

Ренессанс  
КапиталЛУКОЙЛ  
Покупка Repsol может стоить  
рейтинга инвестиционного уровняПетр Гришин, CFA  
+7 (495) 258 7789  
PGrishin@rencap.com

- **Все больше сообщений о переговорах.** Испанская пресса (EFE, El Economista, Cinco) и потенциальные участники сделки (банк Caixa и компания Sacyr) сделали в последнее время много заявлений, указывающих на высокую вероятность ведения ЛУКОЙЛом переговоров о приобретении немногим менее 30% акций крупнейшей нефтяной компании Испании Repsol YPF. Сама российская компания не комментирует новости, а другие вовлеченные стороны, как принято, говорят, что переговоры находятся на ранней стадии. Выручка Repsol соответствует примерно 80% выручки ЛУКОЙЛа, причем 70% доходов испанской компании обеспечивают сегмент переработки и сбыта, а объем производства нефти (около 1.1 млн бнз в сутки) составляет приблизительно половину добычи ЛУКОЙЛа. Repsol принадлежат пять НПЗ в Испании и пакеты акций еще семи предприятий в Южной Америке. В других обстоятельствах приобретение новых активов в сегменте переработки и сбыта вписывалось бы в стратегию развития ЛУКОЙЛа, которая, помимо прочего, ставит целью географическую диверсификацию деятельности и снижение зависимости от волатильного сегмента разведки и добычи. Мы, однако, полагаем, что сейчас такая сделка будет воспринята рынком и рейтинговыми агентствами по-другому.
- **Ключевой вопрос – финансирование.** Как и в случае других ведущих российских нефтяных компаний, возможности ЛУКОЙЛа по генерации денежных потоков сейчас существенно снижены из-за падения цен на нефть и замедленной реакции налоговых отчислений (так называемые ножницы Кудрина). Насколько мы понимаем, в данный момент ЛУКОЙЛ не располагает значительным запасом наличности, о чем, в частности, говорит рассрочка платежей за акции компаний Akpet и долю в капитале СП по управлению комплексом ISAB. Очевидно, что перспективы этих сделок зависят от доступности денежных ресурсов, а значит, ЛУКОЙЛ может совершить покупку только при условии наличия финансирования. Сегодня утром агентство Bloomberg сообщило, что в середине этой недели банки-кредиторы компании Sacyr могут сделать предложение ЛУКОЙЛу относительно финансирования потенциальной сделки.
- **Крупная сделка по любым меркам.** В прессе приводились крайне разноречивые оценки предложения ЛУКОЙЛа нынешним владельцам акций Repsol – общая сумма варьируется в диапазоне EUR5-10 млрд. Если российская компания приобретет менее 30% акций (вряд ли доля может оказаться больше, это повлечет необходимость обязательного предложения по выкупу акций остальных держателей), ЛУКОЙЛ не сможет консолидировать результаты Repsol в своей отчетности. Независимо от того, предложит ли ЛУКОЙЛ акционерам Repsol премию к текущей курсовой стоимости бумаг (т.е. приведет ли сделка к созданию дополнительной стоимости для акционеров ЛУКОЙЛа), приобретение будет крупным по любым меркам и, по всей видимости, не обойдется без привлечения заемного финансирования.
- **Риски понижения рейтингов даже при благоприятных условиях финансирования.** На данный момент ЛУКОЙЛу присвоены минимальные рейтинги инвестиционного уровня по шкале агентств S&P и Fitch (BBB-), а тот факт, что S&P сохраняет прогноз «позитивный» не имеет, по нашему мнению, принципиального значения. Moody's оценивает кредитоспособность компании на один уровень выше (Baa2). Понижение рейтинга всего на одну ступень будет означать, что ЛУКОЙЛ лишится статуса заемщика полного инвестиционного уровня. Агентство S&P отмечает низкую долговую нагрузку (в особенности скорректированное отношение Долг/ЕБИТДА за 12 месяцев на уровне 0.4 по состоянию на 30 июня 2008 г.) в качестве одного из основных благоприятных факторов для рейтинга эмитента, однако ухудшение показателей в будущем представляется нам неизбежным. Модель агентства S&P, в которой заложена стоимость нефти Urals на уровне USD56 за баррель, на наш взгляд, не может давать противоположных выводов. Согласно нашим оценкам, при цене на нефть USD50 за баррель ЛУКОЙЛ в следующем году получит ЕБИТДА в размере USD6.3 млрд (при этом сумма общего долга на 30 июня 2008 г. составляла USD8.8 млрд), что уже сейчас свидетельствует об ошутимом росте долговой нагрузки в 2009 г. и без покупки доли в капитале Repsol. В связи с этим существует риск понижения рейтингов ЛУКОЙЛа, даже если компании удастся привлечь финансирование на выгодных условиях с точки зрения срочной структуры денежных потоков, по причине общего увеличения долга.

# Раскрытие информации

## Подтверждение аналитиков и отказ от ответственности

Настоящий отчет подготовлен аналитиком (ами), чье имя (чьи имена) указано (ы) на титульном листе настоящего отчета с целью предоставления справочной информации о компании или компаниях (собираательно «Компания») и ценных бумаг, являющихся предметами настоящего отчета. Каждый аналитик подтверждает, что все позиции, изложенные в настоящем отчете в отношении какой-либо ценной бумаги или эмитента, точно отражают личные взгляды этого аналитика касательно любого анализируемого эмитента/ценной бумаги.

Любые рекомендации или мнения, представленные в настоящем отчете, являются суждением на момент публикации настоящего отчета. Настоящий отчет был подготовлен независимо от Компании, и любые рекомендации и мнения, представленные в настоящем отчете, отражают исключительно точку зрения аналитика. При всей осторожности, соблюдаемой для обеспечения точности изложенных фактов, справедливости и корректности представленных рекомендаций и мнений, ни один из аналитиков, Компания, ее директора и сотрудники не устанавливали подлинность содержания настоящего отчета и, соответственно, ни один из аналитиков, Компания, ее директора и сотрудники не несут какой-либо ответственности за содержание настоящего отчета, в связи с чем информация, представленная в настоящем отчете, не может считаться точной, справедливой и полной.

Ни одно лицо не несет какой-либо ответственности за какие-либо потери, возникшие в результате какого-либо использования настоящего отчета или его содержания, либо возникшие в какой-либо связи с настоящим отчетом. Каждый аналитик и/или связанные с ними лица мог предпринять действия в соответствии либо использовать информацию, содержащуюся в настоящем отчете, а также результаты аналитической работы, на основании которых составлен настоящий отчет, до его публикации. Информация, представленная в настоящем документе, не может служить основанием для принятия инвестиционных решений любым его получателем или иным лицом в отношении ценных бумаг Компании. Настоящий отчет не является оценкой стоимости бизнеса Компании, ее активов либо ценных бумаг для целей, предусмотренных законодательством Российской Федерации и иных стран СНГ в сфере деятельности по оценке стоимости. Каждый аналитик подтверждает, что никакая часть полученного вознаграждения не была, не является и не будет связана прямо или косвенно с определенной рекомендацией (ями) или мнением (ями), представленными в данном отчете. Вознаграждение аналитикам определяется в зависимости от деятельности и услуг, направленных на обеспечение выгоды инвесторам, являющимся клиентами Renaissance Securities (Cyprus) Limited, RenCap Securities, Inc., Renaissance Capital Limited, а также дочерних компаний («Фирма»). Как и все сотрудники Фирмы, аналитики получают вознаграждение в зависимости от рентабельности деятельности Фирмы, которая включает выручку от ведения прочих видов деятельности подразделениями Фирмы. Каждый аналитик, аффилированные компании либо иные лица являются или могут являться членами группы андеррайтеров в отношении предлагаемых к продаже ценных бумаг Компании. Каждый аналитик имеет право в будущем участвовать в публичном выпуске ценных бумаг Компании.

## Ренессанс Капитал

123317, Москва

Краснопресненская набережная, 18

Тел.: + 7 (495) 258 7777

Факс: + 7 (495) 258 7778

www.rencap.com

## Аналитическое управление

### Руководитель аналитического управления

Роланд Нэш  
+ 7 (495) 258 7916  
RNash@rencap.com

### Начальник отдела анализа акций

Александр Бурганский  
+ 7 (495) 258 7904  
ABurgansky@rencap.com

### Рынок акций – Россия

Наталья Загвоздина  
+ 7 (495) 258 7753  
NZagvozdina@rencap.com

### Начальник отдела анализа долговых обязательств

Алексей Моисеев  
+ 7 (495) 258 7946  
AMoisseev@rencap.com

### Рынок акций – Украина

Уилфред Уиллвонг  
+ 38 (044) 492 7394  
WWillwong@rencap.com

### Стратегия на рынке акций + 7 (495) 258 7916

Роланд Нэш  
RNash@rencap.com  
Томас Манди  
Ованес Оганисян

### Банковский сектор + 7 (495) 258 7748

Дэвид Нангл  
DNangle@rencap.com  
Светлана Ковальская

### Металлургия + 7 (495) 258 7743

Роб Эдвардс  
REdwards@rencap.com  
Андрей Крупник  
Борис Красноженов

### Нефть и газ + 7 (495) 258 7904

Александр Бурганский  
ABurgansky@rencap.com  
Елена Савчик  
Евгения Дышлюк  
Ирина Елиневская

### Потребительский сектор + 7 (495) 258 7753

Наталья Загвоздина  
NZagvozdina@rencap.com  
Иван Николаев  
Ульяна Типсина

### Сектор недвижимости + 7 (495) 258 7770 x4959

Алексей Языков  
AYazykov@rencap.com

### Телекоммуникации + 7 (495) 258 7902

Александр Казбеги  
AKazbegi@rencap.com  
Иван Ким  
Дэвид Фергусон

### Транспорт и автомобилестроение + 7 (495) 662 5607

Пол Роджер  
PRoger@rencap.com

### Химия и машиностроение + 7 (495) 783 5653

Марина Алексеенкова  
MAlexeenkova@rencap.com  
Ринат Кирдань

### Электроэнергетика + 44 (20) 7367 7793

Дерек Уивинг  
DWeaving@rencap.com  
Владимир Скляр

### Экономика и политика + 7 (495) 258 7703

Екатерина Малофеева  
KMalofeeva@rencap.com  
Елена Шарипова

### Украинский рынок акций, стратегия + 38 (044) 492 7394

Уилфред Уиллвонг  
WWillwong@rencap.com  
Светлана Дрыгуш  
Дмитрий Ануфриев

### Рынок акций Средней Азии, стратегия

+ 7 (727) 244-1544  
Екатерина Газадзе  
Милена Иванова-Вентурини  
Бектас Мукажанов

### Редакционно-издательский отдел, выпуск на русском языке

+ 7 (495) 258 7764  
Екатерина Малахова  
EMalakhova@rencap.com  
Станислав Захаров  
Мария Дунаева  
Анна Ковтун  
Анна Богданова

### Рынок долговых обязательств, стратегия + 7 (495) 258 7946

Алексей Моисеев  
AMoisseev@rencap.com  
Николай Подгузов  
Валентина Крылова  
Анастасия Головач  
Олеся Черданцева

### Кредитный анализ + 7 (495) 258 7789

Петр Гришин  
PGrishin@rencap.com  
Максим Раскоснов  
Андрей Марков

### Административная поддержка + 7 (495) 662 5612

Юлия Попова  
Елена Ломакина  
Екатерина Лизунова

### Редакционно-издательский отдел, выпуск на английском языке

+ 7 (495) 725 5261  
Александра Волдман  
AWaldman@rencap.com  
Патриция Сомервилл  
Лорен Мэнди

© 2008 ООО «Ренессанс Капитал – Финансовый Консультант» (далее «РК»). Все права защищены. Настоящая публикация носит исключительно информационный характер и не является предложением о продаже или попыткой со стороны РК купить или продать какие-либо ценные бумаги, на которые в публикации может содержаться ссылка, или предоставить какие-либо инвестиционные рекомендации или услуги. Такие предложения могут быть сделаны исключительно в соответствии с применимым законодательством. Прошлая доходность не является показателем доходности инвестиций в будущем. Настоящая публикация основана на информации, которую мы считаем надежной, однако мы не утверждаем, что все приведенные сведения абсолютно точны. Мы не несем ответственности за использование клиентами информации, содержащейся в настоящей публикации, а также за операции с ценными бумагами, упоминающимися в ней. Мы не берем на себя обязательство регулярно обновлять информацию, которая содержится в настоящей публикации или исправлять возможные неточности. РК и его аффилированные лица, директора, партнеры и сотрудники, в том числе лица, участвующие в подготовке и выпуске этого материала, имеют право покупать и продавать упоминающиеся в материале ценные бумаги и производные инструменты от них. На ценные бумаги номинированные в иностранной валюте могут оказывать влияние обменные курсы валют, изменение которых может вызвать снижение стоимости инвестиций в эти активы. Инвесторы в Американские депозитарные расписки также подвергаются риску изменения обменного курса валют. Инвестирование в российские ценные бумаги несет значительный риск, и инвесторы должны проводить собственное исследование надежности эмитентов.