аналитик (+7 495) 924-25-15 (доб. 71-21) Денис Воднев, старший кредитный аналитик (7 495) 792-58 47
<b>Долговой рынок капитала</b>	Мария Широкова, вице-президент по продажам на долговом рынке капитала (7 495) 755-59 26 Наталья Юркова, Старший менеджер (7 495) 785-9671

© Альфа-Банк, 2010 г. Все права защищены. Генеральная лицензия ЦБ РФ № 1326 от 29.01.1998 г.

Настоящий отчет и содержащаяся в нем информация являются исключительной собственностью Альфа-Банка. Несанкционированное копирование, воспроизводство и распространение настоящего материала, частично или полностью, в отсутствие разрешения Альфа-Банка в письменной форме строго запрещено.

Данный материал предназначен ОАО «Альфа-Банк» (далее – «Альфа-Банк») для распространения в Российской Федерации. Он не предназначен для распространения среди частных инвесторов. Несмотря на то, что приведенная в данном материале информация получена из источников, которые, по мнению Альфа-Банка, являются надежными, Альфа-Банк, его руководящие и прочие сотрудники не делают заявлений и не дают заверений ни в прямой, ни в косвенной форме, относительно своей ответственности за точность, полноту такой информации и отсутствие в данном материале каких-либо важных сведений. Любая информация и любые суждения, приведенные в данном материале, могут быть изменены без предупреждения. Альфа-Банк не дает заверений и не заявляет, что упомянутые в данном материале ценные бумаги и/или суждения предназначены для всех его получателей. Данный материал и содержащиеся в нем сведения носят исключительно информативный характер и не могут рассматриваться ни как приглашение или побуждение сделать оферту, ни как просьба купить или продать ценные бумаги или другие финансовые инструменты, или осуществить какую-либо иную инвестиционную деятельность. Альфа-Банк и связанные с ним компании, руководящие сотрудники и прочие сотрудники всех этих структур, в т.ч. лица, участвующие в подготовке и издании данного материала, могут иметь отношения с маркет-мейкерами, а иногда и выступать в качестве таковых, а также в качестве консультантов, брокеров или представителей коммерческого или инвестиционного банка в отношении ценных бумаг, финансовых инструментов или компаний, упомянутых в данном материале, либо входить в органы управления таких компаний. Ценные бумаги с номиналом в иностранной валюте подвержены колебаниям валютного курса, которые могут привести к снижению их стоимости, цены или дохода от вложений в них. Кроме того, инвесторы, вкладывающие средства в ценные бумаги типа АДР, стоимость которых изменяется в зависимости от курса иностранных валют, принимают на себя валютный риск. Инвестиции в России и в российские ценные бумаги сопряжены со значительным риском, поэтому инвесторы, прежде чем вкладывать средства в такие бумаги, должны провести собственное исследование и изучить экономические и финансовые показатели самостоятельно. Инвесторы должны обсудить со своими финансовыми консультантами риски, связанные с таким приобретением. Альфа-Банк и их дочерние компании могут публиковать данный материал в других странах. Поскольку распространение данной публикации на территории других государств может быть ограничено законом, лица, в чьем распоряжении окажется данный материал, должны быть информированы о таких ограничениях и соблюдать их. Любые случаи несоблюдения указанных ограничений могут рассматриваться как нарушение закона о ценных бумагах и других соответствующих законов, действующих в той или иной стране. **Примечание, касающееся законодательства США о ценных бумагах:** Данная публикация распространяется в США компанией Alfa Capital Markets (USA) Inc. (далее «Alfa Capital»), являющейся дочерней компанией Альфа-групп, постольку, поскольку это разрешено законодательством США по ценным бумагам и другими соответствующими законами и положениями. В этой связи Alfa Capital несет ответственность за содержание данного исследования. Лица на территории США, получившие данную публикацию и желающие осуществить сделку с той или иной ценной бумагой или финансовым инструментом, анализируемым в ней, должны делать это только после уведомления об этом представителя Alfa Capital в США. Любые случаи несоблюдения данных ограничений могут рассматриваться как нарушение законодательства США о ценных бумагах.