

Аналитический обзор
3 сентября 2009 г.

Нефть и газ
Россия

ЛУКОЙЛ

Борьба с кризисом через рост добычи и переработки

Рекомендация: ПОКУПАТЬ

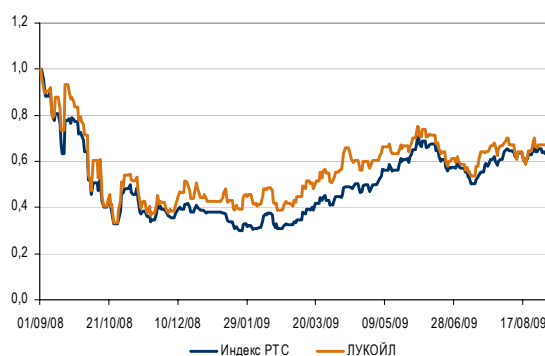
Аналитик: Дмитрий Лютягин
Эл. почта: DLyutyagin@veles-capital.ru

Основные моменты

- ЛУКОЙЛ за 1 пол. 2009 г. снизил чистую прибыль (3,32 млрд долл.) по US GAAP на 55,7% к аналогичному периоду прошлого года, выручку (34,86 млрд долл.) – на 38,7%, EBITDA (6,55 млрд долл.) – на 40,2%. В то же время компания во втором квартале продолжила демонстрировать рост прибыли к предыдущим двум кварталам.
- Оценивая результаты компании за 1 пол. 2009 г., стоит отметить хорошую устойчивость доходов к падению цен на базовое сырье (-51,4%). Снижению доходов препятствовало повышение показателей операционной деятельности компании. В частности ЛУКОЙЛ нарастил добычу в 1 пол. 2009 г. на 4%, переработку нефти на 11,1% и реализацию нефтепродуктов в рознице на 0,2%. Текущий рост операционных показателей будет иметь положительный эффект на протяжении всего 2009 г. и выльется в сильные результаты за этот год.
- Отдельно стоит отметить продолжение восстановления эффективности операционной деятельности. За счет более сдержанного роста себестоимости относительно темпов роста выручки во втором квартале ЛУКОЙЛ по рентабельности EBITDA вернулся к показателям 2008 г.
- В нашей финансовой модели компании мы прогнозируем продолжение роста финансовых показателей в 2009 г., чему будут способствовать и высокие цены на нефть, в купе с сильными операционными показателями, а также покупка 45% в Нидерландском НПЗ TRN. Данная покупка даст уже в этом году 1,2 млн т дополнительной переработки, а в следующем году – 3,6 млн т.
- Говоря о наших корректировках модели компании стоит отметить учет запуска месторождения им. Корчагина на Северном Каспии с пиковой добычей на уровне 2,3 млн т в начале 2010 г. Это событие будет способствовать росту уровня добычи ЛУКОЙЛа и положительно влиять на доходы компании. В модели мы также отразили возможность увеличения мощности НПЗ в Нидерландах до 10-12 млн т.
- Мы также изменили долгосрочный прогноз цен на нефть, снизив его на 3,4%, а также пересмотрели темпы роста ряда статей себестоимости, незначительно увеличив их, за счет пересмотра в сторону повышения тарифов на транспортировку и объема покупаемых нефти и нефтепродуктов. Данные изменения, в большей степени и повлияли на снижение прогнозных доходов и на фундаментальную цену ЛУКОЙЛа.
- В результате корректировок новая справедливая цена акции ЛУКОЙЛа составила 75,04 долл., против ранее прогнозируемых 77,06 долл. (снижение на 2,6%). В связи с существенным потенциалом роста, составляющим более 49%, мы подтверждаем нашу рекомендацию «ПОКУПАТЬ» на акции компании.

Основные показатели

Динамика акций компании относительно индекса РТС



Информация об эмитенте

Код РТС	LKOH
Цена обыкновенной акции, долл.	50,30
Мин./макс. цена за год, долл.	24,90 / 74,9
Справедливая цена на конец года, долл.	75,04
Потенциал роста, %	49,18
Всего акций, шт.	850 663 255
Рыночная капитализация, млн долл.	42 783
EV, млн долл.	50 353

Финансовые показатели (GAAP)

	2008 г.	2009 г. (П)	2010 г. (П)
Выручка, млн долл.	107 680	77 712	86 070
EBITDA, млн долл.	16 667	13 974	16 141
Чистая прибыль, млн долл.	9 144	7 189	9 639
Норма EBITDA, %	15,5	18,0	18,8
Норма чистой прибыли, %	8,5	9,3	11,2
ROIC, %	21,1	13,1	14,4

Коэффициенты

	2008 г.	2009 г. (П)	2010 г. (П)
P/E	4,7	6,0	4,4
P/S	0,40	0,55	0,50
P/BV	0,8	0,8	0,7
EV/S	0,5	0,6	0,6
EV/EBITDA	3,0	3,6	3,1
EV/IC	0,9	0,8	0,7
ROIC/WACC	1,3	0,8	1,0

Данные 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.

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 2009 г.

Результаты ЛУКОЙЛа за 1 пол. 2009 г.

Финансовые показатели ЛУКОЙЛа по US GAAP за 1 пол. 2009 г. (млн долл.)

	1 пол. 2008 г.	Изм., %	1 пол. 2009 г.	4 кв. 2008 г.	Изм., %	1 кв. 2009 г.	Изм., %	2 кв. 2009 г.
Выручка от реализации	56 890	-38,7	34 861	18 415	-19,9	14 745	36,4	20 116
Выручка	56 890	-38,7	34 861	18 415	-19,9	14 745	36,4	20 116
Операционные расходы	(3 678)	-15,5	(3 108)	(2 244)	-45,1	(1 232)	52,3	(1 876)
Стоимость приобретенных нефти и нефтепродуктов	(21 119)	-37,2	(13 272)	(5 895)	-9,0	(5 362)	47,5	(7 910)
Транспортные расходы	(2 554)	-7,8	(2 356)	(1 412)	-17,2	(1 169)	1,5	(1 187)
Коммерческие расходы	(1 790)	-15,1	(1 520)	(1 028)	-29,1	(729)	8,5	(791)
Износ и амортизация	(1 327)	50,9	(2 003)	(860)	15,6	(994)	1,5	(1 009)
Налоги (кроме налога на прибыль)	(6 752)	-61,6	(2 593)	(2 340)	-48,8	(1 198)	16,4	(1 395)
Акцизы и экспортные пошлины	(9 776)	-44,7	(5 407)	(4 998)	-49,6	(2 519)	14,6	(2 888)
Затраты на геолого-разведочные работы	(85)	-18,8	(69)	(214)	-82,7	(37)	-13,5	(32)
Прибыль (убыток) от выбытия и снижения стоимости активов	(191)	н/с	12	(215)	н/с	27	н/с	(15)
Итого операционные издержки	(47 272)	-35,9	(30 316)	(19 206)	-31,2	(13 213)	29,4	(17 103)
EBITDA	10 945	-40,2	6 548	69	3560,9	2 526	59,2	4 022
<i>Норма EBITDA, %</i>	19,2		18,8	0,4		18,8		20,0
Прибыль от основной деятельности	9 618	-52,7	4 545	(791)	н/с	1 532	96,7	3 013
<i>Норма прибыли от основной деятельности, %</i>	16,9		13,0	н/с		10,4		15,0
Расходы по процентам	(164)	103,7	(334)	(132)	23,5	(163)	4,9	(171)
Доходы по процентам и дивидендам	74	-12,2	65	50	-24,0	38	-28,9	27
Доля в прибыли компании от долевого участия	282	-35,5	182	(87)	н/с	111	-36,0	71
Прибыль (убыток) по курсовым разницам	33	н/с	(124)	(947)	-98,4	(15)	626,7	(109)
Прочие внеоперационные доходы/расходы	(118)	н/с	61	(129)	-99,2	(1)	н/с	62
Прибыль до налога на прибыль	9 725	-54,8	4 395	(2 036)	н/с	1 502	92,6	2 893
<i>Норма прибыли до налогообложения, %</i>	17,1		12,6	н/с		10,2		14,4
Текущий налог на прибыль	(2 440)	-65,7	(837)	(268)	11,9	(300)	79,0	(537)
Отложенный налог на прибыль	111	н/с	(196)	689	н/с	(90)	17,8	(106)
Итого расход по налогу на прибыль	(2 329)	-55,6	(1 033)	421	н/с	(390)	64,9	(643)
Чистая прибыль	7 396	-54,5	3 362	(1 615)	н/с	1 112	102,3	2 250
<i>Норма чистой прибыли, %</i>	13,0		9,6	н/с		7,5		11,2
Доля миноритарных акционеров	(103)	29,1	(133)	(6)	3350,0	(207)	н/с	74,0
Чистая прибыль, относящаяся к ОАО "ЛУКОЙЛ"	7 293	-55,7	3 229	(1 621)	н/с	905	156,8	2 324

Источник: данные компании; Оценка: Велес Капитал

Структура выручки ЛУКОЙЛа за 1 пол. 2009 г. (млн долл.)

	1 пол. 2008 г.	Изм., %	1 пол. 2009 г.	4 кв. 2008 г.	Изм., %	1 кв. 2009 г.	Изм., %	2 кв. 2009 г.
Реализация нефти на территории России	330	-87,0	43	41	-87,8	5	660,0	38
Экспорт нефти	13 067	-30,7	9 056	3 654	3,0	3 763	40,7	5 293
Реализация нефтепродуктов на территории России	6 698	-49,2	3 400	2 733	-40,8	1 617	10,3	1 783
Экспорт нефтепродуктов	33 392	-40,4	19 898	10 560	-22,3	8 200	42,7	11 698
Реализация продуктов нефтехимии в России	481	-63,4	176	150	-49,3	76	31,6	100
Экспорт продуктов нефтехимии	804	-65,9	274	143	-10,5	128	14,1	146
Прочая реализация на территории России	1 090	-7,3	1 010	556	-5,6	525	-7,6	485
Прочая реализация на экспорт	1 028	-2,3	1 004	578	-25,4	431	32,9	573
Итого выручка от реализации	56 890	-38,7	34 861	18 415	-19,9	14 745	36,4	20 116

Источник: данные компании; Оценка: Велес Капитал

Финансовая модель компании

Объем добычи и продаж нефти и нефтепродуктов ЛУКОЙЛом на 2007-2017 гг., млн т

	2007 г.	2008 г.	2009 г. (П)	2010 г. (П)	2011 г. (П)	2012 г. (П)	2013 г. (П)	2014 г. (П)	2015 г. (П)	2016 г. (П)	2017 г. (П)
Добыча нефти											
Добыча нефти в России	90,7	89,6	91,8	93,2	95,1	97,9	100,9	103,9	107,0	109,1	109,7
Добыча нефти зарубежом	3,4	3,2	3,7	3,7	3,8	3,9	4,0	4,1	4,3	4,4	4,4
Добыча нефти на сторонних проектах	2,5	2,4	2,5	2,5	2,6	2,6	2,7	2,8	2,9	2,9	3,0
Добыча газа (млрд куб. м)	14,0	17,0	15,0	18,0	23,4	28,0	32,2	37,1	42,6	46,9	51,6
Переработка нефти всего, включая сторонние НПЗ	56,7	61,5	65,6	68,3	75,3	77,3	78,4	81,7	86,3	91,7	94,1
Выпуск нефтепродуктов всего, включая сторонние НПЗ	53,2	58,4	62,6	65,3	71,9	73,8	74,9	78,1	82,4	87,6	89,9
Закупки нефти и нефтепродуктов											
Закупки нефти в России	0,0	0,2	0,1	0,1	0,1	0,1	0,1	0,1	0,1	0,1	0,1
Закупки нефти на международном рынке	4,5	10,4	20,8	20,0	19,6	19,2	18,7	18,2	17,6	17,1	16,5
Закупки нефтепродуктов в России	1,5	1,6	0,5	0,5	0,5	0,5	0,5	0,5	0,5	0,5	0,5
Закупки нефтепродуктов на международном рынке	38,7	38,7	39,3	35,9	36,3	36,4	36,4	36,6	36,8	37,1	37,2
Поставки нефти											
Экспорт и реализация на международных рынках	39,4	37,4	51,2	49,7	44,4	45,0	46,4	45,8	44,1	40,3	37,9
в том числе экспорт и реализация на рынках СНГ	2,7	4,3	5,9	5,7	5,1	5,2	5,4	5,3	5,1	4,6	4,4
Продажи на внутреннем рынке	1,6	2,1	0,5	0,5	0,5	0,5	0,5	0,5	0,5	0,4	0,4
Поставки нефтепродуктов											
Экспорт и реализация на международных рынках:											
Оптовая реализация	64,4	67,7	75,7	74,9	80,0	81,5	82,4	84,9	88,2	92,2	94,0
Розничная реализация	7,9	8,2	7,9	7,8	8,4	8,5	8,6	8,9	9,2	9,6	9,8
Продажи на внутреннем рынке:											
Оптовая реализация	13,7	13,3	10,9	12,3	13,1	13,4	13,5	13,9	14,5	15,1	15,4
Розничная реализация	4,9	6,0	5,8	6,6	7,1	7,2	7,3	7,5	7,8	8,1	8,3
Поставки нефтехимической продукции											
Экспорт нефтехимической продукции	1,4	1,0	0,8	0,8	1,2	1,2	1,2	1,3	1,4	1,4	1,5
Внутренние продажи нефтехимической продукции	0,7	0,7	0,5	0,6	0,8	0,8	0,8	0,9	0,9	1,0	1,0

Источник: данные компании; Оценка: Велес Капитал

Прогноз цен реализации ЛУКОЙЛа на нефть и нефтепродукты на 2007-2017 гг.

	2007 г.	2008 г.	2009 г. (П)	2010 г. (П)	2011 г. (П)	2012 г. (П)	2013 г. (П)	2014 г. (П)	2015 г. (П)	2016 г. (П)	2017 г. (П)
Внешний рынок											
Цена нефти Brent, долл. за барр.	72,8	97,8	58,1	64,6	69,9	75,7	83,0	85,4	89,6	91,9	91,4
Цена нефти Urals (CIF Средиземноморский регион), долл. за барр.	69,5	94,8	57,2	63,6	68,9	74,6	81,7	84,1	88,3	90,5	90,0
Цена реализации нефти (MP), долл. за т	500,0	675,7	410,8	456,9	494,8	535,7	586,9	603,9	634,1	649,9	646,3
Цена реализации нефти (СНГ), долл. за т	336,2	376,6	315,9	316,2	342,4	370,7	406,2	418,0	438,8	449,8	447,3
Цена реализации нефтепродуктов, долл. за т:											
Оптовая реализация	589,7	747,1	466,8	519,2	562,2	608,7	666,9	686,2	720,5	738,4	734,4
Розничная реализация	1 160,9	1 462,1	1 132,1	1 259,1	1 363,4	1 476,2	1 617,3	1 664,2	1 747,3	1 790,8	1 780,9
Цена реализации нефтехимической продукции, долл.	1 082,8	1 202,9	726,2	807,7	874,6	947,0	1 037,5	1 067,6	1 120,9	1 148,8	1 142,5
Внутренний рынок											
Цена реализации нефти, долл. за т	274,4	285,7	284,1	253,9	267,5	282,3	300,7	306,8	317,7	323,4	322,1
Цена реализации нефтепродуктов, долл. за т:											
Оптовая реализация	427,7	604,6	385,1	428,3	463,7	502,1	550,1	566,1	594,3	609,1	605,8
Розничная реализация	766,7	976,4	707,4	775,0	839,1	908,6	995,4	1 024,3	1 075,4	1 102,2	1 096,1
Цена реализации нефтехимической продукции, долл.	1 023,7	1 257,1	759,0	844,2	914,1	989,7	1 084,3	1 115,7	1 171,4	1 200,6	1 194,0

Источник: данные компании; Оценка: Велес Капитал

Выручка от реализации продукции ЛУКОЙЛа на 2007-2017 гг., млн долл.

	2007 г.	2008 г.	2009 г. (П)	2010 г. (П)	2011 г. (П)	2012 г. (П)	2013 г. (П)	2014 г. (П)	2015 г. (П)	2016 г. (П)	2017 г. (П)
Нефть											
Экспорт и реализация на международных рынках	18 346	22 382	18 628	20 108	19 435	21 316	24 107	24 481	24 716	23 175	21 682
Экспорт и реализация на рынках СНГ	912	1 625	1 866	1 813	1 752	1 922	2 173	2 207	2 228	2 089	1 955
Продажи на внутреннем рынке	440	600	153	132	135	139	145	145	146	144	137
Нефтепродукты											
Экспорт и реализация на международных рынках:											
Оптовая реализация	37 971	50 553	35 358	38 865	44 997	49 631	54 964	58 239	63 555	68 109	69 025
Розничная реализация	9 183	11 989	8 970	9 860	11 415	12 591	13 944	14 774	16 123	17 278	17 511
Продажи на внутреннем рынке:											
Оптовая реализация	5 862	8 049	4 178	5 260	6 090	6 717	7 439	7 882	8 602	9 218	9 342
Розничная реализация	3 721	5 823	4 133	5 125	5 934	6 545	7 248	7 680	8 381	8 982	9 103
Сумма	75 522	101 021	73 285	81 162	89 758	98 861	110 020	115 408	123 752	128 997	128 755
Нефтехимические продукты											
Экспорт нефтехимической продукции	1 569	1 232	560	653	1 020	1 138	1 269	1 366	1 520	1 662	1 700
Внутренние продажи нефтехимической продукции	733	880	400	466	729	813	907	976	1 085	1 187	1 214
Прочая реализация на территории России	1 644	2 913	1 830	2 181	3 067	4 115	5 606	7 553	10 039	11 317	12 293
Прочая реализация на экспорт	1 512	1 634	1 637	1 608	1 673	1 752	1 913	2 055	2 252	2 385	2 414
Продажи, всего	80 979	107 680	77 712	86 070	96 247	106 679	119 716	127 358	138 648	145 549	146 377

Источник: данные компании; Оценка: Велес Капитал

Баланс ЛУКОЙЛа на 2007-2017 гг., млн долл.

	2007 г.	2008 г.	2009 г. (П)	2010 г. (П)	2011 г. (П)	2012 г. (П)	2013 г. (П)	2014 г. (П)	2015 г. (П)	2016 г. (П)	2017 г. (П)
Активы											
Краткосрочные активы	17 903	15 633	19 086	23 240	28 045	33 672	39 932	45 317	51 586	57 122	61 335
Денежные средства и их эквиваленты	841	2 239	1 943	1 608	2 069	2 318	2 470	2 711	2 942	3 063	3 101
Краткосрочные финансовые вложения	48	505	2 492	5 850	8 387	11 841	15 615	19 356	23 318	27 421	31 346
Дебиторская задолженность и векселя к получению за минусом резерва по сомнительным долгам	7 467	5 069	6 480	6 944	7 765	8 607	9 659	10 275	11 186	11 743	11 810
Запасы	4 609	3 735	4 603	5 042	5 580	6 201	6 908	7 359	8 026	8 476	8 623
Расходы будущих периодов и предоплата по налогам	4 109	3 566	2 904	3 061	3 422	3 793	4 257	4 529	4 930	5 176	5 205
Прочие оборотные активы	625	519	663	735	822	911	1 022	1 087	1 184	1 243	1 250
Активы для продажи	204	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0
Долгосрочные активы	41 729	55 828	58 976	62 552	67 003	72 418	79 003	85 747	92 801	99 531	105 350
Финансовые вложения	1 086	3 269	3 269	3 269	3 269	3 269	3 269	3 269	3 269	3 269	3 269
Основные средства	37 930	50 088	53 206	56 762	61 177	66 550	73 071	79 785	86 782	93 483	99 313
Долгосрочные активы по отложенному налогу на прибыль	490	521	511	566	633	702	788	838	912	958	963
Деловая репутация и прочие нематериальные активы	934	1 159	1 198	1 164	1 133	1 106	1 084	1 064	1 047	1 031	1 014
Прочие внеоборотные активы	1 289	791	791	791	791	791	791	791	791	791	791
Всего активов	59 632	71 461	78 062	85 792	95 048	106 090	118 935	131 064	144 386	156 654	166 685
Пассивы											
Текущие пассивы	9 728	10 575	10 815	10 696	11 085	11 715	12 755	13 341	14 361	14 979	15 006
Кредиторская задолженность	4 554	5 029	4 469	4 950	5 535	6 135	6 885	7 324	7 973	8 370	8 418
Краткосрочные кредиты и займы и текущая часть долгосрочной задолженности	2 214	3 232	2 909	1 939	1 293	862	575	383	255	170	113
Обязательства по уплате налогов	2 042	1 564	1 999	2 214	2 476	2 744	3 080	3 276	3 567	3 744	3 766
Прочие краткосрочные обязательства	918	750	1 438	1 593	1 781	1 974	2 215	2 357	2 566	2 693	2 709
Долгосрочные пассивы	8 691	10 546	11 345	10 892	10 173	10 323	10 506	10 394	10 433	10 337	10 034
Долгосрочная задолженность по кредитам и займам	4 829	6 577	7 104	6 165	4 873	4 418	3 876	3 206	2 536	1 867	1 197
Долгосрочные обязательства по отложенному налогу на прибыль	2 079	2 116	2 234	2 474	2 767	3 066	3 441	3 661	3 985	4 184	4 207
Обязательства, связанные с окончанием срока полезного использования активов	811	718	718	718	718	718	718	718	718	718	718
Прочая долгосрочная кредиторская задолженность	395	465	439	486	544	603	676	720	783	822	827
Доля миноритарных акционеров в капитале дочерних компаний	577	670	850	1 049	1 271	1 518	1 795	2 089	2 410	2 746	3 085
Всего обязательств	18 419	21 121	22 160	21 588	21 258	22 039	23 261	23 734	24 795	25 316	25 040
Акционерный капитал	41 213	50 340	55 902	64 204	73 790	84 051	95 674	107 330	119 592	131 338	141 645
Обыкновенные акции	15	15	15	15	15	15	15	15	15	15	15
Собственные акции, выкупленные у акционеров	(1 591)	(282)	(282)	(282)	(282)	(282)	(282)	(282)	(282)	(282)	(282)
Добавочный капитал	4 499	4 694	4 746	4 746	4 746	4 746	4 746	4 746	4 746	4 746	4 746
Нераспределенная прибыль	38 349	45 983	51 489	59 791	69 377	79 638	91 261	102 917	115 179	126 925	137 232
Прочий накопленный совокупный убыток	(59)	(70)	(66)	(66)	(66)	(66)	(66)	(66)	(66)	(66)	(66)
Всего пассивов	59 632	71 461	78 062	85 792	95 048	106 090	118 935	131 064	144 386	156 654	166 685

Источник: данные компании; Оценка: Велес Капитал

Отчет о прибылях и убытках ЛУКОЙЛа на 2007-2017 гг., млн долл.

	2007 г.	2008 г.	2009 г. (П)	2010 г. (П)	2011 г. (П)	2012 г. (П)	2013 г. (П)	2014 г. (П)	2015 г. (П)	2016 г. (П)	2017 г. (П)
Выручка от реализации	81 891	107 680	77 712	86 070	96 247	106 679	119 716	127 358	138 648	145 549	146 377
Операционные расходы	(6 172)	(8 126)	(6 797)	(7 639)	(8 626)	(9 493)	(10 362)	(11 347)	(12 481)	(13 600)	(14 362)
Стоимость приобретенных нефти и нефтепродуктов	(27 982)	(37 851)	(28 129)	(28 049)	(30 411)	(32 768)	(35 673)	(36 528)	(38 182)	(38 964)	(38 458)
Транспортные расходы	(4 457)	(5 460)	(5 081)	(6 482)	(7 592)	(8 754)	(9 738)	(10 947)	(12 949)	(14 142)	(15 226)
Коммерческие, общезозяйственные и админ. расходы	(3 207)	(3 860)	(3 246)	(3 595)	(4 020)	(4 456)	(5 001)	(5 352)	(5 874)	(6 195)	(6 231)
Налоги, кроме налога на прибыль	(9 367)	(13 464)	(6 747)	(7 995)	(9 026)	(10 248)	(11 766)	(12 575)	(13 742)	(14 464)	(14 517)
Акцизы и экспортные пошлины	(15 033)	(21 340)	(13 514)	(15 913)	(17 589)	(20 289)	(23 389)	(25 254)	(27 998)	(29 888)	(30 067)
Прочие	(430)	(912)	(224)	(255)	(297)	(343)	(401)	(445)	(505)	(553)	(578)
ЕБИТДА	15 243	16 667	13 974	16 141	18 685	20 328	23 385	24 911	26 918	27 743	26 938
Норма ЕБИТДА, %	18,6	15,5	18,0	18,8	19,4	19,1	19,5	19,6	19,4	19,1	18,4
Износ, истощение и амортизация	(2 172)	(2 958)	(3 966)	(4 227)	(4 505)	(4 850)	(5 271)	(5 782)	(6 308)	(6 856)	(7 382)
ЕБИТ	13 071	13 709	10 008	11 914	14 180	15 478	18 115	19 129	20 610	20 887	19 556
Норма ЕБИТ, %	16,0	12,7	12,9	13,8	14,7	14,5	15,1	15,0	14,9	14,4	13,4
Внеоперационные доходы/издержки	(53)	(1 343)	(611)	365	98	238	(3)	(23)	(6)	(22)	93
Прибыль до налогообложения	13 018	12 366	9 397	12 279	14 278	15 716	18 111	19 107	20 604	20 865	19 649
Норма прибыли до налогообложения, %	15,9	11,5	12,1	14,3	14,8	14,7	15,1	15,0	14,9	14,3	13,4
Налог на прибыль	(3 507)	(3 222)	(2 208)	(2 640)	(2 927)	(3 222)	(3 713)	(3 917)	(4 224)	(4 277)	(4 028)
Чистая прибыль	9 511	9 144	7 189	9 639	11 351	12 494	14 398	15 190	16 380	16 588	15 621
Норма чистой прибыли, %	11,6	8,5	9,3	11,2	11,8	11,7	12,0	11,9	11,8	11,4	10,7

Источник: данные компании; Оценка: Велес Капитал

Отчет о движении денежных средств ЛУКОЙЛа на 2007-2017 гг., млн долл.

	2007 г.	2008 г.	2009 г. (П)	2010 г. (П)	2011 г. (П)	2012 г. (П)	2013 г. (П)	2014 г. (П)	2015 г. (П)	2016 г. (П)	2017 г. (П)
Денежные потоки от операционной деятельности											
Чистая прибыль	9 511	9 144	7 189	9 639	11 351	12 494	14 398	15 190	16 380	16 588	15 621
Корректировки по неденежным статьям											
Износ и амортизация	2 172	2 958	3 966	4 227	4 505	4 850	5 271	5 782	6 308	6 856	7 382
Прочие корректировки, нетто	1 026	(489)	69	76	85	95	106	113	123	129	130
Изменения в активах и обязательствах											
Изменение оборотных активов	(3 629)	4 377	(1 752)	(1 186)	(1 875)	(1 991)	(2 420)	(1 454)	(2 150)	(1 357)	(255)
Изменение оборотных пассивов	1 801	(1 678)	655	1 138	1 386	1 420	1 775	1 040	1 537	940	113
Чистые денежные средства, полученные от основной деятельности	10 881	14 312	10 127	13 894	15 452	16 868	19 130	20 670	22 198	23 156	22 990
Денежные потоки от инвестиционной деятельности											
Приобретение лицензий	(255)	(12)	(14)	(16)	(18)	(20)	(23)	(26)	(29)	(31)	(33)
Капитальные вложения	(9 071)	(10 525)	(6 740)	(7 332)	(8 409)	(9 643)	(11 128)	(11 795)	(12 564)	(12 806)	(12 479)
(Приобретение) реализация краткосрочных финансовых вложений	(31)	238	(1 987)	(3 358)	(2 537)	(3 455)	(3 774)	(3 741)	(3 962)	(4 103)	(3 925)
Прочие, (преобретение) продажа инвестиций	(358)	(3 260)	(439)	(477)	(547)	(628)	(724)	(768)	(818)	(834)	(812)
Чистые денежные средства, использованные в инвестиционной деятельности	(9 715)	(13 559)	(9 180)	(11 182)	(11 511)	(13 746)	(15 650)	(16 329)	(17 372)	(17 775)	(17 250)
Денежные потоки от финансовой деятельности											
Поступление (погашение) краткосрочных займов	(59)	974	(323)	(970)	(646)	(431)	(287)	(192)	(128)	(85)	(57)
Поступление долгосрочных обязательств	2 307	2 884	1 458	0	0	0	0	0	0	0	0
Погашение долгосрочных обязательств	(1 632)	(1 547)	(931)	(939)	(1 292)	(455)	(542)	(670)	(670)	(670)	(670)
Дивиденды, выплаченные по акциям компании	(1 230)	(1 437)	(1 448)	(1 138)	(1 542)	(1 986)	(2 499)	(3 240)	(3 797)	(4 505)	(4 976)
Дивиденды, выплаченные миноритарным акционерам	(78)	(168)	0	0	0	0	0	0	0	0	0
Прочие	(406)	57	0	0	0	0	0	0	0	0	0
Чистые денежные средства, полученные от финансовой деятельности	(1 098)	763	(1 244)	(3 047)	(3 481)	(2 872)	(3 328)	(4 101)	(4 595)	(5 259)	(5 703)
Влияние изменений валютных курсов на величину денежных средств и их эквивалентов	21	(118)	0	0	0	0	0	0	0	0	0
Чистое увеличение (уменьшение) денежных средств и их эквивалентов	89	1 398	(296)	(334)	460	249	153	240	231	122	37
Денежные средства и их эквиваленты на начало года	752	841	2 239	1 943	1 608	2 069	2 318	2 470	2 711	2 942	3 063
Денежные средства и их эквиваленты на конец года	841	2 239	1 943	1 608	2 069	2 318	2 470	2 711	2 942	3 063	3 101

Источник: данные компании; Оценка: Велес Капитал

Финансовый анализ компании

Показатели создания стоимости

	2007 г.	2008 г.	2009 г. (П)	2010 г. (П)	2011 г. (П)	2012 г. (П)	2013 г. (П)	2014 г. (П)	2015 г. (П)	2016 г. (П)	2017 г. (П)
Рост инвестированного капитала (IC), %	23,5	22,1	10,7	10,7	10,3	11,8	12,3	10,9	10,5	9,2	7,4
Инвестированный капитал (IC), млн долл.	47 992	58 580	64 821	71 748	79 158	88 531	99 449	110 297	121 852	133 058	142 939
Акционерный капитал, млн долл.	41 213	50 340	55 902	64 204	73 790	84 051	95 674	107 330	119 592	131 338	141 645
Спред экономической прибыли, %	15,2	4,4	-3,6	-0,7	2,8	3,0	3,6	2,6	2,1	0,8	-1,2
EVA, млн долл.	7 303	2 571	(2 304)	(487)	2 223	2 665	3 613	2 842	2 528	1 059	(1 699)

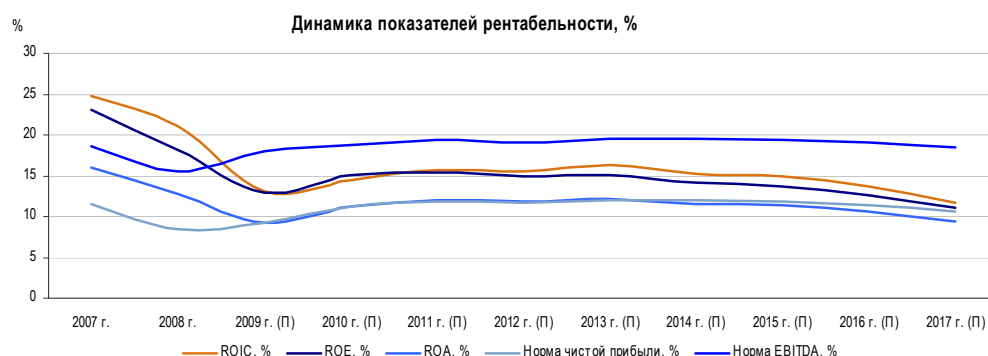
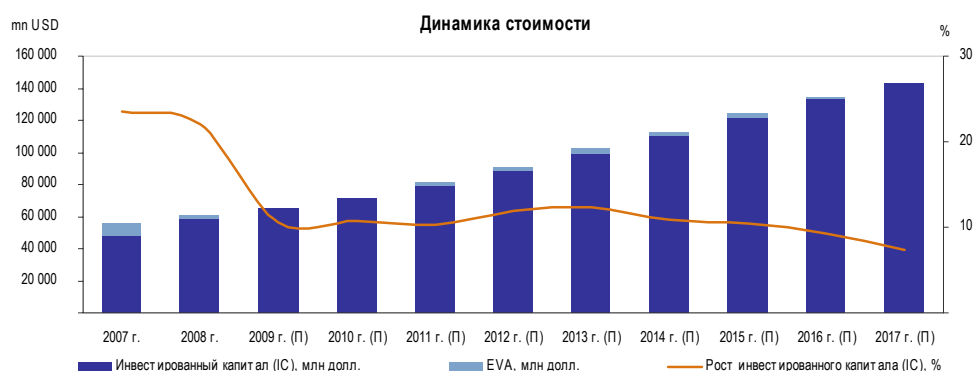
Анализ эффективности бизнеса

	2007 г.	2008 г.	2009 г. (П)	2010 г. (П)	2011 г. (П)	2012 г. (П)	2013 г. (П)	2014 г. (П)	2015 г. (П)	2016 г. (П)	2017 г. (П)
ROIC, %	24,7	21,1	13,1	14,4	15,7	15,5	16,3	15,3	14,9	13,6	11,7
ROE, %	23,1	18,2	12,9	15,0	15,4	14,9	15,0	14,2	13,7	12,6	11,0
ROA, %	15,9	12,8	9,2	11,2	11,9	11,8	12,1	11,6	11,3	10,6	9,4
Норма EBITDA, %	18,6	15,5	18,0	18,8	19,4	19,1	19,5	19,6	19,4	19,1	18,4
Норма EBIT, %	16,0	12,7	12,9	13,8	14,7	14,5	15,1	15,0	14,9	14,4	13,4
Норма чистой прибыли, %	11,6	8,5	9,3	11,2	11,8	11,7	12,0	11,9	11,8	11,4	10,7

Анализ финансового состояния

	2007 г.	2008 г.	2009 г. (П)	2010 г. (П)	2011 г. (П)	2012 г. (П)	2013 г. (П)	2014 г. (П)	2015 г. (П)	2016 г. (П)	2017 г. (П)
Финансовый рычаг	0,17	0,19	0,18	0,13	0,08	0,06	0,05	0,03	0,02	0,02	0,01
Эффект финансового левериджа	1,03	1,03	1,07	1,06	1,04	1,03	1,02	1,02	1,01	1,01	1,01
показатели долговой нагрузки											
Общий долг/EBITDA	0,46	0,59	0,72	0,50	0,33	0,26	0,19	0,14	0,10	0,07	0,05
Чистый долг/EBITDA	0,41	0,45	0,58	0,40	0,22	0,15	0,08	0,04	0,00	0,00	0,00
Краткосрочный долг/Чистая прибыль	0,23	0,35	0,40	0,20	0,11	0,07	0,04	0,03	0,02	0,01	0,01
Общий долг/Выручка	0,09	0,09	0,13	0,09	0,06	0,05	0,04	0,03	0,02	0,01	0,01
Общий долг/Активы	0,12	0,14	0,13	0,09	0,06	0,05	0,04	0,03	0,02	0,01	0,01
Краткосрочный долг/Долгосрочный долг	0,46	0,49	0,41	0,31	0,27	0,20	0,15	0,12	0,10	0,09	0,09
EBITDA/Проценты к уплате	46	43	20	23	32	45	61	77	103	137	182
Чистый долг (млн долл.)	6 202	7 570	8 070	6 496	4 097	2 962	1 980	878	(150)	(1 026)	(1 790)
показатели ликвидности											
коэф. покрытия (>2)	0,86	0,74	1,01	1,35	1,64	1,94	2,18	2,42	2,61	2,82	3,08
коэф. текущей ликвидности (>1)	1,84	1,48	1,76	2,17	2,53	2,87	3,13	3,40	3,59	3,81	4,09
коэф. абсолют. ликвидности (>0,2)	0,09	0,26	0,41	0,70	0,94	1,21	1,42	1,65	1,83	2,04	2,30
показатели оборачиваемости (дней)											
дебиторской задолженности	33	17	30	29	29	29	29	29	29	29	29
запасов	20	12	21	21	21	21	21	21	21	21	21
использование собственного оборотного капитала	10,02	21,29	9,40	6,86	5,67	4,86	4,41	3,98	3,72	3,45	3,16

Источник: данные компании; Оценка: Велес Капитал



Оценка справедливой стоимости

Расчет средневзвешенной стоимости капитала (WACC), %

	2007 г.	2008 г.	2009 г. (П)	2010 г. (П)	2011 г. (П)	2012 г. (П)	2013 г. (П)	2014 г. (П)	2015 г. (П)	2016 г. (П)	2017 г. (П)
Стоимость акционерного капитала (ks)	10,38	18,27	18,16	16,07	13,44	12,94	12,94	12,94	12,94	12,94	12,94
Безрисковая ставка, %	4,78	7,40	9,98	8,98	7,98	7,48	7,48	7,48	7,48	7,48	7,48
Доходность 10 year US Treasuries, %	3,76	4,32	3,83	3,83	3,83	3,83	3,83	3,83	3,83	3,83	3,83
Спред дефолта России, %	1,02	3,08	6,15	5,15	4,15	3,65	3,65	3,65	3,65	3,65	3,65
Риск за инвестирование в акции, %	5,00	10,00	7,50	6,50	5,00	5,00	5,00	5,00	5,00	5,00	5,00
Коэффициент β	1,120	1,087	1,091	1,091	1,091	1,091	1,091	1,091	1,091	1,091	1,091
Премия за корпоративное управление, %	0,00	0,00	0,00	0,00	0,00	0,00	0,00	0,00	0,00	0,00	0,00
Доля акционеров в структуре капитала, %	85,4	83,7	84,8	88,8	92,3	94,1	95,6	96,8	97,7	98,5	99,1
Стоимость заемного капитала (kd), %	6,00	12,00	10,50	9,50	8,25	7,75	7,75	7,75	7,75	7,75	7,75
Безрисковая ставка, %	4,78	7,40	9,98	8,98	7,98	7,48	7,48	7,48	7,48	7,48	7,48
Премия за инвестирование в долг компании, %	1,22	4,60	0,52	0,52	0,27	0,27	0,27	0,27	0,27	0,27	0,27
Эффективная ставка налога на прибыль, %	26,50	26,05	23,50	21,50	20,50	20,50	20,50	20,50	20,50	20,50	20,50
Доля долга в структуре капитала, %	14,60	16,31	15,19	11,21	7,71	5,91	4,45	3,24	2,28	1,53	0,92
WACC	9,51	16,73	16,62	15,11	12,90	12,53	12,63	12,72	12,78	12,83	12,87

Источник: данные компании; Оценка: Велес Капитал

Прогноз Free Cash Flow ЛУКОЙЛа на 2007-2017 гг., млн долл.

	2007 г.	2008 г.	2009 г. (П)	2010 г. (П)	2011 г. (П)	2012 г. (П)	2013 г. (П)	2014 г. (П)	2015 г. (П)	2016 г. (П)	2017 г. (П)
ЕВITDA	15 243	16 667	13 974	16 141	18 685	20 328	23 385	24 911	26 918	27 743	26 938
Амортизация и износ	2 172	2 958	3 966	4 227	4 505	4 850	5 271	5 782	6 308	6 856	7 382
ЕВIT	13 071	13 709	10 008	11 914	14 180	15 478	18 115	19 129	20 610	20 887	19 556
Налог на ЕВIT	(3 464)	(3 572)	(2 352)	(2 561)	(2 907)	(3 173)	(3 713)	(3 922)	(4 225)	(4 282)	(4 009)
ЕВIT после налогообложения (NOPAT)	9 607	10 137	7 656	9 352	11 273	12 305	14 401	15 208	16 385	16 605	15 547
Капвложения (CapEx)	9 684	13 797	7 193	7 825	8 974	10 291	11 876	12 588	13 410	13 671	13 325
Изменения оборотного капитала	(1 828)	2 699	(1 097)	(48)	(489)	(571)	(645)	(414)	(613)	(417)	(143)
FCF	267	1 997	3 333	5 707	6 315	6 292	7 151	7 987	8 669	9 373	9 461

Источник: данные компании; Оценка: Велес Капитал

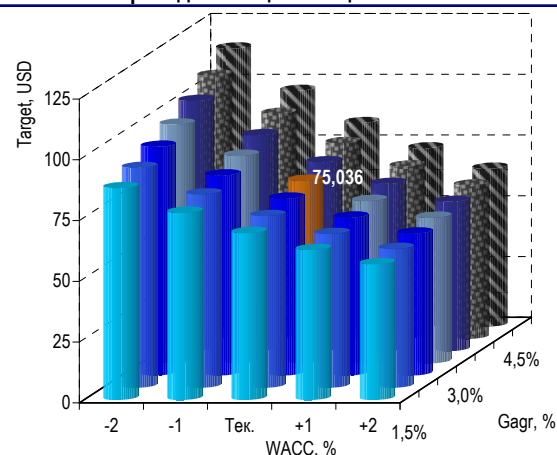
Оценка фундаментальной стоимости акций ЛУКОЙЛа

Темпы роста в бесконечности, %	3,00
Ставка дисконтирования, %	12,87
Стоимость дисконтированного денежного потока, млн долл.	34 989
Продленная стоимость, млн долл.	98 706
Дисконтированная продленная стоимость, млн долл.	37 465
Стоимость компании, млн долл.	72 455
Стоимость чистого долга, млн долл.	8 070
Миноритарная доля, млн долл.	850
Стоимость акционерного капитала, млн долл.	63 535
Количество акций, шт.	850 563 255
Фундаментальная стоимость 1 акции, долл.	75,04
Потенциал роста (падения), %	49,18

Источник: данные компании; Оценка: Велес Капитал

Анализ чувствительности средневзвешенной справедливой цены акции

Темп роста в постпрогнозный период, %	WACC, %				
	-2	-1	Тек.	+1	+2
1,5%	87,1	77,0	68,6	61,7	55,8
2,0%	90,4	79,5	70,6	63,2	57,0
2,5%	94,0	82,2	72,7	64,9	58,4
3,0%	98,1	85,3	75,0	66,7	59,8
3,5%	102,8	88,7	77,6	68,7	61,4
4,0%	108,2	92,6	80,5	70,9	63,1
4,5%	114,4	97,0	83,7	73,3	64,9



Оценка: Велес Капитал

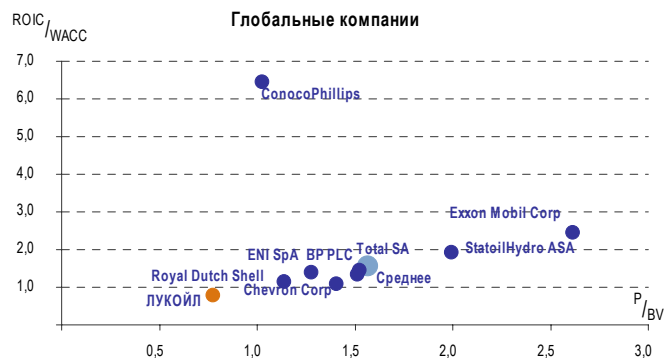
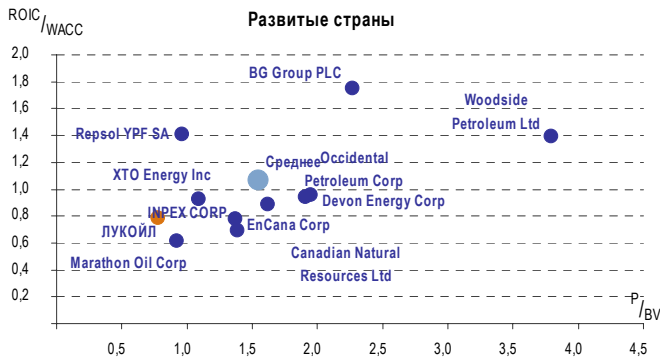
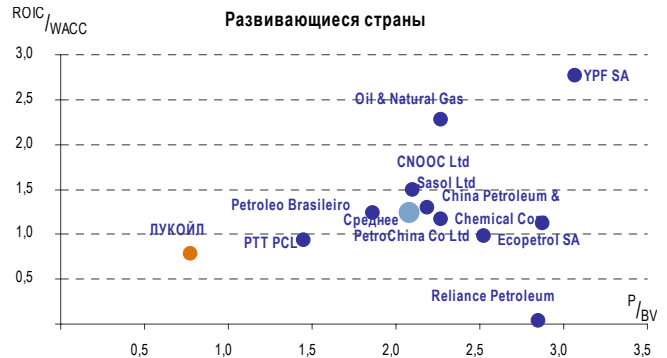
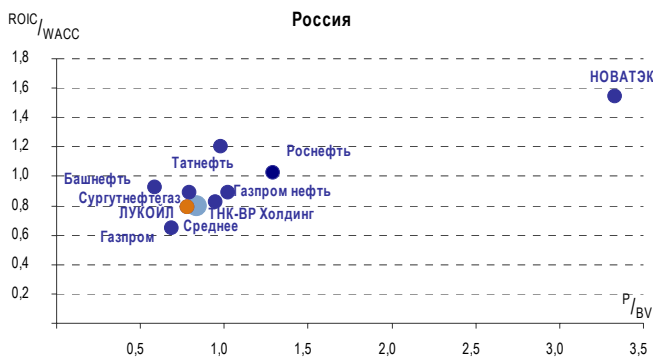
Сравнительная оценка компаний сектора

Основные мультипликаторы и коэффициенты компаний сектора

	Страна	Текущая		Рыночные мультипликаторы					финансовые мультипликаторы				
		капитализация (P), млн долл.	стоимость бизнеса (EV), млн долл.	EV/S	EV/ЕБИТДА	P/E	P/BV	EV/IC	ROE, %	ROA, %	ROIC, %	Норма EBITDA, %	ROIC/WACC
Глобальные компании													
Exxon Mobil Corp	США	327 659	324 793	1,10	6,81	17,48	2,61	2,65	16,17	12,55	20,42	16,08	2,43
Chevron Corp	США	136 455	144 288	0,78	5,00	15,25	1,41	1,38	9,73	6,99	10,00	15,68	1,07
ConocoPhillips	США	65 752	94 339	0,62	4,75	12,81	1,03	1,02	8,43	5,74	50,25	12,99	6,44
BP PLC	Великобритания	165 154	195 014	0,86	5,65	13,00	1,51	1,40	13,55	6,69	11,45	15,21	1,33
Royal Dutch Shell PLC	Нидерланды	171 074	196 728	0,68	4,72	11,90	1,14	1,12	10,18	6,02	8,98	14,31	1,14
Total SA	Франция	133 565	152 485	0,89	4,97	11,36	1,52	1,43	15,94	8,79	10,49	18,01	1,44
ENI SpA	Италия	93 844	120 547	1,08	3,98	11,91	1,28	1,20	12,01	8,19	10,64	27,23	1,39
StatoilHydro ASA	Норвегия	68 435	81 372	1,05	2,87	14,10	1,99	1,72	13,75	7,63	14,16	36,69	1,92
Среднез. по глобальным компаниям		145 242	163 696	0,87	5,00	13,77	1,57	1,47	12,59	7,97	12,79	16,68	1,57
Развитые рынки													
Occidental Petroleum Corp	США	58 222	58 675	3,74	7,56	21,97	1,91	1,90	8,89	7,23	10,01	49,49	0,94
Devon Energy Corp	США	27 169	34 237	4,25	7,23	87,31	1,95	1,63	4,36	-	8,69	58,82	0,96
Transocean Ltd	США	23 883	34 387	2,94	5,32	6,41	1,05	1,04	19,02	11,84	13,17	55,21	1,50
Apache Corp	США	27 921	31 666	3,88	5,90	30,52	1,81	1,65	8,35	-	6,12	65,78	0,63
Marathon Oil Corp	США	21 437	27 065	0,50	4,40	15,59	0,92	0,94	6,28	5,35	5,52	11,46	0,61
Anadarko Petroleum Corp	США	26 062	36 986	4,90	9,61	-	1,39	1,25	-	-	-	51,02	-
XTO Energy Inc	США	21 450	31 233	3,51	4,76	10,68	1,09	1,06	10,41	7,55	7,92	73,84	0,93
BG Group PLC	Великобритания	55 866	60 179	3,25	6,75	14,85	2,27	2,08	17,00	11,27	17,92	48,08	1,75
Tullow Oil PLC	Великобритания	13 523	14 413	15,55	25,33	-	5,43	4,26	2,86	2,38	5,60	61,38	0,52
Cairn Energy Plc	Великобритания	5 374	5 253	19,88	31,03	-	3,07	3,22	1,58	-	9,17	64,07	0,84
Dana Petroleum Plc	Великобритания	1 999	2 186	3,21	6,61	28,64	1,85	1,72	7,26	3,61	8,69	48,60	0,78
Venture Production PLC	Великобритания	2 062	2 289	2,90	4,43	16,95	2,32	2,05	16,31	7,31	10,06	65,56	1,12
Repsol YPF SA	Испания	29 381	48 436	0,73	4,98	11,97	0,96	0,97	8,07	3,90	8,36	14,69	1,41
Cia Espanola de Petroleos SA	Испания	10 977	13 335	0,58	9,16	19,99	1,42	1,32	5,31	2,88	4,93	6,38	0,95
OMV AG	Австрия	11 557	14 958	0,63	3,81	10,24	0,96	0,96	10,29	4,66	9,11	16,49	1,42
EnCana Corp	Канада	37 487	45 996	2,79	6,03	13,75	1,39	1,30	11,66	5,92	7,04	46,22	0,69
Suncor Energy Inc	Канада	46 670	56 904	2,50	17,45	35,63	2,16	1,78	5,57	7,49	3,72	14,32	0,31
Imperial Oil Ltd	Канада	30 240	30 283	1,48	10,93	22,35	3,35	3,34	15,35	23,28	24,80	13,52	2,24
Canadian Natural Resources Ltd	Канада	30 020	39 566	3,91	6,67	11,93	1,62	1,41	13,86	6,17	9,82	58,70	0,88
Neste Oil OYJ	Финляндия	4 171	6 581	0,44	9,62	19,79	1,30	1,17	6,52	4,37	6,29	4,55	0,89
Esso SA Francaise	Франция	1 764	1 448	0,11	3,32	8,21	0,73	0,69	11,10	-	-	3,29	-
Hellenic Petroleum SA	Греция	3 224	4 924	0,52	8,22	12,71	0,96	0,97	7,21	3,25	6,84	6,30	1,32
Paz Oil Co Ltd	Израиль	1 459	2 928	4,22	8,62	10,04	1,63	1,32	22,59	5,38	8,90	49,00	1,32
Saras SpA	Италия	3 198	3 898	0,50	7,92	25,03	1,67	1,49	6,78	1,85	6,80	6,27	0,97
ERG SpA	Италия	2 081	2 994	0,41	15,26	-	0,82	0,87	-	11,82	-	2,66	-
INPEX CORP	Япония	18 744	19 255	2,19	3,60	21,21	1,37	1,35	6,27	4,89	8,80	60,74	0,78
Nippon Oil Corp	Япония	8 278	21 814	0,36	6,74	9,84	0,82	0,92	7,47	2,70	5,68	5,38	1,12
Nippon Mining Holdings Inc	Япония	4 574	11 063	0,34	6,44	7,78	0,72	0,86	7,95	4,39	5,54	5,24	0,92
Galp Energia SGPS SA	Португалия	12 079	15 394	0,99	15,50	27,29	3,43	2,25	12,73	5,12	8,64	6,38	0,95
Addax Petroleum Corp	Швейцария	7 561	8 780	3,25	4,61	27,21	2,75	2,21	8,41	17,28	9,78	70,45	0,79
Woodside Petroleum Ltd	Австралия	27 597	33 403	9,04	12,80	23,94	3,79	2,55	17,60	9,62	15,30	70,62	1,40
Среднез. по развитым рынкам		12 045	15 272	1,25	6,74	16,24	1,55	1,40	10,77	8,33	10,19	42,85	1,07
Развивающиеся рынки													
YPF SA	Аргентина	15 240	16 185	1,47	4,48	13,24	3,07	2,74	15,68	9,43	-	32,80	2,77
Petroleo Brasileiro SA	Бразилия	164 964	202 530	2,09	7,53	13,51	1,86	1,61	15,62	6,20	13,72	27,78	1,24
PetroChina Co Ltd	Китай	340 911	359 410	2,88	10,07	21,62	2,53	2,34	13,03	9,05	12,85	28,58	0,98
China Petroleum & Chemical Corp	Китай	136 182	166 016	0,91	8,24	16,26	2,27	1,85	15,72	6,90	11,12	11,10	1,17
Ecopetrol SA	Колумбия	51 936	49 454	3,63	9,57	19,29	2,87	3,83	15,63	9,47	20,52	37,94	1,12
CNOOC Ltd	Гонконг	59 013	55 513	4,30	7,82	14,81	2,10	2,26	15,92	12,10	20,91	55,03	1,49
MOL Hungarian Oil and Gas NyRT	Венгрия	7 553	11 728	0,89	6,39	15,03	1,07	1,05	7,91	4,07	8,79	13,99	1,50
Oil & Natural Gas Corp Ltd	Индия	50 836	45 244	2,20	5,15	12,00	2,27	2,69	22,34	14,40	23,13	42,64	2,28
Reliance Petroleum Ltd	Индия	11 192	13 782	1,15	12,92	19,54	2,85	2,32	-	-	-	8,90	0,04
Indian Oil Corp Ltd	Индия	15 599	20 752	0,42	8,05	11,27	1,48	1,32	13,50	5,64	8,60	5,23	1,04
KazMunaiGas Exploration Production	Казахстан	9 604	7 415	2,90	6,60	11,22	1,16	1,42	32,04	25,54	-	44,01	3,39
Petronas Dagangan BHD	Малайзия	2 416	2 235	0,37	7,21	12,80	1,69	1,79	14,06	7,49	16,15	5,16	2,13
Oil & Gas Development Co Ltd	Пакистан	5 656	5 637	3,59	5,36	8,69	2,51	2,53	39,44	29,15	-	67,05	-
Polskie Gornictwo Naftowe I Gazownictwo SA	Польша	7 684	8 141	1,27	7,95	19,98	1,16	1,15	6,13	3,69	7,83	16,00	0,88
SNP Petrom SA	Румыния	4 711	5 429	1,20	5,46	11,09	0,79	0,81	7,25	4,43	4,68	21,91	0,64
Sasol Ltd	Южная Африка	23 656	25 656	1,55	6,72	13,90	2,18	2,00	16,57	11,48	18,91	23,01	1,29
PTT PCL	Тайланд	19 751	25 846	0,63	6,90	11,40	1,45	1,31	13,92	6,74	9,36	9,10	0,94
Tupras Turkiye Petrol Rafine	Турция	3 537	3 915	0,30	5,67	8,54	1,39	1,34	16,80	6,91	19,19	5,25	3,11
Ukrnafta Oil Co	Украина	861	937	1,26	7,59	81,37	0,67	0,68	5,39	12,26	4,69	16,64	0,49
Среднез. по развивающимся рынкам		21 998	25 069	1,41	8,06	16,07	2,08	1,89	14,84	8,63	14,34	28,06	1,24
Россия													
Газпром	РФ	120 439	160 431	1,63	4,45	6,03	0,68	0,76	10,92	7,68	9,35	36,58	0,65
Роснефть	РФ	67 086	85 639	2,02	7,91	12,23	1,29	1,22	13,06	7,39	9,29	25,58	1,02
ЛУКОЙЛ	РФ	42 783	50 353	0,65	3,60	5,95	0,78	0,76	12,86	9,21	13,07	17,98	0,79
Сургутнефтегаз	РФ	31 914	8 448	0,54	1,26	7,45	0,79	0,44	9,71	10,01	13,13	42,62	0,89
ТНК-ВР Холдинг	РФ	21 235	22 881	0,81	3,61	7,66	0,95	1,11	16,67	9,76	19,55	22,44	0,82
Газпром нефть	РФ	17 211	18 283	0,94	4,22	6,82	1,02	1,02	17,83	12,84	15,05	22,26	0,89
НОВАТЭК	РФ	11 477	12 092	4,36	10,68	16,09	3,33	2,60	16,64	12,10	19,14	42,02	1,55
Татнефть	РФ	8 715	9 209	0,83	4,95	8,39	0,98	0,98	9,78	7,03	9,35	16,81	1,20
Башнефть	РФ	2 123	1 668	0,66	2,83	7,44	0,59	0,53	1,65	0,86	11,60	23,16	0,92
РИТЭК	РФ	941	1 366	1,73	-	8,14	1,51	1,30	20,86	11,26	-	-	1,74
Среднез. по РФ		14 518	17 674	1,18	4,27	6,83	0,84	0,87	11,45	7,81	10,74	27,26	0,80

Источник: данные компаний, международные информ. агентства; Оценка: Велес Капитал

Соотношение рентабельности и оцененности активов ЛУКОЙЛа с другими компаниями



Оценка: Велес Капитал

Расчет справедливой стоимости бизнеса (сравнительный подход)

	Капитализация, млн долл.			EV/S	EV/ЕБИТДА	P/E	P/BV	EV/IC
	Текущая	Потенциал роста, %	Справедливая					
Газпром	120 439	77,12	213 327	81 586	199 277	292 148	260 258	256 585
Роснефть	67 086	-2,06	65 704	33 182	51 674	78 314	84 661	87 348
ЛУКОЙЛ	42 783	90,52	81 510	73 813	64 155	87 500	95 757	92 159
Сургутнефтегаз	31 914	61,59	51 568	37 063	52 131	53 206	64 504	51 207
ТНК-ВР Холдинг	21 235	85,28	39 344	36 305	42 897	49 615	36 683	32 899
Газпром нефть	17 211	58,95	27 356	22 696	27 006	36 021	27 467	25 844
НОВАТЭК	11 477	-48,43	5 918	2 446	6 405	8 844	6 307	6 200
Татнефть	8 715	53,40	13 368	13 023	11 561	14 833	14 571	13 672
Башнефть	2 123	117,31	4 613	3 559	4 270	4 074	5 905	5 210
РИТЭК	941	9,05	1 026	542	н/с	1 650	1 020	1 154
Транснефть	1 018	786,94	9 033	-1 040	11 514	18 865	6 321	9 284
Потенциал роста сектора		57,80						

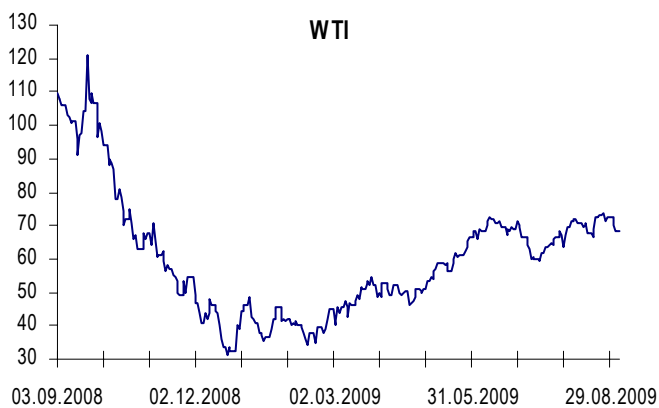
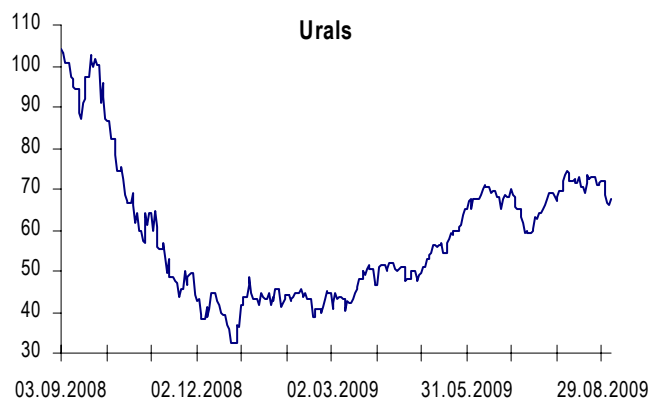
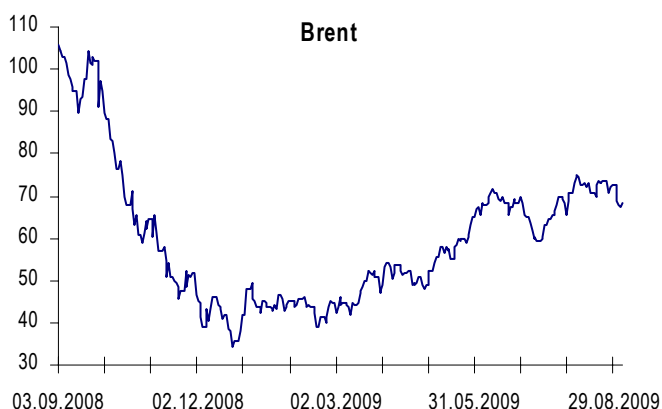
Источник: данные компаний, консенсус прогноз; Оценка: Велес Капитал

Сырьевые рынки

Текущие цены на нефть

	Закрытие, долл.	Изменение день, долл.	Изменение, %					С начала года, долл.	
			день	неделя	месяц	с 1 янв.	год	мин.	макс.
Light, долл./барр.	▼ 67,07	-0,35	-0,52	-6,34	-8,10	48,29	-37,93	39,22	75,58
Brent, долл./барр.	▼ 67,22	-0,79	-1,16	-5,12	-8,27	60,97	-36,96	35,37	75,52
Urals, долл./барр.	▼ 66,34	-0,35	-0,52	-6,23	-7,62	58,59	-37,13	35,82	74,43
WTI, долл./барр.	- 68,05	-	-	-4,73	-4,93	52,58	-37,97	33,98	73,93
Brent-Urals	▼ 0,88	-0,44	-33,33	780,00	-40,14	-1 357,14	-20,72	-2,52	5,72

Графики цен на нефть



Краткий справочник инвестора

Методы, применяемые для оценки акций				
Доходный подход		Сравнительный подход	Затратный подход	
Метод DCF		Мультипликативный анализ	Метод чистых активов	
Метод экономической прибыли				
Концепция оценки единого объекта (EV) *	Дисконтирование ден. потоков фирмы (FCFF)	Дисконтирование эк. прибыли фирмы (EVA)		
Прямой расчет стоимости акционерного капитала (SV) **	Дисконтирование ден. потоков для акционеров (FCFE)	Дисконтирование эк. прибыли для акционеров (Edwards-Bell-Ohlson метод)		

* Стоимость долга рассчитывается отдельно и затем вычитается из общей стоимости бизнеса (target EV), сформированной исходя из ден. потоков / эк. прибыли фирмы.

** Доля учитывается в расчете интегрированно - через ежегодные погашения. Соответственно справедливая стоимость акц. капитала (target SV) формируется прямым образом - исходя из ден. потоков / эк. прибыли для акционеров.

Примечание:

DCF Методы отличаются от методов эк.прибыли способом учета инвестиций. Методы концепции оценки единого объекта отличаются от методов прямого расчета стоимости акционерного капитала - способом учета стоимости и обслуживания долговых обязательств.

Расчет стоимости в рамках доходного подхода:

	расчет стоимости бизнеса (EV) в рамках оценки стоимости единого объекта	расчет стоимости акционерного капитала (SV)
Метод DCF (FCFF)	$EV = \sum_{i=1}^n \frac{FCFF_i}{(1+WACC_i)^i} + \frac{TV}{(1+WACC_1)^n} + NA$	$SV = EV - D$
Метод DCF (FCFE)		$SV = \sum_{i=1}^n \frac{FCFE_i}{(1+k_{si})^i} + \frac{TV}{(1+k_{si})^n} + Cash + NA$
Метод экономической прибыли (EVA)	$EV = IC_1 + \sum_{i=1}^n \frac{EVA_i}{(1+WACC_i)^i} + \frac{TV}{(1+WACC_1)^n} + NA$	$SV = EV - D$
Метод EBO		$SV = BV_1 + \sum_{i=1}^n \frac{SVA_i}{(1+k_{si})^i} + \frac{TV}{(1+k_{si})^n} + Cash + NA$

Обозначения:

- EV - стоимость бизнеса (Enterprise Value)
- SV - стоимость акционерного капитала (Shareholders Value)
- TV - стоимость бизнеса / акц.капитала в постпрогнозном периоде (Terminal Value)
- Capx - темпы развития в постпрогнозном периоде
- BV, E - акционерный капитал на начало периода (Balance Value, Equity)
- EBIT - операционная прибыль от продаж, прибыль до уплаты процентов по кредиту и налога на прибыль
- EBITDA - операционная прибыль до уплаты процентов по кредиту, налога на прибыль и амортизации
- EBT - доналоговая прибыль (Earnings Before Tax)
- EAT - чистая прибыль (Earnings After Tax)
- EPS - чистая прибыль на одну акцию (Earnings Per Share)
- NOPAT - чистая операционная прибыль, очищенная от эффектов долгового финансирования
NOPAT = EBIT * (1 - эффективная ставка налога на прибыль)
- FCFF - свободный ден.поток фирмы (Free Cash Flow to Firm)
FCFF = валовый ден. поток - валовые инвестиции
Валовый ден. поток = NOPAT + амортизация
- FCFE - свободный ден.поток для акционеров (Free Cash Flow to Equity)
FCFE = валовый акционерный ден. поток - валовые инвестиции
Валовый акционерный ден. поток = EAT операционной деятельности (вкл. процентные платежи) - ежегодное погашение долга + привлечение заемных средств + амортизация
- EVA - экономическая добавленная стоимость, экономическая прибыль фирмы (Economic Value Added)
EVA = спрэд экономической прибыли * IC = (ROIC - WACC) * IC
- SVA - экономическая прибыль для акционеров (Shareholders Value Added)
SVA = спрэд * E = (ROE - k_s) * E
- WACC - средневзвешенная стоимость капитала (Weighted Average Cost of Capital)
- k_s - требуемая доходность акционеров
- D - справедливая (рыночная) стоимость чистого долга
- Cash - денежные средства, а также рыночные ценные бумаги на балансе
- NA - неоперационные активы
- IC - инвестированный капитал в операционную деятельность на начало периода (Invested Capital)
- ROIC - рентабельность инвестированного капитала (Return on Invested Capital)
ROIC = NOPAT / IC
- ROE - рентабельность акционерного капитала (Return on Equity)
- ROA - рентабельность активов (Return on Assets)

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, указанным 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 2009 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».

Аналитическое управление**research@veles-capital.ru**

Михаил Зак
Начальник Управления
Стратегия
MZak@veles-capital.ru

Иван Манаенко
Начальник отдела анализа
долгового рынка
IManaenko@veles-capital.ru

Илья Федотов
Телекоммуникации
IFedotov@veles-capital.ru

Станислав Фоменко
Металлургия
SFomenko@veles-capital.ru

Марина Иркли
Машиностроение и транспорт
Mlrkly@veles-capital.ru

Олег Зотиков
Энергетика
OZotikov@veles-capital.ru

Дмитрий Лютягин
Нефть и газ
DLyutyagin@veles-capital.ru

Управление фондовых операций**sales@veles-capital.ru**

Юрий Павлов
Директор (VIP клиенты)
YPavlov@veles-capital.ru

Сергей Ветошкин
Корпоративные клиенты
SVetoshkin@veles-capital.ru

Александр Таран
Трейдинг (Украина)
ATaran@veles-capital.com.ua

Управление доверительных операций**am@veles-capital.ru**

Бейшен Исаев
Начальник Управления
BIsaev@veles-capital.ru

Вадим Лабед
Работа с инвесторами
VLabed@veles-capital.ru

Станислав Бродский
Инвестиционные продукты
SBrodsky@veles-capital.ru

Россия, Москва, 123610, Краснопресненская наб., д. 12,
7 подъезд, 18 этаж
Телефон: 7 (495) 258 1988
Факс: 7 (495) 258 1989
www.veles-capital.ru

Украина, Киев, 04070, ул. Набережно-Крещатицкая,
д. 37/55
Телефон: 38 (044) 459 0250
Факс: 38 (044) 459 0251