

Лукойл: Новый этап в развитии компании

Инвестиционное заключение

Общение с представителями компании в рамках поездки в Республику Коми 26-28 июня на месторождения высоковязкой нефти позволило нам обновить взгляд на компанию. По нашему мнению, акции Лукойла имеют отличные шансы превзойти свои максимумы в среднесрочной перспективе. Драйверами послужат увеличение добычи, продолжение значительного роста дивидендов (наблюдавшийся в течение 2010-2013гг. рост не нашел пока отражения в котировках) и успехи компании в зарубежных проектах. Мы подтверждаем нашу рекомендацию Покупать по бумагам Лукойла с целевой ценой \$78.8.

Факторы, сдерживавшие ранее рост котировок

В последние годы котировки акций Лукойла находились под давлением по нескольким причинам, основными из которых являются падение добычи нефти в Западной Сибири – основном районе добычи для компании, и на Тимано-Печоре.

Динамика добычи нефти 2008-2013гг., млн. тонн

	2008	2009	2010	2011	2012	2013
Западная Сибирь	56.2	53.0	50.9	49.1	49.2	48.2
Тимано-Печора	16.7	21.7	21.2	17.5	15.6	15.2
в т.ч. Хыльчуйское месторожд.	-	7.6	7.4	3.9	1.9	1.2
Россия всего	89.9	91.9	89.8	85.0	84.2	85.5

Источник: данные компании

Падение добычи нефти в Западной Сибири, на месторождения которой в 2013г. пришлось 56.2% всей российской добычи Лукойла, с показателей 2008г. составило 14% или 8 млн. тонн. Дополнительным фактором уменьшения объемов внутрироссийской добычи компании послужило резкое снижение добычи на Южно-Хыльчуйском месторождении, где добыча в период 2009-2013гг. упала в 6.3 раза с 7.6 до 1.2 млн. тонн. По словам представителей компании, в 2014г. добыча на месторождении стабилизировалась на уровне 0.5 млн. тонн в год.

Выход из капитала компании стратегического иностранного партнера – американской ConocoPhillips в 2010-2011гг. (Conoco владело 20% бумаг) снизил интерес зарубежных инвесторов к бумагам Лукойла, что также негативно отразилось на динамике акций.

см. продолжение на след. странице

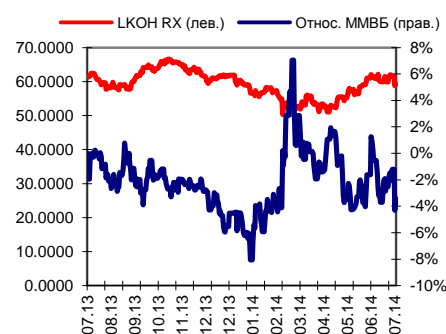
LKOH RX Покупать \$78.8 ▲36%

LKOD LI Покупать \$78.8 ▲36%

Капитализация, \$ млн	49 371
EV, \$ млн	59 277
Ср. дневной оборот, \$000	130 500
Обыкновенные акции	
- тикер (МосБиржа)	LKOH RX
- количество, млн.	851
- текущая цена, \$	58.1
- справедливая цена, \$	78.8
- потенциал, %	35.6%
- предыдущая оценка, \$	78.8
Другие биржи	
LSE	LKOD LI
NYSE	н/л

ОПБУ США, \$ млн	13	14о	15о	16о
Выручка	119118	139903	137552	141371
ЕБИТДА	18 564	20 305	19 513	21 661
- рент-сть, %	15.6%	14.5%	14.2%	15.3%
Чистая приб.	7 832	10 964	9 784	10490
- рент-сть, %	6.6%	7.8%	7.1%	7.4%
Приб./акц., \$	10.38	13.81	11.94	13.83

	13	14о	15о	16о
EV/Выручка	0.5	0.4	0.4	0.4
EV/ЕБИТДА	3.3	3.0	3.1	2.9
Цена/Прибыль	6.5	4.6	5.2	4.9



Новый этап развития компании

Налоговые льготы и рост добычи

Благодаря налоговым льготам, компания смогла приступить к добыче нефти на месторождениях, разработка которых ранее была неэффективна из-за более высоких затрат на обустройство и добычу. Лукойл получил значительные льготы на Ягерском и Усинском месторождениях высоковязкой нефти в Республике Коми, офшорным проектам на месторождениях им. Ю. Корчагина и В. Филановского в Каспийском море, а также месторождении им. Виноградова в Западной Сибири.

Льготы по налогообложению основных проектов

	Ставка НДС	Экспортная пошлина	Полка добычи, млн. тонн в год	Доказанные запасы, млн. барр. н.э.
Месторождение им. Виноградова	20% от стандартной	-	2.7	560
Ярегское месторождение	0	10% от стандартной	3.1	314
Усинское месторождение	0	-	2.5	444
Ю. Корчагина	0	50% от стандартной	2.4	86.5
В. Филановского	15% от стандартной	0	6.1	487

Источник: данные компании.

По налоговым льготам предусмотрены временные ограничения или ограничения по льготным объемам добытой нефти в зависимости от типа налога и конкретного месторождения

Основными регионами роста добычи в ближайшие годы станут Республика Коми и Северный Каспий, добычу нефти в которых планируется нарастить на 2.85 млн. тонн в год и 6.28 млн. тонн соответственно. Общий рост добычи нефти компанией в сравнение с 2013г. составит 10% по итогам 2016г.

Основные точки роста добычи, млн. тонн

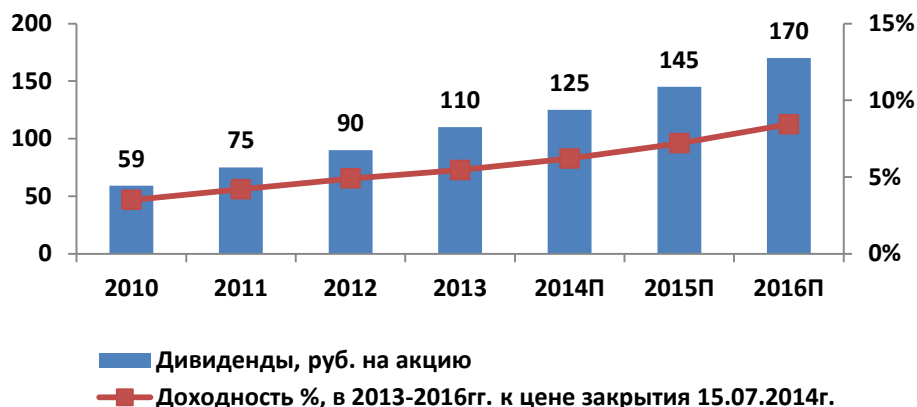
	2013	2014П	2015П	2016П	прирост, % 2016г. к 2013г.
Республика Коми	9.75	10.34	11.54	12.60	29%
Северный Каспий	1.37	1.47	3.06	7.55	450%
Добыча всего, исключая Зап. Курна-2	90.80	90.80	93,50	99,90	10%

Источник: данные компании, оценки РМГ

Рост дивидендов на фоне снижения капитальных затрат

Стратегией компании запланирован среднегодовой рост дивидендов на 15% в период 2012-2016гг., однако, фактически компания может превзойти собственный прогноз. Так, в период 2010-2013гг. среднегодовой темп роста дивидендов составил 23%. Мы ожидаем роста дивидендов до 170 руб. по итогам 2016г. (+55% к 2013г).

Дивиденд на акцию, 2010-2016гг.



Источник: данные компании, оценки РМГ

Мы также ожидаем значительного снижения капзатрат в период 2014-2016гг. на фоне завершения основной части работ на масштабных гринфилд-проектах, снижения инвестиций в перерабатывающие мощности (с 1 июля НПЗ полностью перешли на выпуск автобензинов стандарта ЕВРО-5) и окончания большей части инвестпрограммы по доведению уровня утилизации попутного нефтяного газа до 95% (требование законодательства, в 2009-2013гг. уровень утилизации ПНГ компанией вырос с 71.1% до 88%).

Динамика капитальных затрат, \$ млн.

	2011	2012	2013	2014П	2015П	2016П
Разведка и добыча	6 474	8 049	9 768	12 494	11 684	9 194
Россия	5 132	7 085	8 325	10 034	9 151	6 945
Зарубежные проекты (исключая Зап. Курна-2)	1 342	964	1 443	2 460	2 533	2 249
Переработка, торговля и сбыт, а также прочие инвестиции (нефтехимия, энергетика и пр.)	1 815	2 877	3 626	3 607	2 431	2 996
Итого капитальные затраты (исключая Зап. Курну-2)	8 289	10 926	13 394	16 101	14 115	12 190
Зап. Курна-2	203	924	2 040	2 320	2 522	3 685

Источник: данные компании

Мы ожидаем снижения инвестиций в 2016г. в проекты по добыче нефти на 26.4% по сравнению с 2014г. до \$9.2 млрд., уменьшение капитальных затрат на переработку и сбыт а также прочие инвестиции составит 17% или \$610 млн., что позволит Лукойлу наращивать объем дивидендов.

Западная Курна-2

Масштабный проект компании в Ираке по разработке месторождения Западная Курна-2 с извлекаемыми запасами в 13 млрд. барр. нефти (1.8 млрд. тонн), инвестиции в который в 2010-2013гг. составили более \$3 млрд., начнет приносить плоды в текущем году. В конце марта Лукойл начал коммерческую добычу нефти на месторождении (уровень добычи достиг 120 000 баррелей в сутки), компания планирует до конца года выйти на уровень добычи 400 тыс. барр. в сутки.

По условиям контракта, в июне Лукойл получил право требовать возмещения капитальных затрат и получения вознаграждения по проекту. Уже в 2014г. компания планирует получить 5 млн. тонн нефти в качестве компенсации капитальных затрат. По нашему мнению, положительный эффект на EBITDA компании может достигнуть нескольких миллиардов долларов США на протяжении 2014-2015гг.

Прибыль компании по проекту Западная-Курна-2 в 2015-2016гг. может составить более \$350 млн.

Начало коммерческой добычи также означает, что Лукойл сможет финансировать дальнейшие инвестиции по проекту за счет продаж иракской нефти.

Основные риски

Налоговая реформа в нефтяной отрасли

Текущий вариант налоговой реформы, которая получила название «налоговый маневр», предусматривает значительное повышение ставки НДС и резкое снижение экспортной пошлины на нефть в течение 3 лет.

Параметры налогового маневра

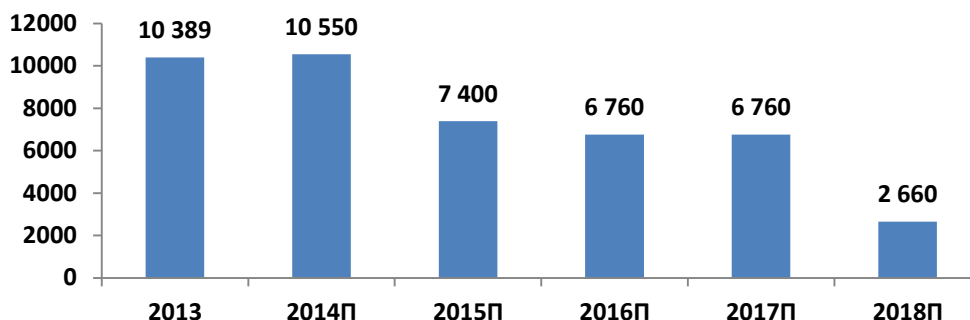
	2014	2015	2016	2017
НДС, руб. за тонну	493	775	873	950
Экспортная пошлина на нефть (коэф. для расчета)	59%	42%	36%	30%
Бензин (% от пошлины на нефть)	90%	78%	61%	30%
Дизельное топливо (% от пошлины на нефть)	65%	48%	40%	30%
Мазут (% от пошлины на нефть)	65%	76%	82%	100%
Акцизы, руб. за тонну				
Бензин, евро-5	6450	6200	6200	4500
Дизельное топливо, евро-5	4767	3000	3000	2800

Источник: Минфин, Минэнерго

Хотя параметры реформы не согласованы окончательно, уже сейчас можно отметить, что основными «жертвами» реформы, будут компании, в структуре переработки и продаж которых значительную долю занимает мазут, пошлина на который вырастет с 65% от нефтяной до 100%.

Однако, по нашему мнению, Лукойл сможет сократить негативное влияние реформы, так как благодаря модернизации нефтеперерабатывающих мощностей производство мазута компанией сократится с 10.55 млн. тонн в 2014г. до 2.66 млн. тонн в 2018г.

Динамика производства мазута, тыс. тонн



Источник: данные компании, оценки РМГ

Снижение рентабельности в российской нефтепереработке за счет роста НДС будет частично компенсировано снижением акцизов и ростом цен на нефтепродукты, а также увеличением прибыли от экспортных поставок, поэтому мы не ожидаем значительного негативного влияния реформы на финансовые показатели компании.

Военное противостояние в Ираке

По нашему мнению, риски прекращения добычи и экспорта нефти с Западной Курны-2 относительно невелики, так как месторождение находится на юге страны, вдали от территорий, на которых идут военные действия, а экспорт осуществляется через Персидский залив. Однако стоит отметить, что мы, не обладаем достаточной информацией для оценки данного риска, так как пользуемся общедоступными источниками информации.

По данным представителей компании, риски для нефтяных месторождений на юге Ирака ограничены, и скорее можно ожидать раскола страны, чем захвата южных территорий боевиками.

Санкции в связи с кризисом на Украине

На наш взгляд, введение отраслевых санкций ко всему российскому нефтегазовому сектору крайне маловероятно из-за негативных последствий для мировой экономики. Кроме того, Лукойл является частной компанией, что снижает для компании риски, связанные с внешней политикой Правительства Российской Федерации.

Заключение

По нашему мнению, акции Лукойла имеют значительный потенциал роста благодаря увеличению операционных показателей и размера дивидендов, который может быть реализован в ближайшее время. Мы также отмечаем высокое качество корпоративного управления и высокий уровень информационной открытости компании, что делает Лукойл одной из наиболее интересных компаний в российском нефтегазовом секторе.

Информация и мнения, содержащиеся в настоящем аналитическом документе (далее по тексту – «Аналитические материалы»), опубликованы исключительно в информационных целях и не могут рассматриваться как предложение купить или продать упомянутые в нем ценные бумаги и другие финансовые инструменты, а также не имеют целью побудить к совершению таких сделок.

Любые инвестиции в ценные бумаги или иные финансовые инструменты могут быть связаны со значительным риском, могут оказаться неэффективными или недопустимыми для той или иной категории инвесторов. Для принятия решения об осуществлении инвестиций в указанные выше объекты требуется владение существенным опытом и знаниями в финансовой области, позволяющими правильно оценить риски и преимущества таких инвестиций.

Аналитические материалы могут использоваться инвесторами в Российской Федерации в соответствии с законодательством Российской Федерации. Аналитические материалы не адресованы резидентам США, Великобритании, Канады, Австралии или Японии, а также инвесторам других юрисдикций, если только они не относятся к определенным видам инвесторов и не действуют в таких условиях, когда они, в соответствии с законодательством их юрисдикции, имеют право использовать Аналитические материалы. Рай, Ман энд Гор секьюритиз не несет ответственности за использование Аналитических материалов инвесторами, не уполномоченными их использовать, в соответствии с законодательством их юрисдикции.

Содержащаяся в настоящем документе информация и мнения основаны на данных, полученных из предположительно достоверных и добросовестных источников, однако Рай, Ман энд Гор секьюритиз не дает никаких гарантий или поручительств, выраженных или косвенных, в отношении точности, полноты, актуальности или достоверности такой информации.

Любые мнения или оценки, содержащиеся в Аналитических материалах, являются частным суждением специалистов компании Рай, Ман энд Гор секьюритиз и могут быть изменены без уведомления. Рай, Ман энд Гор секьюритиз не обязано обновлять или исправлять неточности, содержащиеся в Аналитических материалах.

Ни Рай, Ман энд Гор секьюритиз, ни кто-либо из директоров, сотрудников, представителей, аффилированных лиц или лицензиатов компании не будут нести никакой ответственности за любые убытки, ущерб или иные последствия, возникшие в результате использования в практической деятельности всей либо части информации, содержащейся в Аналитических материалах.

Настоящий документ не может быть воспроизведен, распространен или использован иным образом, полностью или частично, без предварительного письменного разрешения Рай, Ман энд Гор секьюритиз.

Все права защищены © [Рай, Ман энд Гор секьюритиз](#), 2014