



Российские акции / Нефтегазовый сектор

«ЛУКОЙЛ»

Сохраняется привлекательная дивидендная доходность в среднесрочной перспективе

BUY

«ЛУКОЙЛ»	ЛКОН
Рекомендация	ПОКУПАТЬ
Риск	УМЕРЕННЫЙ
Торговая площадка	МОЕХ, SPBE
Целевая цена	5 367 руб.
Цена сделки	4 163 руб.
Потенциал роста	28,9%
Инвестиционный горизонт	12 месяцев
Рекомендуемая доля в портфеле	10%
Капитализация	2 884 млрд руб.
Среднедневной оборот	2,5 млрд руб.

Динамика котировок



Источники: Московская биржа, расчеты Открытие Research.

Основные финансовые показатели (МСФО)

Отчетный год	2021	2022П	2023П
Финансовые показатели			
Выручка, млрд руб.	9 435	7 408	6 115
Выручка, г/г	67%	-21,5%	-17,5%
ЕБИТДА, млрд руб.	1 404	1 192	794
ЕБИТДА, г/г	204%	-15,1%	-33,4%
Чистая прибыль, млрд руб.	773	628	273
Чистая прибыль, г/г	4997%	-18,8%	-56,5%
Кoeffициенты и мультипликаторы			
Рентабельность ЕБИТДА	14,9%	16,1%	13,0%
Чистый долг / ЕБИТДА	0,1x	0,2x	0,4x
P/E	3,7x	4,6x	10,5x
EV/ЕБИТДА	2,1x	2,5x	3,7x
Дивиденды			
Дивиденд на акцию, руб.	871*	752	528
Дивидендная доходность	20,9%	18,1%	12,7%

* Включая прогнозный дивиденд 531 руб./акция за 2 п/г 2021.

Источники: Данные компании, Московская биржа, расчеты Открытие Research.

- «ЛУКОЙЛ» – третья по объему добычи углеводородов нефтегазовая компания в России с долгой историей создания стоимости и возврата капитала своим акционерам. Долгосрочная основа бизнеса – обширная ресурсная база и современные НПЗ в России, а также международный трейдинговый бизнес.
- Мы ожидаем, что ограничения на экспорт нефти и нефтепродуктов из РФ приведут к снижению добычи компанией только на 2% год к году до 2,15 млн бнэ/с, а не на 8%, как мы ожидали ранее. Мы также прогнозируем снижение переработки в 2022 г. на 8% до 1,16 мбс по сравнению с предыдущим прогнозом минус 13%. Однако в 2023 г. снижение добычи может ускориться до 9% из-за вступления в силу эмбарго ЕС на нефтепродукты.
- На результатах компании в 2022-23 гг. отрицательно скажутся укрепление рубля, инфляция операционных издержек и сохраняющийся дисконт цены Urals к Brent. В 2023 г. дополнительный негативный фактор – рост ставки экспортной пошлины на нефть и нефтепродукты. Мы ожидаем, что скорректированный СДП за 2022 г. снизится на 14% до 521 млрд руб., за 2023 г. – на 30% до 366 млрд руб.
- Дивидендная политика компании предусматривает распределение скорректированного СДП между акционерами в полном объеме. Несмотря на отсрочку выплаты финального дивиденда за 2021 г. (531 руб.), мы ожидаем, что до конца года он будет объявлен, его доходность составит около 13%. В течение 2023 г. мы ожидаем выплаты дивиденда за 2022 г. – 752 руб. с доходностью около 18%. Наша целевая цена – 5 367 руб./акция – подразумевает потенциал роста 29% с рекомендацией «ПОКУПАТЬ».

О компании

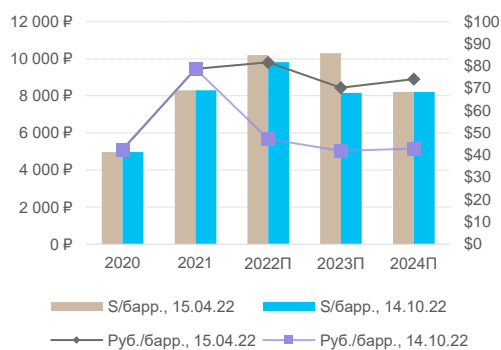
«ЛУКОЙЛ» – вторая по размеру добычи нефти и третья по размеру общей добычи углеводородов нефтегазовая компания в России. Это одна из двух крупнейших российских нефтегазовых компаний, в которых государство не владеет крупным пакетом акций.

Основа бизнеса «ЛУКОЙЛа» – добыча углеводородов (УВ) и переработка нефти в РФ: на долю этого географического сегмента в 2021 г. пришлось 85% ЕБИТДА компании, или 1 193 млрд руб. из 1 404 млрд руб. Доля «ЛУКОЙЛа» в добыче нефти в РФ в 2021 г. составила 14,5%, в переработке – 15,1%.

В разрезе видов деятельности ключевой сегмент – разведка и добыча, вклад которого в ЕБИТДА – 70% в 2021 г. Добыча УВ компанией в 2021 г. составила 2,15 млн бнэ/с, из них в РФ – 84%. Доказанные запасы УВ «ЛУКОЙЛа» на конец 2021 г. – 15,3 млрд бнэ, обеспеченность ими исходя из текущей добычи – 19 лет. Доля нефти в доказанных запасах – 76%, в России находится около 90% запасов, в Западной Сибири – около 50%.

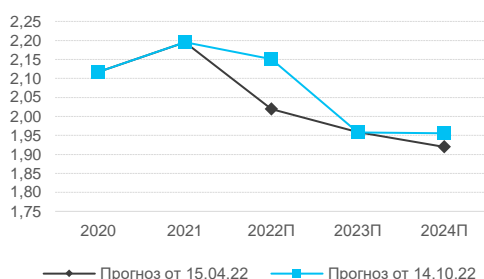
Сегмент переработки и сбыта (35% ЕБИТДА в 2021 г.) включает НПЗ и сеть АЗС в РФ, Восточной Европе и Италии, а также масштабный

Прогнозы цены Urals



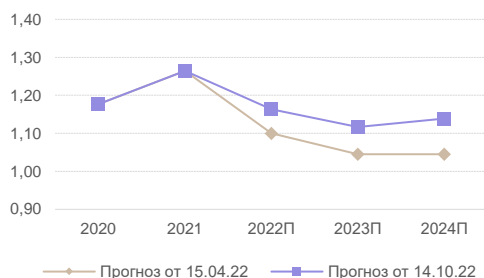
Источники: расчеты Открытие Research

Прогнозы добычи УВ, млн барр. н. э./сутки



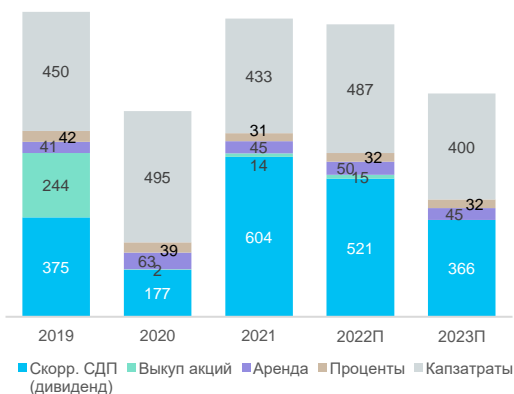
Источники: данные компании, расчеты Открытие Research

Прогнозы переработки нефти, млн барр./сутки



Источники: данные компании, расчеты Открытие Research

Прогноз скорректированного СДП, млрд руб.



Источники: данные компании, расчеты Открытие Research

международный трейдинговый бизнес (Litasco). В 2021 г. на НПЗ «ЛУКОЙЛ» перерабатывалось 1,26 мбс, из них в РФ – 68%.

Инвестиционный тезис

Мы по-прежнему считаем, что компания способна генерировать СДП, обеспечивающий привлекательную дивидендную доходность. Так, мы ожидаем ее на уровне около 18% по итогам 2022 г., а в среднесрочной перспективе – в диапазоне 12%-13%. Мы полагаем, что благодаря более благоприятной, чем ожидалось в середине года, конъюнктуре рынков, СД в конце 2022 г. примет решение о выплате дивидендов.

В базовом сценарии мы ждем, что до конца 2022 г. СД рекомендует выплатить дивиденд 531 руб. за 2 п/г 2021 г., а дивиденды за 2022 г. – всего 752 руб./акция – будут объявлены и выплачены в течение 2023 г. В оптимистическом сценарии мы допускаем, что дивиденды за 2 п/г 2021 г. и за 1 п/г 2022 г. будут объявлены одновременно в конце 2022 г. и составят в сумме 832 руб./акция (доходность – около 20%). Эта сумма включает 40% прогнозного дивиденда за 2022 г. (301 руб./акция). Остальные 60% годового дивиденда за 2022 г. (451 руб./акция, доходность около 11%) будет объявлен и выплачен в течение 2023 г.

Со времени предыдущего обзора (апрель 2022 г.) произошли важные изменения в российской нефтегазовой отрасли и макроэкономике, которые заставили нас значительно пересмотреть прогнозы по компании.

После резкого снижения в марте-мае добыча нефти с конденсатом в РФ частично восстановилась и в августе-сентябре составляла 10,7 мбс - всего на 3% ниже, чем в январе-феврале 2022 г. Также уменьшился до \$23/барр. дисконт нефти Urals к Dated Brent. Однако вступление в силу эмбарго ЕС на нефть (5 декабря) и нефтепродукты (5 февраля), а также использование механизмов, связанных с «ценовым потолком», вероятно, все же приведут к падению добычи в 2023 г.

Исходя из этого, мы ожидаем, что падение добычи «ЛУКОЙЛ» в основном придется на 2023 г., а за 2022-23 гг. составит 11% до 1,96 млн бнэ/с. Переработка в 2022 г. пострадает больше – мы ожидаем падение на 8% -- но благодаря гибкости в трейдинге и ориентации российских НПЗ на внутренний рынок снижение замедлится в 2023 г. до 4% (до 1,12 мбс).

Значительным негативным фактором для прогнозов стало укрепление рубля: так, наш прогноз Urals на 2022 г. пересмотрен вниз на 42% в рублях до 5 667/барр., но только на 3,6% в долларах до \$81,9/барр. Прогноз Urals на 2023 г. снижен более значительно – на 21% в долларах и на 40% в рублях до \$68/барр. и 5 029 руб./барр. соответственно. Есть негативные изменения в налоговой системе – вероятное повышение базовой ставки экспортной пошлины на нефть в 2023 г. на 50% и продление скорректированного демпфера на бензин на 2023-25 гг.

Мы снизили прогноз капзатрат с 2022 г., в частности, на 17% до 487 млрд руб. в 2022 г. и на 37% в 2023 г. до 400 млрд руб. В условиях ограничений на экспорт и инвестиции за пределами РФ, а также санкций на поставку оборудования для переработки, капзатраты в основном будут направлены на поддержание текущей добычи и работоспособности НПЗ, а возможности инвестиций в развитие ограничены.

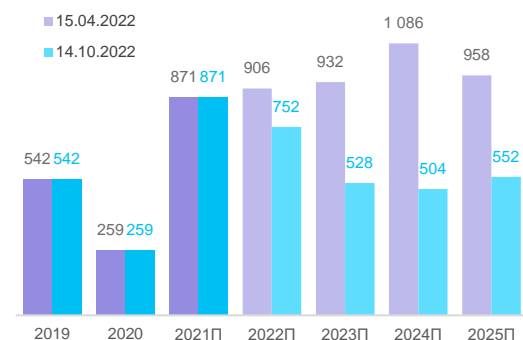
Однако даже при сокращении капзатрат мы ожидаем в 2023 г. значительное снижение скорректированного СДП – на 39% относительно 2021 г. до 366 млрд руб. В последующие годы можно ожидать сохранения СДП на уровнях, близких к этому, благодаря стабилизации добычи и нефтепереработки и возобновлению роста цен на нефть.

Оценка стоимости

Мы оценили справедливую стоимость акций компании методом дисконтированных денежных потоков (ДДП). Мы использовали ставку дисконтирования (Weighted Average Cost of Capital или WACC) 14% и темп роста в постпрогнозный период (Terminal Growth Rate) минус 1,0%. Это консервативный подход, отражающий как долгосрочные перспективы снижения спроса на нефть, так и ухудшение качества ресурсной базы в отсутствие доступа к передовым технологиям добычи. Полученная таким образом целевая цена – 5 367 руб./акция -- подразумевает потенциал роста 29% к текущей.

Мы также рассмотрели чувствительность целевой цены к ставке дисконтирования (средневзвешенной стоимости капитала) и темпу роста в терминальном периоде. Она сравнительно невелика благодаря высокой ставке дисконтирования. Так, при увеличении WACC на 1 п.п. до 15% целевая цена снижается на 6,0% до 5 047 руб./акция, а при уменьшении TGR на 1 п.п. до минус 2% – на 3,5% до 5 180 руб./акция.

Прогнозы дивидендов за год, руб./акция



Источники: данные компании, расчеты Открытие Research

Оценка акции методом дисконтированных денежных потоков (ДДП)

		2022П	2023П	2024П	2025П	2026П	TV
Выручка	млрд руб.	7408	6 115	6 278	6 658	7 690	
ЕВИТ	млрд руб.	767	361	407	477	687	
ЕВИТ*(1-T)	млрд руб.	613	289	326	382	549	
Амортизация	млрд руб.	425	433	430	425	423	
Капзатраты	млрд руб.	-487	-400	-387	-397	-413	
Изменение оборотного капитала	млрд руб.	-5	50	-9	-18	-34	
СДП	млрд руб.	547	372	359	392	526	
WACC	%	14%	14%	14%	14%	14%	
Коэфф. дисконтирования	-	100%	88%	77%	67%	59%	
Terminal Growth Rate	%						-1,0%
Terminal Value	млрд руб.						3 504
ЧПД СДП	млрд руб.	547	326	277	265	311	2 074
EV	млрд руб.	3 799					
Чистый долг	млрд руб.	80,5					
Оценка акций	млрд руб.	3 718					
Количество акций (вкл. казначейские)	млрд руб.	693					
Целевая цена	руб.	5 367					
Текущая цена	руб.	4 163					
Потенциал роста	%	28,9%					

Источник: расчеты Открытие Research

Основные макроэкономические предположения для прогноза

		2019	2020	2021	2022П	2023П	2024П	2025П	2026П
Brent, средняя цена	\$/барр.	64,2	43,2	71,0	99,5	88,0	83,4	80,6	83,8
Urals, средняя цена	\$/барр.	63,9	41,4	69,1	81,9	68,0	68,4	70,6	78,8
Urals, средняя цена	RUB/барр.	4 129	2 993	5 111	5 667	5 029	5 153	5 426	6 206
Средний курс рубля к доллару США	руб./\$	64,6	72,3	74,0	69,2	74,0	75,3	76,9	78,8
Курс рубля к доллару на конец года	руб./\$	61,9	73,9	74,3	69,0	75,0	76,1	77,8	79,7
Инфляция в РФ (CPI), средняя	%	4,5%	3,3%	6,5%	14,0%	6,4%	4,2%	4,0%	4,0%

Источник: расчеты «Открытие Брокер»

Чувствительность целевой цены (руб./акция) к стоимости капитала и росту в постпрогнозный период

TGR	WACC	12%	13%	14%	15%	16%
-3,0%		5 663	5 318	5 015	4 746	4 507
-2,0%		5 892	5 512	5 180	4 888	4 629
-1,0%		6 157	5 733	5 367	5 047	4 766
0,0%		6 466	5 989	5 581	5 228	4 920
1,0%		6 831	6 287	5 827	5 434	5 094

Риски

- Введение эмбарго и «ценового потолка» может повлечь за собой более глубокое снижение экспорта углеводородов и, как следствие, добычи нефти в РФ. Причиной может быть как политическое решение РФ, так и дефицит услуг по транспорту и страхованию нефтяных грузов.
- Традиционно риском номер один для «ЛУКОЙЛа», как нефтегазовой компании, является снижение мировых цен на нефть и газ. Введение «ценового потолка» может привести к углублению дисконта цены Urals к Brent и ее падению до \$55-60/барр.
- Компания может сместить приоритеты с генерации СДП на диверсификацию в новые сектора, особенно в РФ, а также изменить дивидендную политику.
- Снижение спроса на нефть в рамках энергетического перехода может ускориться и вызвать падение цен на горизонте 5-7 лет. Также не исключены глобальные налоговые или регуляторные меры, направленные против производителей УВ.

**МЕТОДИКА ПРИСВОЕНИЯ РЕКОМЕНДАЦИЙ ПО АКЦИЯМ****АКТИВНО ПОКУПАТЬ**

Ожидаемая доходность инвестиции в акции компании составляет 15% годовых и более. У акции есть факторы, способствующие ускоренной реализации потенциала роста в краткосрочном периоде. Акция характеризуется ярко выраженным положительным ожидаемым сочетанием риска и доходности.

ПОКУПАТЬ

Ожидаемая доходность инвестиции в акции компании находится в диапазоне 10-15% годовых. На динамику цен акций воздействуют долгосрочные факторы роста на фоне положительного сочетания риска и доходности.

НА УРОВНЕ РЫНКА

Ожидаемая доходность инвестиции в акции компании находится в диапазоне 5-10% годовых. Отсутствуют значительные положительные и отрицательные факторы, воздействующие на динамику цен акций эмитента.

ЗАКРЫТИЕ ИНВЕСТИЦИОННОЙ ИДЕИ

Ожидаемая доходность инвестиции в акции компании находится в диапазоне ниже 5% годовых, в том числе по причине достижения акциями целевой цены. На динамику цен акций компании могут воздействовать негативные факторы.

Информация об инвестиционных идеях компании доступна клиентам брокерского обслуживания на тарифах **«Все включено»**, **«Инвестиционный»**, **«Премиальный»** и **«Спекулятивный»** <https://open-broker.ru/invest/tariffs/> Дополнительные комментарии, а также индивидуальная помощь в расчете и реализации инвестиционных идей доступна клиентам Персонального брокерского обслуживания, тариф **«Личный брокер»** <http://private.open-broker.ru/>, и инвестиционного консультирования, тариф **Advisory** <https://pb.open.ru/finance-capital/>

Otkritie © 2022

АО «Открытие Брокер», лицензия профессионального участника рынка ценных бумаг на осуществление брокерской деятельности № 045-06097-100000, выдана ФКЦБ России 28.06.2002 (без ограничения срока действия).

Предоставлено исключительно для личного использования лицом, получившим настоящий материал. Несанкционированное копирование, распространение, а также публикация в любых целях запрещены АО «Открытие Брокер» (далее – «Компания»).

ПОДТВЕРЖДЕНИЕ АНАЛИТИКОВ И ОТКАЗ ОТ ОТВЕТСТВЕННОСТИ

Настоящий материал (далее – «аналитический отчет») носит исключительно информационный характер и содержит данные относительно стоимости активов, предположения относительно будущего финансового состояния эмитентов и справедливой цены активов на срок 12 месяцев с момента выхода настоящего аналитического отчета и/или ситуации на финансовых рынках и связанных с ним событиях. Аналитический отчет основан на информации, которой располагает Компания на дату выхода аналитического отчета. Аналитический отчет не является предложением по покупке либо продаже активов и не может рассматриваться как рекомендация к подобному рода действиям. Компания не утверждает, что все приведенные сведения являются единственно верными. Компания не несет ответственности за использование информации, содержащейся в аналитическом отчете, а также за возможные убытки от любых сделок с активами, совершенных на основании данных, содержащихся в аналитическом отчете. Компания не берет на себя обязательство корректировать отчет в связи с утратой актуальности содержащейся в нем информации, а равно при выявлении несоответствия приводимых в аналитическом отчете данных действительности. Содержащаяся в настоящем аналитическом отчете торговая идея остаётся актуальной до тех пор, пока текущая ожидаемая доходность (разница между целевой ценой и текущей ценой открытия позиции по финансовому инструменту) по сравнению с первоначальной ожидаемой доходностью (разница между целевой ценой и ценой открытия позиции по финансовому инструменту на дату торговой идеи; оба показателя указаны в торговой идее) не сократится на 80%. Компания имеет право, но не обязана в любое время вносить в торговую идею изменения с целью актуализации указанной в ней информации.

Аналитический отчет носит ознакомительный характер, представленная в нем информация не является гарантией или обещанием доходности вложений в будущем. Инвестирование в финансовые инструменты связано с высокой степенью рисков и не подразумевает каких-либо гарантий как по возврату основной инвестированной сумм, так и по получению каких-либо доходов. Заявления любых лиц о возможном увеличении в будущем стоимости инвестированных средств могут рассматриваться не иначе как предположения.

Инвестиции в активы сопряжены со следующими рисками: риски, связанные с ведением деятельности в конкретной юрисдикции, риски, связанные с экономическими условиями, конкурентной средой, быстрыми технологическими и рыночными изменениями, а также с иными факторами, которые могут привести к существенным отклонениям от прогнозируемых показателей. Указанные факторы могут привести к тому, что действительные результаты будут существенно отличаться от предположений или опережающих заявлений Компании, содержащихся в аналитическом отчете.

Информируем Вас о возможном наличии конфликта интересов, то есть возможной заинтересованности Брокера (аналитика Компании, составившего настоящий аналитический отчет, аффилированных или связанных лиц) в осуществлении Вами сделок с указанными финансовыми инструментами. При принятии инвестиционных решений Вам необходимо ознакомиться с подробной информацией о рисках, связанных с осуществлением операций на рынке ценных бумаг, и информацией о возможном конфликте интересов, содержащейся в разделе 11 Договора на брокерское обслуживание. Дополнительные пояснения о рисках и о конфликте интересов применительно к конкретной ситуации Вы можете получить, самостоятельно обратившись в Компанию.

Представленная информация не является индивидуальной инвестиционной рекомендацией, ни при каких условиях, в том числе при внешнем совпадении ее содержания с требованиями нормативно-правовых актов, предявляемых к индивидуальной инвестиционной рекомендации. Любое сходство представленной информации с индивидуальной инвестиционной рекомендацией является случайным.

Какие-либо из представленных финансовых инструментов или операций могут не соответствовать Вашему инвестиционному профилю и не учитывать Ваши ожидания по уровню риска и/или доходности.

Упомянутые в представленной информации операции и/или финансовые инструменты, ни при каких обстоятельствах, не гарантируют доход, на который Вы, возможно, рассчитываете при условии использования представленной информации для принятия инвестиционных решений. Информация не является предложением или побуждением совершать операции на финансовом рынке.

Во всех случаях определение соответствия финансового инструмента либо операции инвестиционным целям, инвестиционному горизонту и толерантности к риску является задачей инвестора. Вы самостоятельно принимаете все инвестиционные решения.

«Открытие Брокер» не несет ответственности за возможные убытки инвестора в случае совершения операций, либо инвестирования в финансовые инструменты, упомянутые в представленной информации, и не гарантирует доход.

Выпуск и распространение аналитического отчета и иной информации в отношении акций в определенных юрисдикциях могут ограничиваться законом и лицам, в распоряжении которых оказывается любой документ или иная информация, упомянутая в аналитическом отчете, следует ознакомиться со всеми ограничениями и соблюдать их.

Несоблюдение подобных ограничений может представлять собой нарушение законодательства таких юрисдикций о ценных бумагах. Аналитический отчет не предназначен для доступа к нему с территории Соединённых Штатов Америки (включая их территории и зависимые территории, любые штаты США и Округа Колумбия), Австралии, Канады и Японии. В Великобритании аналитический отчет адресован исключительно (1) лицам, находящимся за пределами Соединенного Королевства, либо (2) лицам, являющимся профессионалами инвестиционного рынка в соответствии со статьей 19(5) Приказа 2005 (далее – «Приказ») Закона о финансовых услугах и рынках 2000 г. (Финансовое продвижение), а также (3) высокодоходным предприятиям и иным лицам, которым оно может адресоваться на законных основаниях в соответствии со статьей 49(2) Приказа. Любое лицо, не относящееся к указанной категории лиц, не должно предпринимать никаких действий, опираясь на аналитический отчет, либо полагаться на содержащиеся в нем положения.

Ближайший офис: <http://open-broker.ru/offices/>

+7 (495) 232-99-66

8 800 500-99-66 – бесплатный для всех городов РФ

clients@open.ruvk.com/openbrokerfb.com/openbroker**Личные брокеры**<http://private.open-broker.ru/>

+7 (495) 777-34-87

Еврооблигации

8 800 500-99-66 – деск облигаций

Структурные продукты<https://open-broker.ru/investing/structural-products/>**Управление анализа рынков**research@open.ru

Алексей Павлов, PhD

Начальник управления

Алексей Кокин

Главный аналитик, нефтегазовый сектор

Иван Авсейко

Ведущий аналитик, российские акции

Тимур Хайруллин, CFA

Главный аналитик, электроэнергетика

Алексей Корнилов, CFA

Главный аналитик, рынок акций

Антон Руденко

Ведущий аналитик, стратегия на рынке акций

Марат Берিশев

Технический аналитик

Владимир Малиновский

Начальник отдела анализа долгового рынка

Александр Шураков, PhD

Ведущий аналитик, облигации

Осман Алистанов

Младший аналитик, облигации

Михаил Шульгин

Начальник отдела глобальных исследований

Олег Сыроваткин

Ведущий аналитик, глобальные исследования

Оксана Лукичева

Аналитик, товарные рынки

Андрей Кочетков, PhD

Ведущий аналитик, глобальные исследования