



ИНВЕСТКАФЕ -  
НЕЗАВИСИМОЕ  
АНАЛИТИЧЕСКОЕ  
АГЕНТСТВО

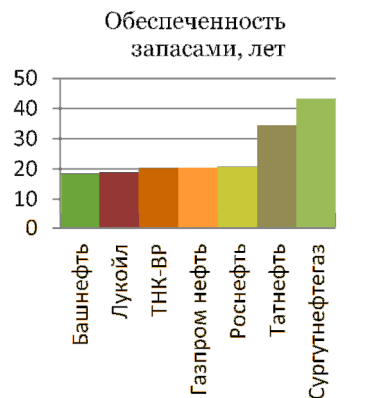
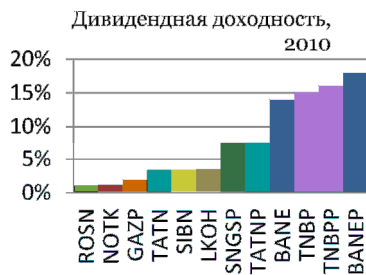
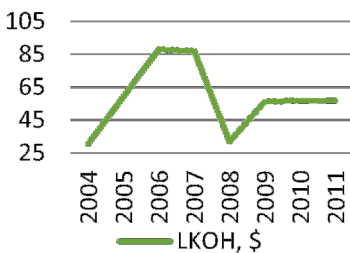
# ЛУКОЙЛ

Аналитики – Нефть и Газ

Дмитрий Адамов, к.э.н.  
+7 985 766 05 74  
[da@investcafe.co.uk](mailto:da@investcafe.co.uk)

Григорий Бирг, АСА, MiF  
+7 903 720 03 65  
[gb@investcafe.co.uk](mailto:gb@investcafe.co.uk)

Виталий Михальчук  
+7 916 060 03 92  
[vm@investcafe.co.uk](mailto:vm@investcafe.co.uk)



Этим исследованием мы инициируем покрытие ОАО «ЛУКОЙЛ». Наша модель оценки акций компании говорит о том, что их потенциал роста ограничен и составляет **18%**. Рекомендация Инвесткафе по обыкновенным акциям ЛУКОЙЛа – «**держать**», целевая цена **\$66.9**.

## Возможности восполнения ресурсной базы в России по-прежнему ограничены.

Присутствие американского партнера ConocoPhillips в акционерном капитале ЛУКОЙЛа долго сдерживало перспективы группы по восполнению ресурсной базы в России. После ухода ConocoPhillips для российской компании упростилась ситуация с доступом к месторождениям внутри страны, однако по-настоящему хороших неразработанных месторождений в России уже практически не осталось. В дальнейшем ЛУКОЙЛ рассчитывает значительно пополнить запасы за счет включения доли запасов иракского месторождения Западня Курна-2 (ЛУКОЙЛ: 56,25%) и других месторождений. Геологические запасы нефти на иракском месторождении оцениваются в 2,05 млрд тонн. Но добычу в Ираке планируется начать не раньше 2013 года.

**ЛУКОЙЛ пытается стабилизировать падающую добычу.** Западносибирские месторождения группы, обеспечивающие более половины добычи нефти в России, в большинстве своем находятся в стадии истощения (добыча в регионе в 2010 году сократилась на 4%, в дальнейшем компании удастся сократить темпы снижения добычи до 2%), и ЛУКОЙЛу необходимо принимать меры по стабилизации добычи нефти на них, а также на месторождениях в других регионах. Ввод новых месторождений и применение методов повышения нефтеотдачи пластов пока позволили лишь сократить темпы падения добычи в России. Добыча в рамках зарубежных проектов компании в 2005-2010 росла с CAGR 10%.

**Компания демонстрирует один из самых низких уровней рентабельности.** Притом что у ЛУКОЙЛа одни из самых низких показателей рентабельности среди нефтяников РФ, компания демонстрирует еще и снижение маржи своей деятельности. По сравнению с 2009-м рентабельность по EBITDA сократилась в 2010 году более чем на 3%. Мы убеждены, что ЛУКОЙЛу удастся в дальнейшем увеличивать рентабельность, но крайне медленно. Так, рентабельность по EBITDA к 2020 году достигнет 15%.

**У ЛУКОЙЛа самая эффективная налоговая ставка в отрасли.** Как известно, основной проблемой работы нефтяников в России является чрезмерное налоговое бремя. В 2010 году эффективная ставка налога на прибыль ЛУКОЙЛа составила 18,3%. Таким образом, налоговая нагрузка ЛУКОЙЛа в целом значительно ниже, чем у конкурентов. В прогнозном периоде эффективная ставка налога на прибыль ЛУКОЙЛА будет составлять около 20%, что на 5% ниже, чем у Роснефти, которая является лидером отрасли по рентабельности. ЛУКОЙЛу удастся достичь этого за счет того, что большая часть активов компании находится за пределами РФ. В то же самое время российские компании группы не стали исключением из правил. Выплатив в 2010 году 49% от выручки в виде налогов. Введение новой системы налогообложения 60-66-90 будет выгодно для компании и приведет к росту прибыли более чем на \$500млн.

**У компании имеется большой газовый потенциал.** Группа ведет переговоры с Газпромом о своем газовом будущем в России уже сейчас, и они довольно успешны. У ЛУКОЙЛа уже есть подписанное соглашение с Газпромом о доступе к ГТС газового монополиста с 2012 по 2016 годы. В дальнейшем развитие этого направления в России будет в руках государства и Газпрома.

## Акции компании, ЛКОН

Целевая цена – ао	\$	66.9
Текущая цена – ао	\$	56,7
Потенциал – ао	%	+18%
Кол-во обыкн. акций	млн.	851
Free Float – ао	%	85.3%
Рыночная капитализация	\$ млрд	48,2
Enterprise Value	\$ млрд	55,5

Источник: ММВБ, данные компании, расчеты  
Инвесткафе

## Финансовые и рыночные показатели

	2010	2011П	2012П	2013П
Выручка (млн)	\$104,956	\$140,991	\$135,396	\$144,271
ЕБИТДА (млн)	\$16,162	\$20,958	\$18,595	\$20,014
Чистая прибыль (млн)	\$9,006	\$13,045	\$11,093	\$12,092
Рентабельность EBITDA	14.9%	14.6%	13.5%	13.7%
Чистая рентабельность (%)	9%	9%	8%	8%
EPS (USD)	\$11	\$15	\$13	\$14
P/E (x)	5.4	3.7	4.0	4.3
EV/S (x)	0.55	0.39	0.40	0.36
EV/EBITDA (x)	3.55	2.65	2.93	2.62
ROE (%)	16%	20%	15%	14%
ACA (млн)	\$4,839	\$3,610	\$4,673	\$4,028
Urals Price (\$/bbl)	78	110	105	110



