

«ЛУКОЙЛ» остается одной из наиболее перспективных историй в нефтегазе

В последние месяцы акции «ЛУКОЙЛа» корректировались на фоне снижения мировых цен на нефть, аномальной крепости рубля и роста геополитической напряженности. При этом даже в условиях ухудшившейся рыночной конъюнктуры акции «ЛУКОЙЛа», по нашим оценкам, смогут принести двузначную дивидендную доходность по итогам года. Кроме того, нефтяник выделяется значительной чистой денежной позицией, низкой оценкой по мультипликаторам и эффективной по меркам сектора нефтепереработкой.

LKON		Покупать	
12M Целевая цена		7 283 руб.	
Текущая цена		5 925 руб.	
Потенциал роста		22,9%	
ISIN		RU0009024277	
Капитализация, млрд руб.		4 105	
EV, млрд руб.		3 125	
Количество акций, млн		692,9	
Финансовые показатели, млрд руб.			
Показатель	2023	2024	2025П
Выручка	7 928	8 622	7 051
EBITDA	2 005	1 785	1 219
EBIT	1 428	1 192	611
Чистая прибыль	1 155	849	523
DPS, руб.	945	1055	674
Показатели рентабельности			
Показатель	2023	2024	2025П
Маржа EBITDA	25,3%	20,7%	17,3%
Чистая маржа	14,6%	9,8%	7,4%
ROE	19,5%	12,8%	7,3%
Мультипликаторы			
Показатель	2024	2025П	
EV/EBITDA	1,8	2,6	
P/E	4,8	7,8	
DY	17,8%	11,4%	

Мы понижаем целевую цену по акциям «ЛУКОЙЛа» с 8 395 до 7 283 руб. на горизонте 12 месяцев и сохраняем рейтинг «Покупать». Апсайд составляет 22,9%. С учетом дивидендов на горизонте 12 месяцев апсайд 34,3%. Снижение целевой цены преимущественно связано с более низкими рублевыми ценами на нефть.

«ЛУКОЙЛ» — вторая по объемам добычи и капитализации нефтяная компания в РФ, уступающая по этим параметрам лишь «Роснефти». Деятельность «ЛУКОЙЛа» охватывает добычу и переработку нефти и газа, сеть АЗС, нефтехимию, а также генерацию электроэнергии.

«ЛУКОЙЛ» выделяется в секторе щедрой дивидендной политикой, предусматривающей выплату 100% скорректированного FCF. По итогам текущего года ожидаем выплаты 674 руб. на акцию, что соответствует 11,4% доходности. Вероятное снижение выплат в годовом выражении связано с ухудшением рыночной конъюнктуры.

На конец 2024 года «ЛУКОЙЛ» накопил значительную чистую денежную позицию, превышающую 1 трлн руб. Изначально эти средства накапливались для выкупа акций у нерезидентов, однако соответствующее разрешение так и не было получено. Сейчас эти денежные средства позволяют получать повышенные процентные доходы, а в будущем не исключено их использование для M&A или обратного выкупа акций.

Среди сильных сторон «ЛУКОЙЛа» можно выделить и низкую оценку по мультипликаторам (EV/EBITDA 2025E составляет 2,6) и ряд международных проектов развития.

Локально основным сдерживающим фактором для «ЛУКОЙЛа» выступает снижение рублевых цен на нефть. Из-за аномальной крепости рубля и снижения мировых цен на нефть стоимость Urals последние месяцы держится ниже 5 000 руб./барр., хотя ранее долгое время держалась выше уровня 6 000 руб./барр.

Для расчета целевой цены акций «ЛУКОЙЛа» мы использовали модель дисконтированных дивидендов (DDM). При этом применили достаточно высокую ставку дисконтирования 20,7%, что связано с повышенной безрисковой ставкой в РФ. Наша оценка предполагает апсайд 22,9% без учета дивидендов.

Среди ключевых рисков для акций «ЛУКОЙЛа» можно выделить возможность снижения мировых цен на нефть, дальнейшего укрепления рубля, роста налоговой нагрузки в РФ и сокращения маржинальности переработки. Также отметим, что в негативном сценарии под риском санкций или национализации будут европейские НПЗ «ЛУКОЙЛа».

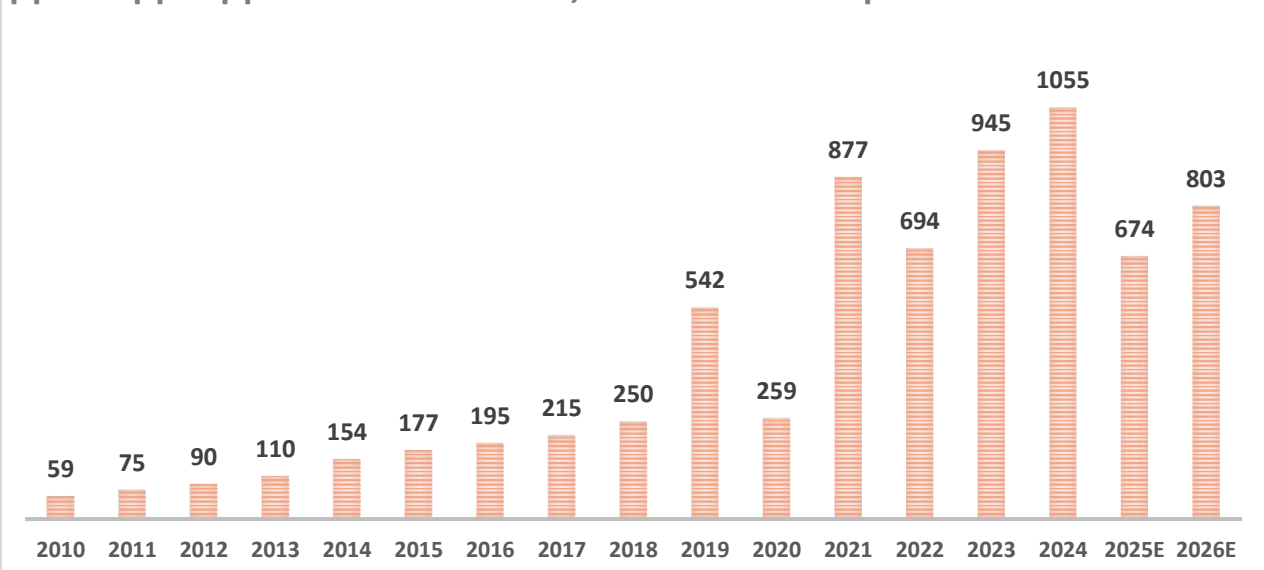
Описание компании

«ЛУКОЙЛ» — вторая по объемам добычи и капитализации нефтяная компания в РФ, уступающая по этим параметрам лишь «Роснефти». Деятельность «ЛУКОЙЛа» охватывает добычу и переработку нефти и газа, сеть АЗС, нефтехимию, а также генерацию электроэнергии. Более 90% выручки компания получает от продажи нефти и нефтепродуктов, в то время как прочие сегменты относительно незначительны. Большую часть выручки «ЛУКОЙЛ» получает от экспортного направления, что частично связано с активностью компании в трейдинговом бизнесе.

Рынок и факторы роста

- «ЛУКОЙЛ» исторически выделялся одной из наиболее щедрых дивидендных политик на рынке, предусматривая выплату 100% свободного денежного потока, скорректированного на байбэк, процентные платежи и погашения обязательств по аренде. Выплаты осуществляются дважды в год. В последние годы компания выплачивала незначительно меньше, дополнительно корректируя FCF, например, на погашение долга. На фоне ухудшившейся рыночной конъюнктуры, по нашим прогнозам, по итогам текущего года дивиденды «ЛУКОЙЛа» могут составить 674 руб. на акцию, что соответствует 11,4% доходности.

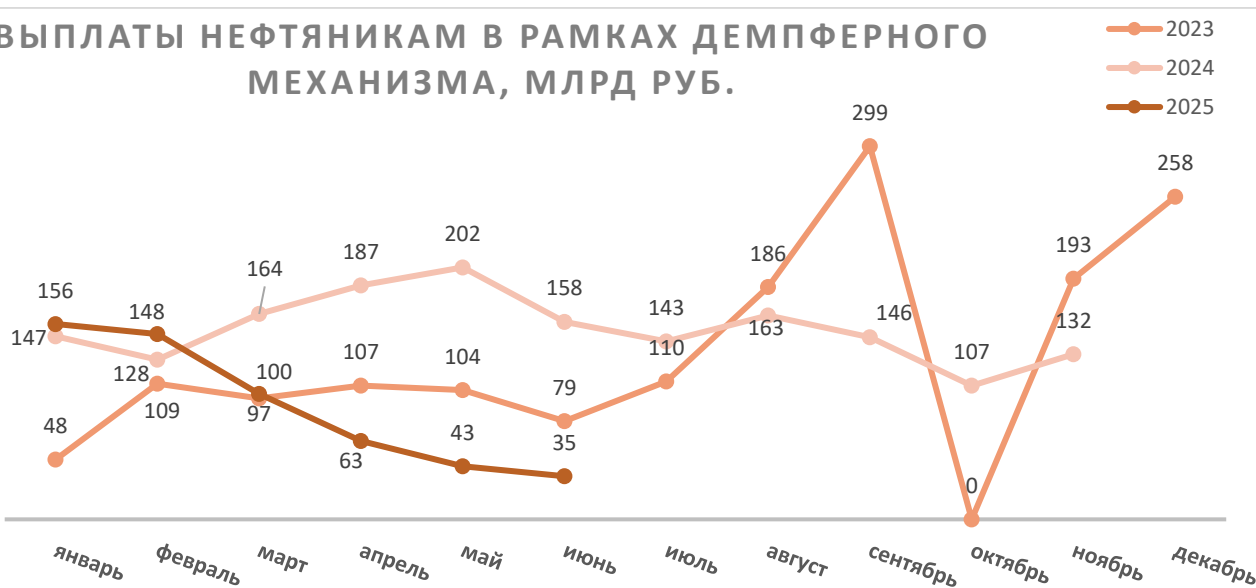
ДИВИДЕНДЫ «ЛУКОЙЛА», РУБ. НА АКЦИЮ



Источник: данные компании, прогнозы ФГ «Финам»

- Сильной стороной «ЛУКОЙЛа» исторически является эффективная нефтепереработка как в РФ, так и за рубежом. В частности, в РФ глубина переработки компании превышает 91% — выше из крупных компаний только у «Татнефти» и «Газпром нефти». В период повышенной маржинальности переработки в РФ и в мире (как в 2022–2024 гг.) «ЛУКОЙЛ» получал дополнительную прибыль. При этом сейчас маржинальность переработки нормализовалась, что косвенно заметно по снижению демпферных платежей нефтяникам. Из-за этого в текущем году направление переработки «ЛУКОЙЛа» может показать негативную динамику финансовых результатов относительно высокой базы прошлого года.

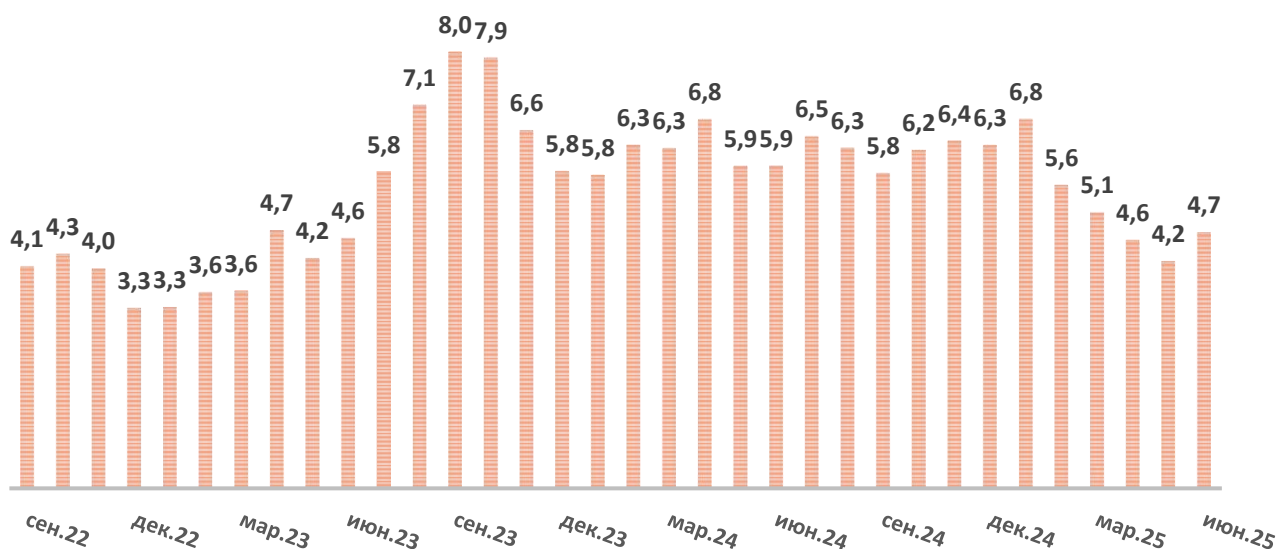
ВЫПЛАТЫ НЕФТЯНИКАМ В РАМКАХ ДЕМПФЕРНОГО МЕХАНИЗМА, МЛРД РУБ.



Источник: Минфин РФ

- Ключевой фактор неопределенности для «ЛУКОЙЛа» — снижение рублевых цен на нефть из-за аномальной крепости рубля и коррекции мировых цен на нефть. Мы считаем, что крепость рубля, скорее, временное явление, однако мировые цены на нефть могут остаться пониженными из-за действий ОПЕК+. Восстановление добычи со стороны ОПЕК+ позволит в том числе «ЛУКОЙЛу» перейти к улучшению операционных результатов, однако следующее за этим снижение цен, вероятно, продолжит давить на маржинальность бизнеса нефтяника.

СТОИМОСТЬ НЕФТИ URALS, ТЫС. РУБ./БАРР.



Источник: Минэкономразвития, ЦБ РФ

- За последние годы нефтяник смог накопить значительную чистую денежную позицию — более 1 трлн руб. на конец 2024 года. Изначально данные средства накапливались с целью выкупить

с дисконтом пакет принадлежащих нерезидентам акций, однако соответствующее разрешение так и не было получено. Допускаем, что в будущем данные денежные средства могут быть использованы для M&A или обратного выкупа акций. Сейчас кубышка позволяет «ЛУКОЙЛу» получать повышенные процентные доходы на фоне все еще жесткой ДКП в РФ.

- «ЛУКОЙЛ» выделяется в секторе низкой оценкой по мультипликаторам. В частности, EV/EBITDA 2025E, по нашим оценкам, составляет всего 2,6.

Риски

- Ключевой риск для инвестиционного кейса «ЛУКОЙЛа» — возможность более длительного периода сниженных рублевых цен на нефть.
- Для «ЛУКОЙЛа» старт цикла смягчения ДКП со стороны ЦБ РФ является негативным фактором, так как это снизит процентные доходы компании.
- Нельзя исключать, что «ЛУКОЙЛ» будет вынужден продать свои доли в НПЗ в Румынии, Болгарии и Нидерландах, как это случилось с итальянским НПЗ. Влияние каждой такой сделки на акции «ЛУКОЙЛа» будет зависеть от цены продажи, но в текущих условиях реализовать европейские активы по привлекательной цене, вероятно, будет непросто. При этом уже сейчас на болгарском НПЗ компании действует повышенный уровень налоговой нагрузки, что давит на прибыль актива.
- Компания может попасть под американские санкции, если геополитическая ситуация не улучшится.
- Маржа нефтепереработки может перейти к дальнейшему снижению.
- Не исключен рост налоговой нагрузки на сектор на фоне растущего дефицита бюджета.

Финансовые результаты

В текущем году мы ожидаем заметного снижения основных показателей «ЛУКОЙЛа» на фоне падения рублевых цен на нефть и сокращения маржинальности переработки. В то же время некоторой поддержкой для показателей станет восстановление добычи в рамках соглашения ОПЕК+, но эффект от этого в большей степени будет замечен во втором полугодии. На показатель чистой прибыли дополнительно негативно повлияет рост ставки налога до 25%. При этом в 2026 году мы ожидаем восстановления показателей «ЛУКОЙЛа», так как полагаем, что текущий уровень рублевых цен на нефть является неустойчивым.

«ЛУКОЙЛ»: историческая и прогнозная динамика ключевых показателей, млрд руб.

Показатель	2023	2024	2025E	2026E
Отчет о прибылях и убытках				
Выручка	7 928	8 622	7 051	7 844
EBITDA	2 005	1 785	1 219	1 530
EBIT	1 428	1 192	611	916
Чистая прибыль акц.	1 155	849	523	747
Рентабельность				
Рентабельность EBITDA	25,3%	20,7%	17,3%	19,5%
Рентабельность чистой прибыли	14,6%	9,8%	7,4%	9,5%
ROE	19,5%	12,8%	7,3%	9,8%
Дивиденды				

DPS, руб.	945	1055	674	803
-----------	-----	------	-----	-----

Источник: данные компании, прогнозы ФГ «Финам»

Оценка

На наш взгляд, ключевым фактором в инвестиционном кейсе «ЛУКОЙЛа» являются дивиденды, на фоне чего мы оценивали акции нефтяника с помощью модели дисконтированных дивидендов (DDM). Наша оценка предполагает целевую цену 7 283 руб. на горизонте 12 месяцев. Это соответствует апсайду 22,9% и рейтингу «Покупать». С учетом прогнозных дивидендов на горизонте 12 месяцев (674 руб. на акцию) апсайд составляет 34,3%.

Показатель	2026E	2027E	2028E	2029E	2030E	2031E
DPS по итогам года, руб.	803	943	1 048	1 156	1 278	1 437
Дисконтированные дивиденды, руб.	731	712	655	599	548	511
Рост дивидендов после 2031 г. (TGR)	3,0%					
Ставка дисконтирования	20,7%					
Сумма дисконтированных дивидендов за период 2025–2031 гг., руб.		3 755				
Сумма дисконтированных дивидендов после 2031 г., руб.		3 527				
Целевая цена акции «ЛУКОЙЛа» на июль 2026 г., руб.		7 283				

Источник: расчеты и прогнозы ФГ «Финам»

Мы использовали достаточно высокую ставку дисконтирования — 20,7%, что в первую очередь связано со все еще повышенной безрисковой ставкой из-за жесткой политики ЦБ. Для учета вероятной нормализации ДКП в долгосрочной перспективе в постпрогнозный период мы использовали ставку 15,0%. Отметим, что в расчетах мы предполагали, что курс рубля будет умеренно слабеть к доллару, а нефть сорта Urals на долгосрочном горизонте стабилизируется около \$65 за баррель.

Акции на фондовом рынке

За последний год акции «ЛУКОЙЛа» умеренно отстали от широкого рынка и нефтегазового сектора. Полагаем, что это может быть связано с достаточно большой чувствительностью «ЛУКОЙЛа» к снижению маржинальности переработки и высокой вероятностью уменьшения дивидендных выплат по итогам 2025 года. При этом у «ЛУКОЙЛа» одни из наиболее низких мультипликаторов в секторе, компания выделяется значительной чистой денежной позицией, а дивидендная доходность даже в текущих условиях превышает среднеотраслевые значения. На этом фоне сохраняем позитивный взгляд на акции «ЛУКОЙЛа» относительно сектора.

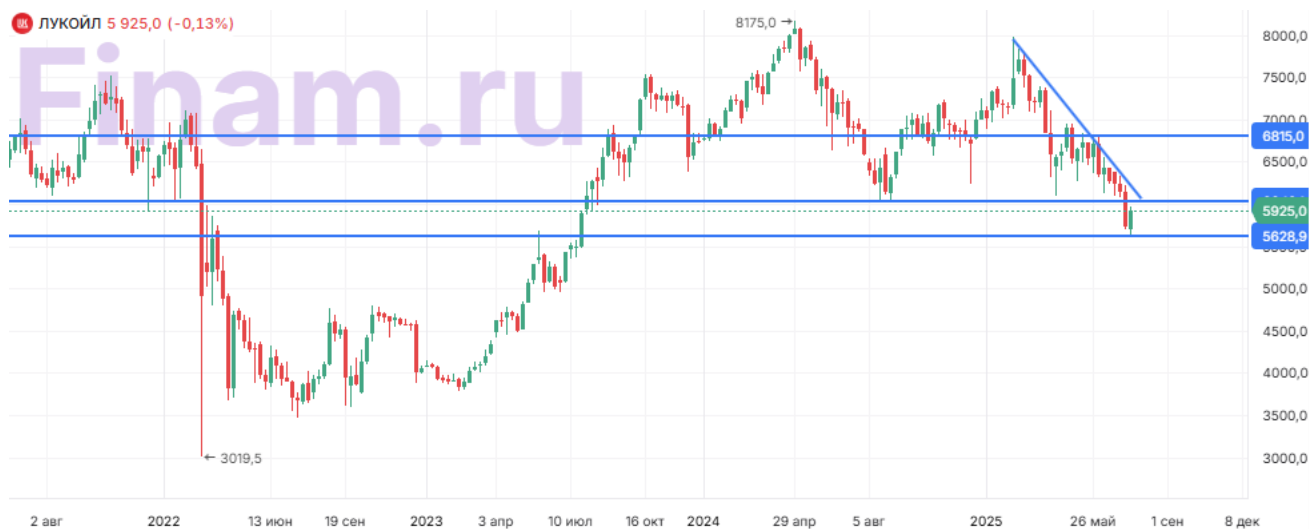
РЕБАЗИРОВАННАЯ ДИНАМИКА



Источник: Finam.ru

Техническая картина

С технической точки зрения на недельном графике акции «ЛУКОЙЛа» пытаются вернуться выше ключевого уровня поддержки около 6 000 руб., который совпадает с границей нисходящего тренда. В случае неудачи ближайшей поддержкой будет выступать предыдущий локальный минимум у отметки 5 630 руб.



Источник: Finam.ru



* Цены и другие рыночные данные указаны на время подготовки материала, выпущенного 15.07.2025.

Брокерские и консультационные услуги оказывает АО «ФИНАМ». 127006, г. Москва, пер. Настасьинский, д. 7, стр. 2, комн. 33. Более подробную информацию об услугах ФГ «Финам» на российском и международных рынках вы можете получить на сайте Finam.ru или у своего менеджера.

Материал носит информационный характер, не является индивидуальной инвестиционной рекомендацией или предложением приобрести упомянутые ценные бумаги. Приобретение иностранных ценных бумаг связано с дополнительными рисками. Настоящий материал и содержащиеся в нем сведения подготовлены специалистами ФГ «Финам», носят исключительно информативный характер и не могут рассматриваться ни как приглашение или побуждение сделать оферту, ни как просьба купить или продать ценные бумаги / другие финансовые инструменты, либо осуществить какую-либо инвестиционную деятельность. Представленная информация подготовлена на основе источников, которые, по мнению авторов данного аналитического обзора, являются надежными, но при этом отражает исключительно мнение авторов относительно анализируемых объектов. Несмотря на то что настоящий обзор составлен с максимальной возможной тщательностью, ни его авторы, ни ФГ «Финам» не заявляют и не гарантируют ни прямо, ни косвенно его точность и полноту. Любая информация и любые суждения, приведенные в данном материале, являются суждением на момент публикации настоящего аналитического обзора и могут быть изменены без предупреждения. Ни ФГ «Финам», ни его сотрудники не несут ответственности за какие-либо потери, возникшие в результате использования настоящего материала либо в какой-либо другой связи с ним. Копирование, воспроизводство и/или распространение настоящего материала, частично или полностью, без письменного разрешения ФГ «Финам» категорически запрещено.