

## ЛУКОЙЛ

**Цель: \$82,5 (+72,2%), ПОКУПАТЬ**

**«...победитель волн, громов и непогод»**

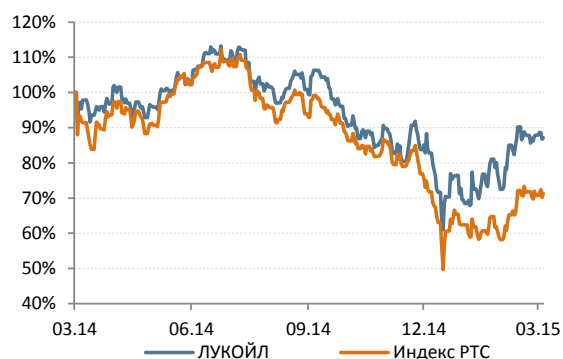
Аналитик: Танурков Василий  
Эл. почта: VTanurkov@veles-capital.ru

Приняв во внимание финансовые результаты за 4 кв. 2014 г., а также изменения конъюнктуры рынка, мы обновили нашу финансовую модель и пересмотрели оценку справедливой стоимости ЛУКОЙЛа. Основываясь на оценке по методу дисконтированных денежных потоков (DCF), мы установили справедливую цену ЛУКОЙЛа на конец 2015 г. на уровне 82,5 долл. за обыкновенную акцию, что незначительно выше нашей предыдущей оценки на конец 2014 г. – 82,4 долл. Потенциал роста к текущим котировкам составляет 72,2% и подразумевает рекомендацию «ПОКУПАТЬ».

Чистая прибыль ЛУКОЙЛа по US GAAP за 2014 г. упала на 39,4% и составила 4,75 млрд долл. против 7,83 млрд долл. годом ранее. В то же время скорректированная на обесценение активов чистая прибыль ЛУКОЙЛа снизилась на 31,1% (7,09 млрд долл.), практически совпала с консенсус прогнозами и несколько превзошла наш годовой прогноз (мы ожидали прибыль на уровне 6,92 млрд долл.). На сокращение чистой прибыли в 2014 г. повлияло снижение цен на углеводороды, а также убытки от обесценения добывающих и перерабатывающих активов – на 2 123 млн долл. и 218 млн долл. соответственно. Скорректированная EBITDA снизилась на 4,3% – до 18,42 млрд долл. Поддержку EBITDA оказало начало компенсации затрат по месторождению Западная Курна-2 в Ираке. Свободный денежный поток ЛУКОЙЛа в 2014 г. составил 0,9 млрд долл.

Выручка компании в 2015 г., по нашим оценкам, сократится на 33,5% – до 95,82 млрд долл. По итогам 2015 г. мы ожидаем чистую прибыль на уровне 6,024 млрд долл., что предполагает 15%-ое снижение относительно скорректированной на разовые статьи прибыли 2014 г. Снижение чистой прибыли всего на 15% на фоне снижения выручки на треть связано как с благоприятной для нефтяных компаний системой налогообложения в России, так и со снижением долларовых издержек в результате девальвации рубля. Наша оценка финансовых результатов компании основывается на среднегодовой цене нефти в 65 долл. за баррель. Большинство прогнозов по рынку нефти на текущий год предполагают, что к концу года рынок достигнет баланса. По нашему мнению, к этому моменту

**ЛУКОЙЛ и Индекс РТС**



Источники: данные бирж; оценка: Велес Капитал

### Информация о компании

#### Информация о ЛУКОЙЛ

Код Bloomberg	LKON
Цена ао, долл.	47,90
Мин./макс. цена акции за 52 недели, долл.	29,12 / 63,33
<b>Справедливая цена на конец года, долл.</b>	<b>82,5</b>
Потенциал роста (об.), %	72,2
Количество акций (об.), млн шт. <sup>1</sup>	777
Рыночная капитализация, млн долл.	37 198
EPS 2014, долл.	6,3
EV, млн долл.	46 221

<sup>1</sup>За вычетом казначейских акций

Источники: данные компании; оценка: Велес Капитал

### Динамика финансовых показателей

	2014	2015 (п)	2016 (п)
Выручка, млн долл.	144 167	95 820	108 779
EBITDA, млн долл.	15 942	14 655	16 975
Чистая прибыль, млн долл.	4 746	6 024	7 131
EPS, долл.	6,29	7,98	9,45
Норма EBITDA, %	11,1	15,3	15,6
Норма чистой прибыли, %	3,3	6,3	6,6
EV / S	0,30	0,45	0,40
EV / EBITDA	2,71	2,95	2,55
P / E	7,84	6,17	5,22
ROIC, %	4,7	6,8	9,0
ROE, %	5,8	7,0	7,8

Источники: данные компании; оценка: Велес Капитал

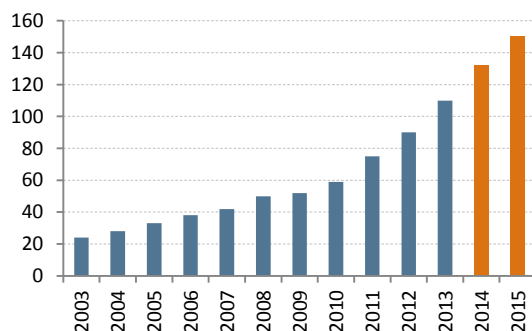
Аналитические материалы ИК «Велес Капитал» могут быть использованы только в информационных целях. Компания не дает гарантий относительно полноты приведенной в них информации и ее достоверности, а также не несет ответственности за прямые или косвенные убытки от использования данных материалов не по назначению. Данный документ не может рассматриваться как основание для покупки или продажи тех или иных ценных бумаг.



равновесная цена установится на уровне порядка 80 долл. за баррель марки Brent. Наши оценки также учитывают среднегодовой курс рубля в 60 руб. за доллар.

- Приятной новостью для инвесторов стало решение компании сохранить дивидендную политику на уровне 2014 г. Несмотря на планы по погашению порядка 2 млрд долл. задолженности в 2015 г., руководство компании полагает, что это никаким образом не скажется на возможностях по выплате дивидендов. Согласно заявлению руководства компании, **ЛУКОЙЛ выплачивал дивиденды всегда, даже «в самый тяжелый период, когда нефть стремительно падала и была полная нестабильность на рынке».** В 2014 г. уже выплачены промежуточные дивиденды в размере 60 руб. на акцию, **по итогам года может быть дополнительно выплачено порядка 72 руб. на акцию, что составляет 2,4% к текущим котировкам.**

### Дивиденды ЛУКОЙЛ, руб. на акцию



Источники: данные компании; оценка: Велес Капитал



## Финансовая модель ЛУКОЙЛ, млн долл.

	2012	2013	2014	2015(п)	2016(п)		2012	2013	2014	2015(п)	2016(п)			
<b>Отчет о прибылях и убытках</b>						<b>WACC</b>								
Выручка	139 171	141 452	144 167	95 820	108 779	Безрисковая ставка, %	5,3	5,1	5,2	8,9	8,8			
Операционные расходы (без амортизац	-120 269	-125 449	-128 225	-81 164	-91 805	Налог на прибыль, %	20,0	20,0	20,0	20,0	20,0			
<b>ЕВITDA</b>	<b>18 902</b>	<b>16 003</b>	<b>15 942</b>	<b>14 655</b>	<b>16 975</b>	<b>Стоимость акционерного капитала (а</b>	<b>12,0</b>	<b>11,8</b>	<b>11,9</b>	<b>15,6</b>	<b>15,6</b>			
Амортизация	-4 832	-5 756	-8 816	-6 854	-7 471	Систематический риск акций, %	5,0	5,0	5,0	5,0	5,0			
<b>ЕВIT</b>	<b>14 070</b>	<b>10 247</b>	<b>7 126</b>	<b>7 801</b>	<b>9 504</b>	Beta leveraged	0,9	1,0	1,0	1,0	1,0			
Прочее	-72	328	-189	0	0	Специфический риск компании, %	2,0	2,0	2,0	2,0	2,0			
Процентные расходы	-538	-488	-637	-853	-812	<b>Стоимость долга, %</b>	<b>6,6</b>	<b>6,5</b>	<b>6,5</b>	<b>10,3</b>	<b>10,2</b>			
Неоперационные доходы/расходы	263	371	472	550	183	Специфический риск компании, %	1,3	1,4	1,4	1,4	1,4			
<b>Прибыль до налогообложения</b>	<b>13 723</b>	<b>10 458</b>	<b>6 772</b>	<b>7 498</b>	<b>8 875</b>	<b>WACC, %</b>	<b>11,4</b>	<b>11,0</b>	<b>10,8</b>	<b>14,7</b>	<b>14,7</b>			
Налог на прибыль	-2 798	-2 831	-2 058	-1 494	-1 769	<b>Свободный денежный поток</b>								
Доля меньшинств	79	205	32	21	25	<b>НОРАТ</b>				<b>6 246</b>	<b>7 610</b>			
<b>Чистая прибыль</b>	<b>11 004</b>	<b>7 832</b>	<b>4 746</b>	<b>6 024</b>	<b>7 131</b>	Амортизация				7 597	8 372			
<b>Баланс</b>						Капитальные затраты				-12 032	-11 432			
<b>Долгосрочные активы</b>	<b>74 688</b>	<b>86 044</b>	<b>89 041</b>	<b>94 803</b>	<b>98 033</b>	Изменение чистого оборотного капитала				1 219	-1 401			
Основные средства и нематериальные	68 847	79 766	82 660	85 001	88 061	<b>Свободный денежный поток</b>				<b>3 029</b>	<b>3 149</b>			
Прочие долгосрочные активы	5 841	6 278	6 381	9 802	9 972	Ставка дисконтирования, %				14,7	14,7			
<b>Краткосрочные активы</b>	<b>24 273</b>	<b>23 395</b>	<b>22 759</b>	<b>18 024</b>	<b>20 317</b>	Коэффициент дисконтирования				0,87	0,76			
Оборотные активы	21 073	21 320	19 521	15 872	17 907	<b>Дисконтированный свободный денежный</b>				2 641	2 393			
Краткосрочные инвестиции	286	363	234	0	0	<b>Оценка стоимости обыкновенной акции</b>								
Денежные средства	2 914	1 712	3 004	2 152	2 410	Ставка роста в постпрогнозный период, %					3,0			
<b>Итого активы</b>	<b>98 961</b>	<b>109 439</b>	<b>111 800</b>	<b>112 827</b>	<b>118 350</b>	Сумма дисконтированного денежного потока (+)					21 288			
<b>Средства акционеров</b>	<b>74 188</b>	<b>78 855</b>	<b>81 352</b>	<b>85 890</b>	<b>91 400</b>	Дисконтированная продленная стоимость (+)					53 286			
Акционерный капитал	73 207	78 578	81 130	85 689	91 224	<b>Стоимость бизнеса компании</b>					<b>74 574</b>			
Доля меньшинств	981	277	222	201	176	Стоимость чистого долга (-)					10 291			
<b>Долгосрочные обязательства</b>	<b>12 320</b>	<b>17 487</b>	<b>16 236</b>	<b>14 861</b>	<b>14 360</b>	Доля миноритарных акционеров (-)					222			
Долгосрочные займы	5 963	9 483	11 361	10 029	9 544	Привилегированные акции (-)					0			
Прочие долгосрочные обязательства	6 357	8 004	4 875	4 832	4 815	<b>Стоимость акционерного капитала</b>					<b>64 061</b>			
<b>Краткосрочные обязательства</b>	<b>12 453</b>	<b>13 097</b>	<b>14 212</b>	<b>12 076</b>	<b>12 590</b>	<b>Фундаментальная стоимость ао, долл.</b>					<b>82,5</b>			
Краткосрочные займы	658	1 338	2 168	2 462	2 343	<b>Чувствительность</b>								
Оборотные обязательства	11 795	11 759	12 044	9 614	10 247	<b>WACC</b>	<b>TBR</b>	1,5	2,0	2,5	3,0	3,5	4,0	4,5
<b>Итого обязательства и средства акционе</b>	<b>98 961</b>	<b>109 439</b>	<b>111 800</b>	<b>112 827</b>	<b>118 350</b>	2,0		+21,3	+28,6	+37	+46,7	+58	+71,4	+87,5
<b>Движение денежных средств</b>						1,0		+1,8	+7,2	+13,2	+20,1	+28	+37	+47,7
<b>Основная деятельность</b>	<b>18 997</b>	<b>16 449</b>	<b>15 568</b>	<b>14 819</b>	<b>14 516</b>	<b>тек.</b>		-13,6	-9,6	-5,1	+0	+5,7	+12,1	+19,5
Чистая прибыль (включая долю меньши	11 004	7 832	4 746	6 004	7 106	-1,0		-26,1	-23	-19,5	-15,7	-11,4	-6,7	-1,3
Амортизация	4 832	5 756	8 816	6 854	7 471	-2,0		-36,4	-33,9	-31,2	-28,2	-25	-21,4	-17,4
Изменение оборотного капитала	2 474	-1 063	2 499	1 219	-1 401	<b>Рыночные мультипликаторы, 1x</b>								
Прочее	687	3 924	-493	743	1 340	EV / Sales				0,3	0,3	0,5	0,4	
<b>Инвестиционная деятельность</b>	<b>-13 216</b>	<b>-18 639</b>	<b>-14 643</b>	<b>-11 798</b>	<b>-11 432</b>	EV / EBITDA				3,0	3,0	3,3	2,8	
Приобретение внеоборотных активов	-12 568	-15 806	-14 643	-12 032	-11 432	EV / EBIT				4,7	6,7	6,1	5,0	
Прочее	-648	-2 833	0	234	-2	P / E				4,7	7,8	6,2	5,2	
<b>Финансовая деятельность</b>	<b>-5 680</b>	<b>1 029</b>	<b>1 060</b>	<b>-3 873</b>	<b>-2 825</b>	P / BV				0,5	0,5	0,4	0,4	
Изменение долга	-1 266	4 125	2 524	-1 038	-1 043	<b>Коэффициенты</b>								
Изменение акционерного капитала	2	2	2	0	0	<b>Рентабельность EBITDA, %</b>				13,6	11,3	11,1	15,3	15,6
Выплата дивидендов	-2 913	-2 509	-1 437	-1 465	-1 596	<b>Рентабельность чистой прибыли, %</b>				7,9	5,5	3,3	6,3	6,6
Прочее	-1 503	-589	-29	-1 370	-186	<b>ЕВITDA / процентные расходы, 1x</b>				35,1	32,8	25,0	17,2	20,9
<b>Влияние курсовых разниц</b>	<b>60</b>	<b>-41</b>	<b>-693</b>	<b>0</b>	<b>0</b>	<b>Инвестиции / выручка, %</b>				9,0	11,2	10,2	12,6	10,5
<b>Изменение денежных средств</b>	<b>161</b>	<b>-1 202</b>	<b>1 292</b>	<b>-853</b>	<b>259</b>	<b>ROE, %</b>				15,0	10,0	5,8	7,0	7,8
<b>Кoeffициенты</b>						<b>ROIC, %</b>				15,3	10,6	4,7	6,8	9,0
<b>Рентабельность EBITDA, %</b>						<b>Долг / EBITDA</b>				0,4	0,7	0,8	0,9	0,7
<b>Рентабельность чистой прибыли, %</b>						<b>Чистый долг / EBITDA</b>				0,2	0,5	0,6	0,7	0,6
<b>ЕВITDA / процентные расходы, 1x</b>						<b>Долг/Собственный капитал</b>				0,1	0,1	0,2	0,1	0,1

Источник: данные компании, Оценка: Велес Капитал



## Раскрытие информации

### Заявление аналитика и подтверждение о снятии ответственности

Настоящий отчет подготовлен аналитиком (ами) ИК «Велес Капитал». Приведенные в данном отчете оценки отражают личное мнение аналитика (ов). Вознаграждение аналитиков не зависит, никогда не зависело и не будет зависеть от конкретных рекомендаций или оценок, указанных в данном отчете. Вознаграждение аналитиков зависит от общей эффективности бизнеса ИК «Велес Капитал», определяющейся инвестиционной выгодой клиентов компании, а также доходами от иных видов деятельности ИК «Велес Капитал».

Данный отчет, подготовленный Аналитическим управлением ИК «Велес Капитал», основан на общедоступной информации. Настоящий обзор был подготовлен независимо от других подразделений ИК «Велес Капитал», и любые рекомендации и суждения, представленные в данном отчете, отражают исключительно точку зрения аналитика (ов), участвовавших в написании данного обзора. В связи с этим, ИК «Велес Капитал» считает необходимым заявить, что аналитики и Компания не несут ответственности за содержание данного отчета. Аналитики ИК «Велес Капитал» не берут на себя ответственность регулярно обновлять данные, находящиеся в данном отчете, а также сообщать обо всех изменениях, вносимых в данный обзор.

Данный аналитический материал ИК «Велес Капитал» может быть использован только в информационных целях. Компания не дает гарантий относительно полноты и точности приведенной в этом отчете информации и ее достоверности, а также не несет ответственности за прямые или косвенные убытки от использования данных материалов. Данный документ не может служить основанием для покупки или продажи тех или иных ценных бумаг, а также рассматриваться как оферта со стороны ИК «Велес Капитал». ИК «Велес Капитал» и (или) ее дочерние предприятия, а также сотрудники, директора и аналитики ИК «Велес Капитал» имеют право покупать и продавать любые ценные бумаги, упоминаемые в данном обзоре.

ИК «Велес Капитал» и (или) ее дочерние предприятия могут выступать в качестве маркет-мейкера или нести обязательства по андеррайтингу ценных бумаг компаний, упоминаемых в настоящем обзоре, могут продавать или покупать их для клиентов, а также совершать иные действия, не противоречащие российскому законодательству. ИК «Велес Капитал» и (или) ее дочерние предприятия также могут быть заинтересованы в возможности предоставления компаниям, упомянутым в данном обзоре, инвестиционно-банковских или иных услуг.

Все права на данный бюллетень принадлежат ИК «Велес Капитал». Воспроизведение и/или распространение аналитических материалов ИК «Велес Капитал» не может осуществляться без письменного разрешения Компании. © Велес Капитал 2015 г.

### Принцип определения рекомендаций

Инвестиционные рекомендации выносятся исходя из оценки доходностей акций компаний. Основу при расчете ожидаемой стоимости компании составляет оценка по методу дисконтированных денежных потоков (DCF). В некоторых оценках применяется оценка по методу сравнительных коэффициентов, а также смешанная оценка (методу DCF и по методу сравнительных коэффициентов). Все рекомендации выставляются исходя из определенной нами справедливой стоимости акций в последующие 12 месяцев.

В настоящее время инвестиционная шкала ИК «Велес Капитал» представлена следующим образом:

**ПОКУПАТЬ** – соответствует потенциалу роста акций в последующие 12 месяцев на 15% и более.

**АККУМУЛИРОВАТЬ** – соответствует потенциалу роста акций в последующие 12 месяцев на 5-15%.

**ДЕРЖАТЬ** – соответствует потенциалу роста (снижения) акций в последующие 12 месяцев от -5% до 5%.

**СОКРАЩАТЬ** – соответствует потенциалу снижения акций в последующие 12 месяцев от 5% до 15%.

**ПРОДАВАТЬ** – соответствует потенциалу снижения акций в последующие 12 месяцев на 15% и более.

В некоторых случаях возможны отклонения от указанных выше диапазонов оценки, исходя из которых устанавливаются рекомендации, что связано с высокой волатильностью некоторых бумаг в частности и рынка в целом, а также с индивидуальными характеристиками того или иного эмитента.

Для получения дополнительной информации и разъяснений просьба обращаться в Аналитическое управление ИК «Велес Капитал».



## Департамент активных операций

Евгений Шиленков  
Директор департамента  
EShilnikov@veles-capital.ru

Павел Алтухов  
Заместитель начальника управления операций на  
рынке акций  
PAltukhov@veles-capital.ru

Роман Назаров  
Начальник отдела брокерских операций на рынке  
акций  
RNazarov@veles-capital.ru

Алексей Никогосов  
Сейлз-трейдер  
ANikogosov@veles-capital.ru

Александр Цветков  
Сейлз-трейдер  
ATsvetkov@veles-capital.ru

Артем Московский  
Сейлз-трейдер  
AMoskovsky@veles-capital.ru

Михаил Кантолинский  
Сейлз-трейдер  
MKantolinsky@veles-capital.ru

## Аналитический департамент

Иван Манаенко  
Директор департамента  
IManaenko@veles-capital.ru

Василий Танурков  
Нефть и газ, Химия и Удобрения  
VTanurkov@veles-capital.ru

Юрий Кравченко  
Банковский сектор, Денежный рынок  
YKravchenko@veles-capital.ru

Анна Соболева  
Долговые рынки  
ASoboleva@veles-capital.ru

Александр Костюков  
Электроэнергетика  
AKostyukov@veles-capital.ru

Россия, Москва, 123610,  
Краснопресненская наб., д. 12, под. 7, эт. 18  
Телефон: +7 (495) 258 1988, факс: +7 (495) 258 1989  
www.veles-capital.ru

Украина, Киев, 01025,  
Б. Житомирская ул., д. 20  
Телефон: +38 (044) 459 0250, факс: +38 (044) 459 0251  
www.veles-capital.ua