



**salmón mundi**

Gran Evento VIFM

Febrero 2020

# Salmón Mundi Capital

- Asesoramos la Sicav Salmón Mundi Capital (ISIN: ES0109297038) que cotiza en el MAB.
- Nuestra filosofía de inversión está basada en el Value Investing y la teoría económica austriaca.
- Invertimos en diferentes países y activos, pudiendo utilizar posiciones cortas.
- Nos interesan activos, sectores, materias primas y países que no están de moda.
- Invertimos nuestro patrimonio financiero en el vehículo.
- Nuestro horizonte temporal es de largo plazo.

# Quiénes somos



**Guillermo Nieto**

- Socio y Director de Inversiones.
- Licenciado en Derecho y Dirección y Adm. de Empresas por ICADE (E-3).
- Anteriormente analista de bancos, aerolíneas y papeleras y había gestionado carteras familiares.



**Marta Escribano**

- Socio y Analista de Inversiones.
- Licenciada en Derecho por ICADE (E-1 empresarial) y master en Mercados Financieros e Inversión Alternativa (MFIA).
- Anteriormente en tesorería y mesas de renta variable, fija y FX.



**LUKOIL**

# Tesis de inversión

- Lukoil es la primera petrolera integrada independiente rusa.
- Tiene un buen equipo directivo que controla la compañía (38% directamente).
- Su vida de las reservas es de 18 años, frente a los 12 años de media de la industria.
- Su ROCE es del 15%, casi el doble del de la industria, y a flujo de caja libre por barril (\$12) es de las mejores del sector.
- Está muy barata, cotiza a P/B 1x, PER 6,6x y 3,5x EV/Ebitda y no tiene prácticamente deuda (0,1x DN/Ebitda).

# I. La compañía

# Descripción

- Lukoil fue constituida en 1991, es la 1ª petrolera independiente rusa y una de las mayores del mundo.
- Produce el 2% del petróleo global y tiene el 1% de las reservas mundiales.
- Capitaliza \$66bn (\$96 ADR, LKOD LI) y tiene 102.500 empleados.
- Sus mayores accionistas son su Consejero Delegado, Alekperov (26,1%) y su vicepresidente, Fedun (8,7%).
- En total los directivos controlan un 38% directamente.

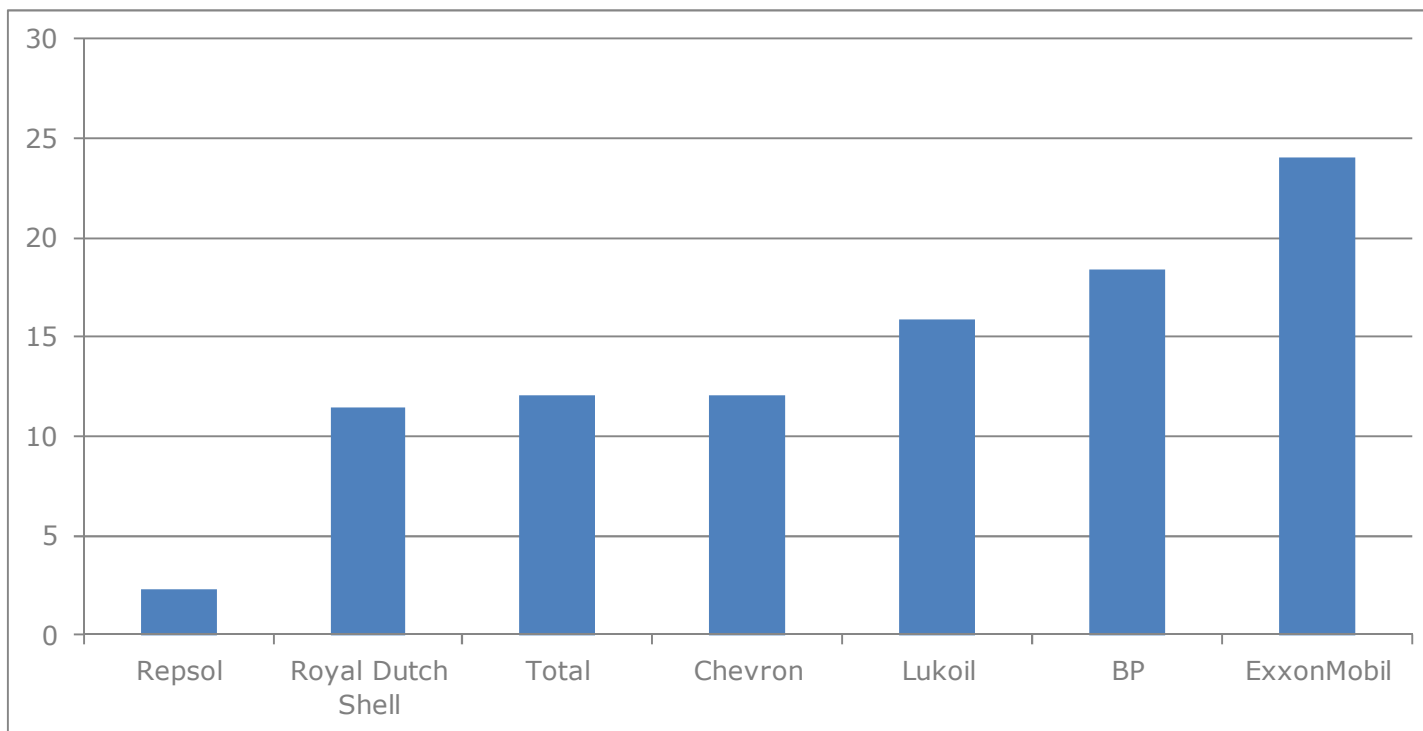
# CEO: Alekperov



- Vagit Alekperov es el presidente de Lukoil desde 1993.
- Nació en 1950 en la URSS (actual Azerbaiyán). Estudió en el instituto de petróleo y química y es doctor en economía.
- Empezó como operario de petróleo y fue directivo en empresas locales de petróleo y gas.
- En 1990 fue nombrado Ministro de Petróleo y Gas de la URSS.
- Bajo su mandato se formó la 1ª compañía petrolera estatal verticalmente integrada. Al privatizarla se denominó Lukoil y desde esa fecha Alekperov fue el presidente.

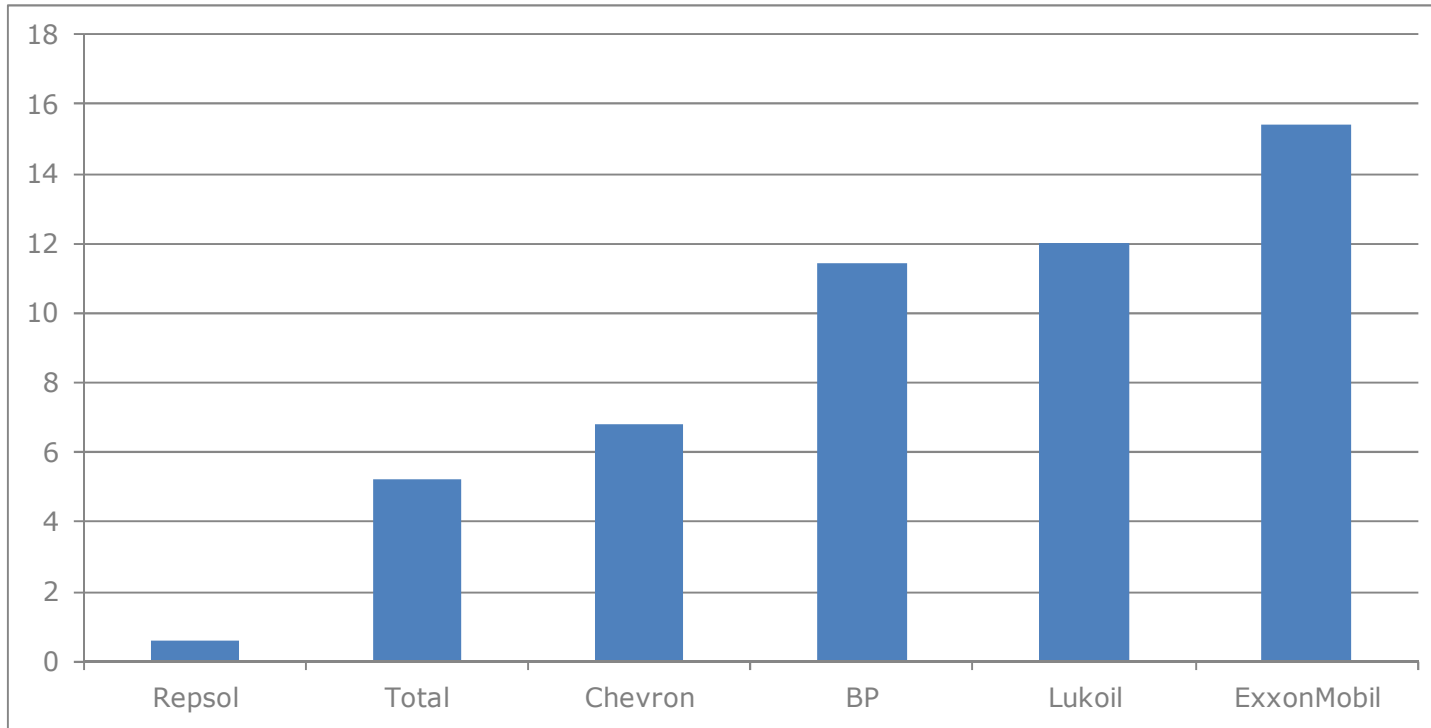


# Reservas globales 1P (Bn barril equivalente)



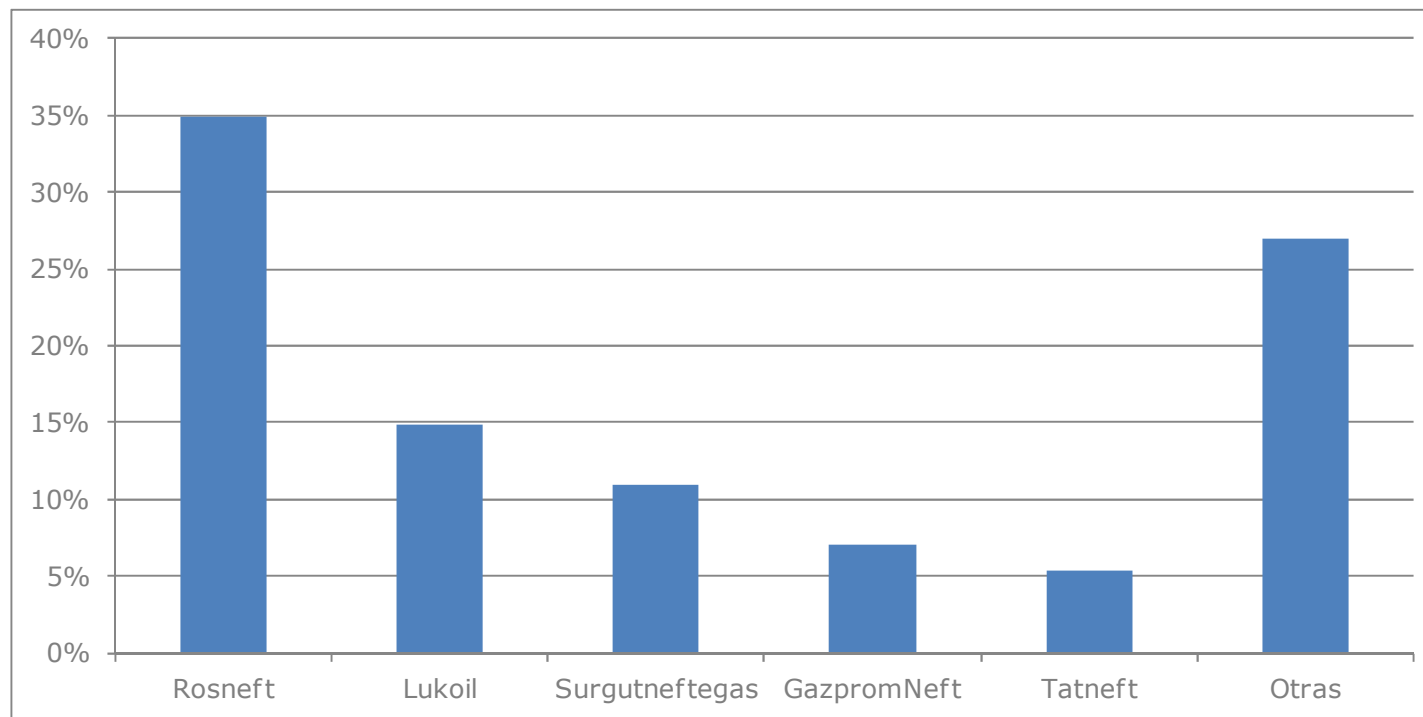
Fuente: SM, compañías

# Reservas sólo petróleo 1P (Bn barriles)



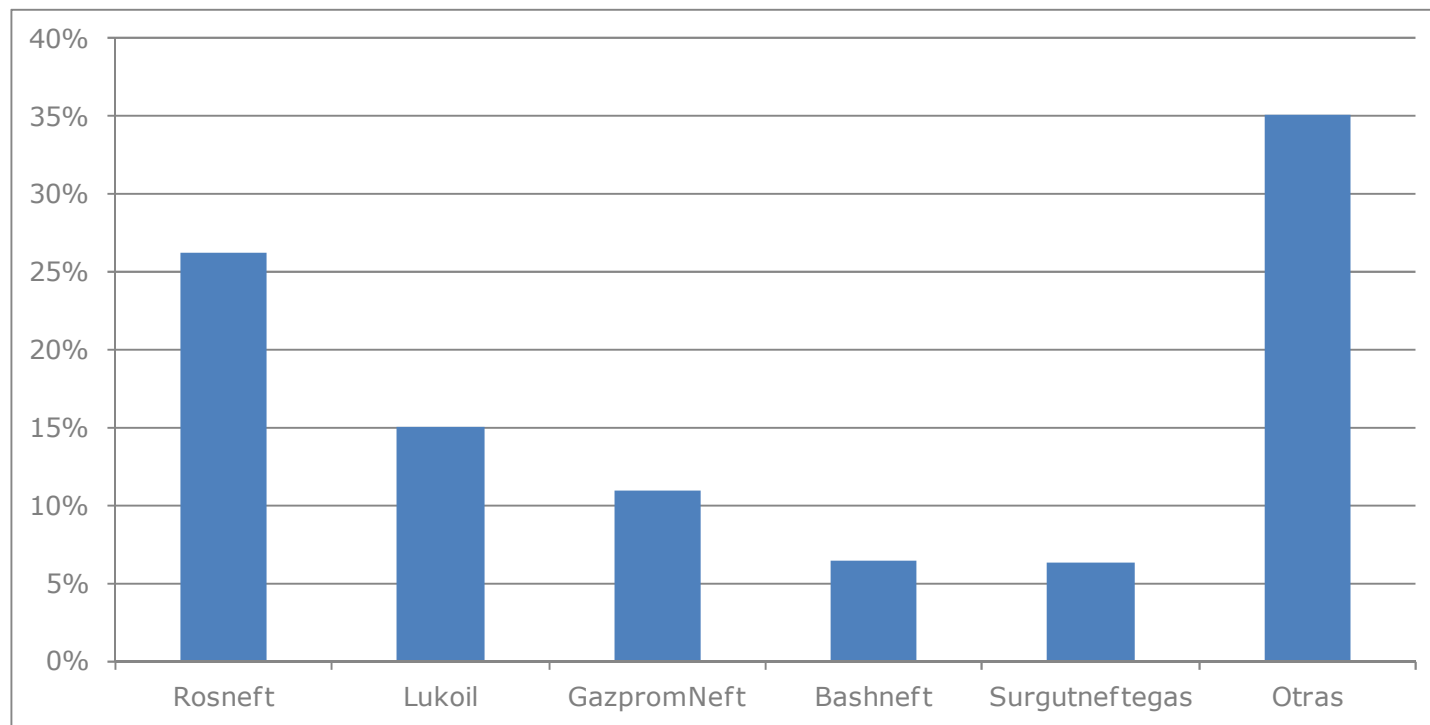
Fuente: SM, compañías

# Producción rusa de petróleo



Fuente: Surgutneftegas, SM

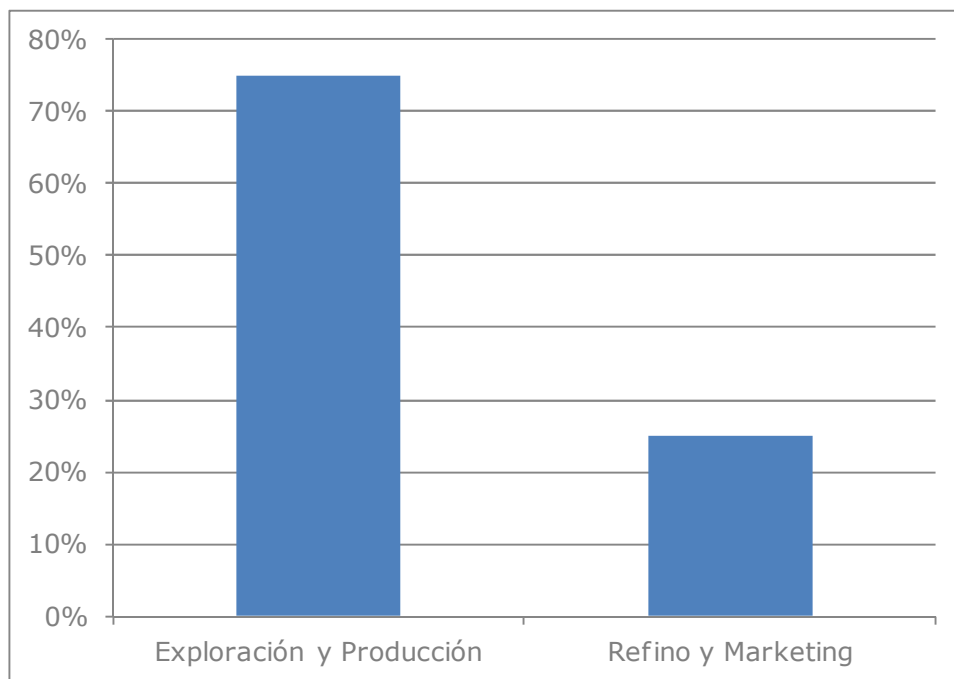
# Refino ruso de petróleo



Fuente: Surgutneftegas, SM

# Divisiones

# Desglose del negocio (Beneficio 9m2019)



Fuente: Lukoil, SM

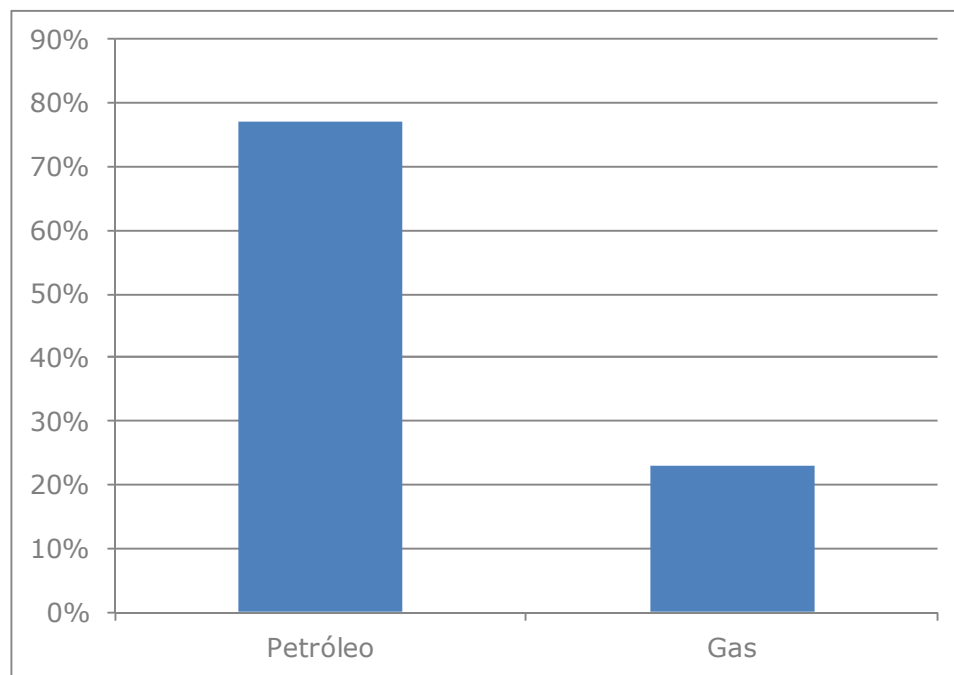
# Exploración y producción

# Petróleo

- En 2018 produjo 2,3 millones de barriles equivalentes diarios de hidrocarburos (77% petróleo, 23% gas).
- Su principal zona de producción es Siberia Occidental. El declive en la zona se ha conseguido frenar hasta niveles del 3% en 2018.
- Está creciendo en la zona del Mar Caspio: Filanovsky (7% de la producción total), Korchagin y para 2023 entrará en producción Rakushechnoye.
- Están reduciendo costes operativos, sobre todo los de extracción (-2% en 2018) y los de perforación en Rusia (-5% en 2018).

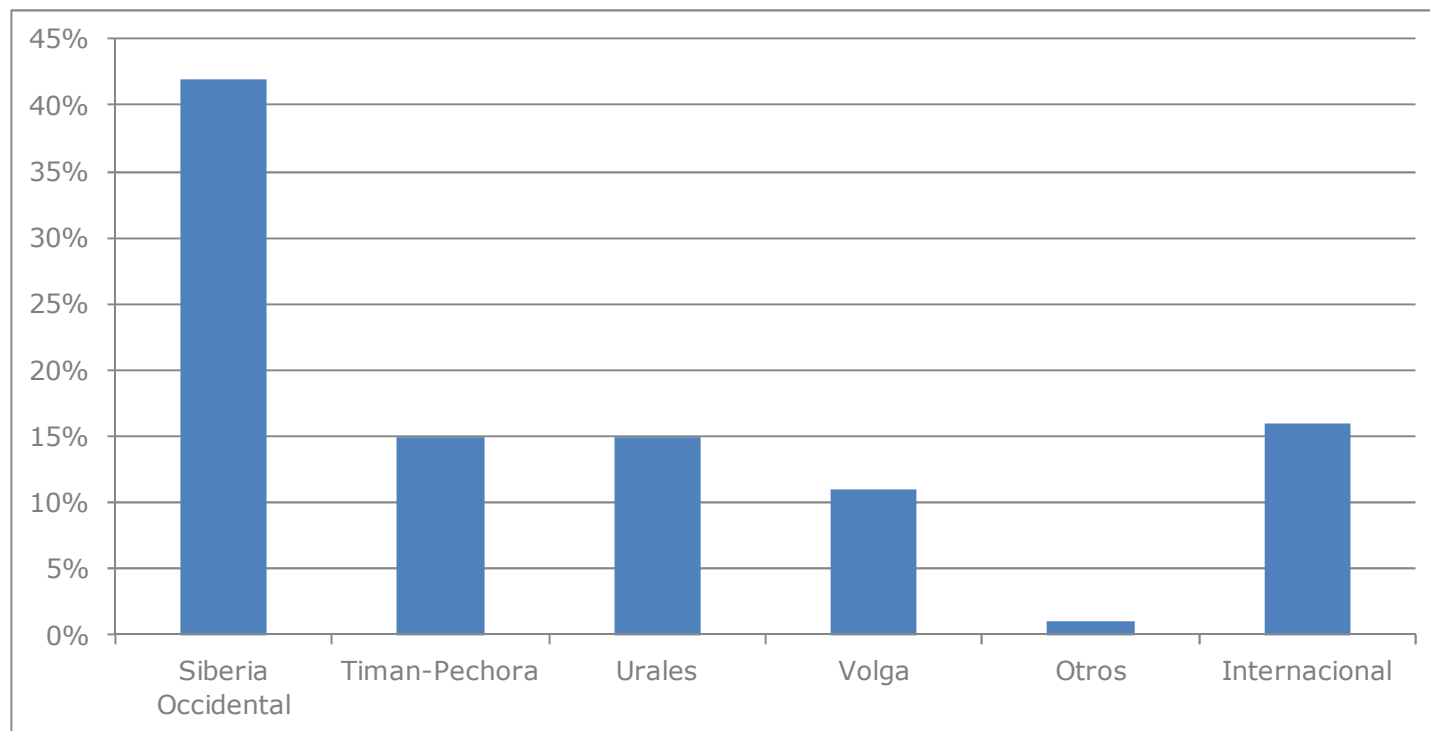


# Desglose de la producción (2018)



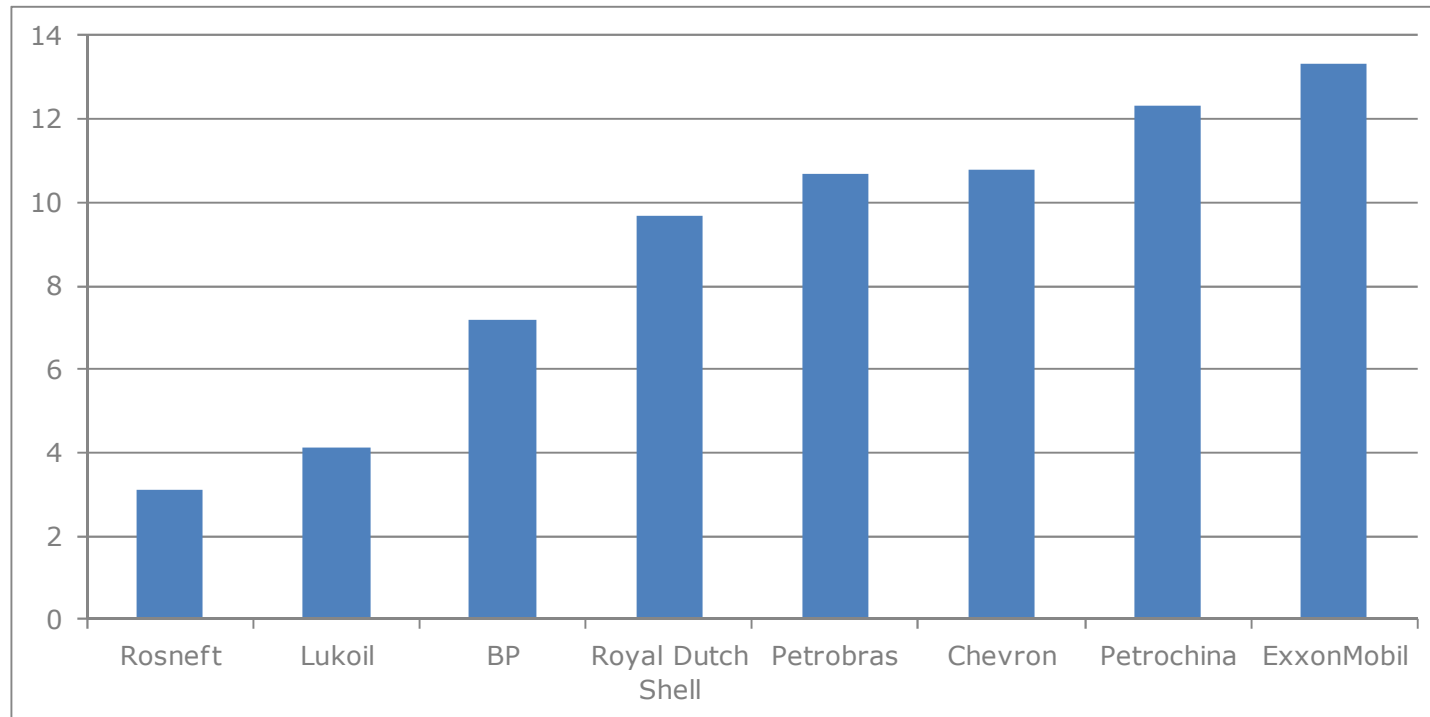
Fuente: Lukoil, SM

# Producción por región (2018)



Fuente: Lukoil, SM

# Coste de producción (\$ boe 2018)

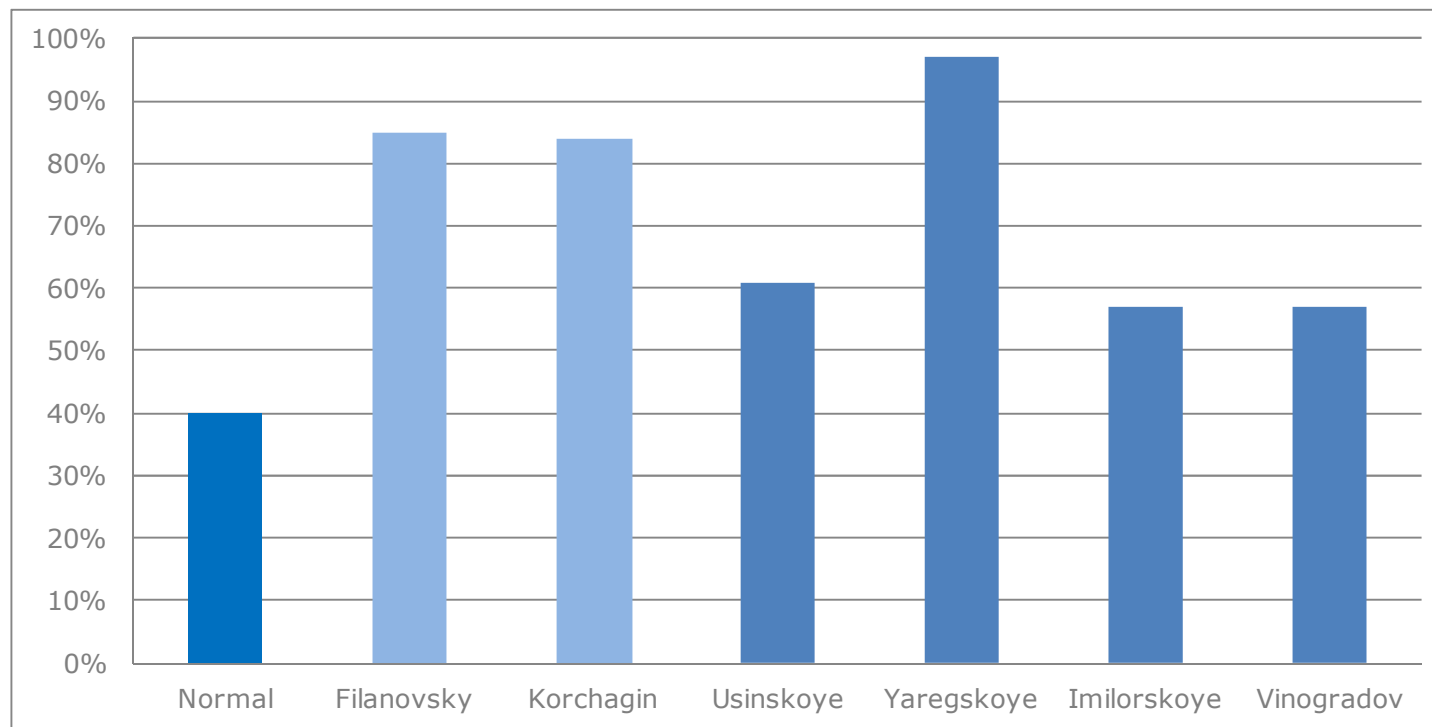


Fuente: Rosneft, SM

# Barriles de margen elevado

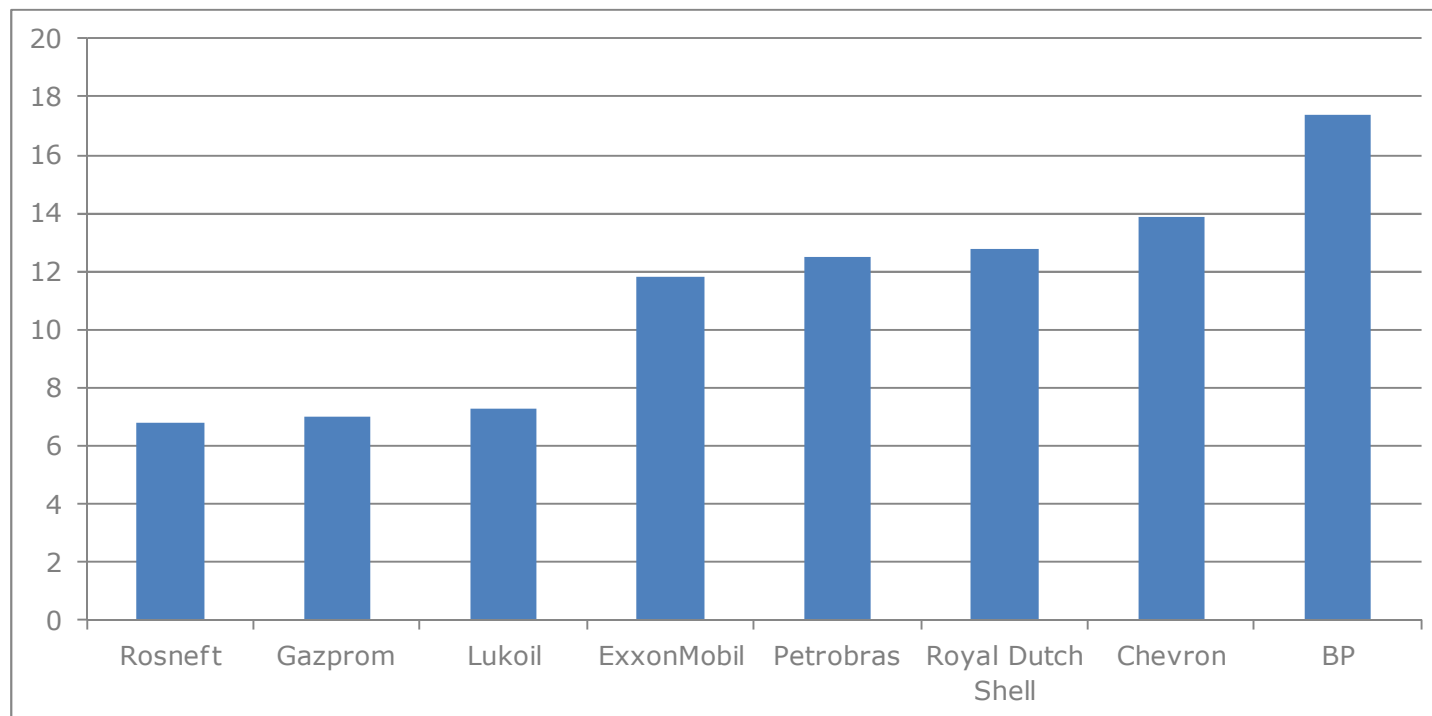
- Está creciendo en zonas donde es más complejo y caro extraer, pero con fiscalidad más favorable.
- Éstos barriles representan ya más del 31% de la producción.
- A precios de \$50/barril: el Estado recibe el 60% y Lukoil el 40%.
- Pero en estas zonas consigue incluso hasta el 97%.
- Han aumentado la sensibilidad a subidas del precio del petróleo (+\$1 el barril= \$175 millones FCF).

# % que recibe Lukoil (A \$50/barril)



Fuente: Lukoil, SM

# Capex en Upstream (\$/barril)

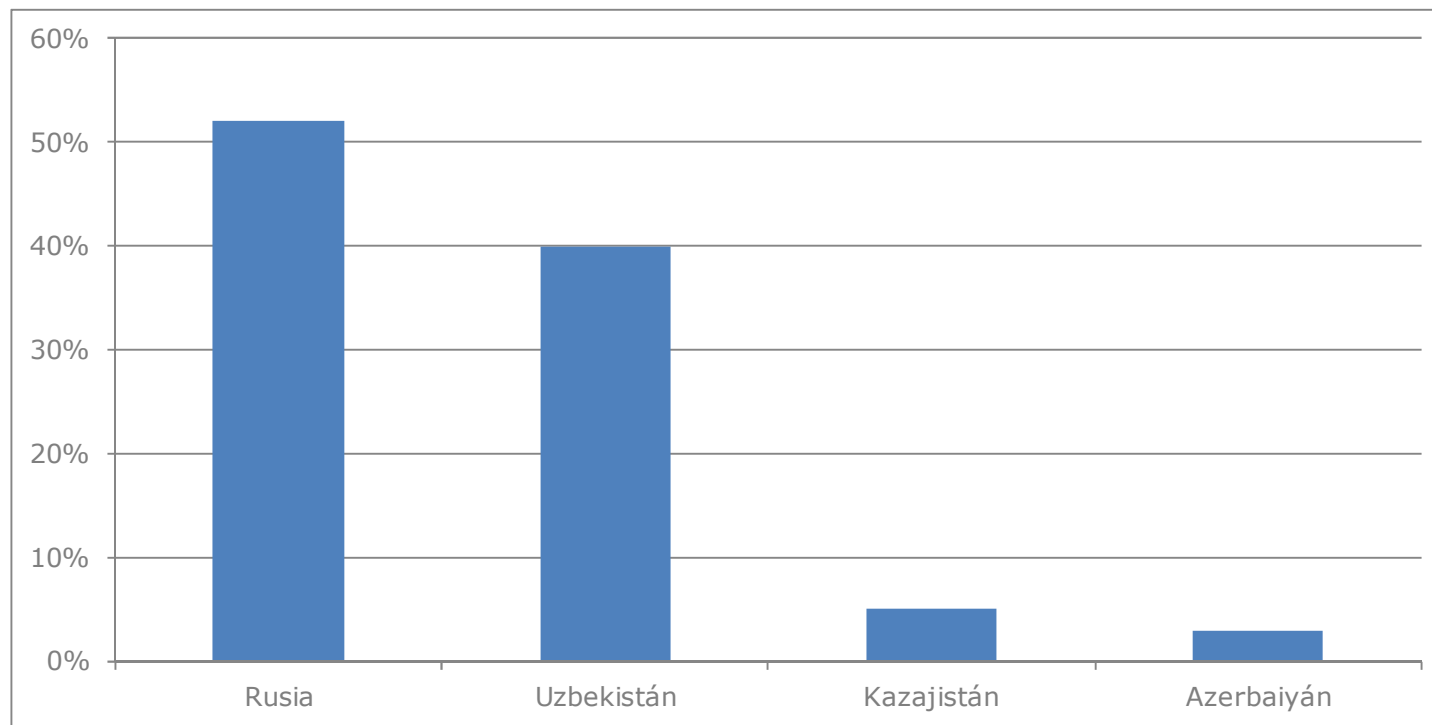


Fuente: Rosneft, SM

# Gas

- Lukoil ha compensado la limitación en la producción de petróleo impuesta por la OPEC+ con el incremento de la producción de gas.
- Más del 90% del gas lo producen en Rusia y Uzbekistán.
- La producción en Uzbekistán alcanzó los 13,4Bln m3 (Gissar 32% y Kandym 68%).
- La fase 2 de la procesadora Kandym, es una de los principales fuentes de crecimiento. Producirá anualmente 8Bln m3.
- La producción diaria de gas de Lukoil en Uzbekistán aumentó un 67% YoY en 2018.

# Producción de gas (2018)



Fuente: Lukoil, SM

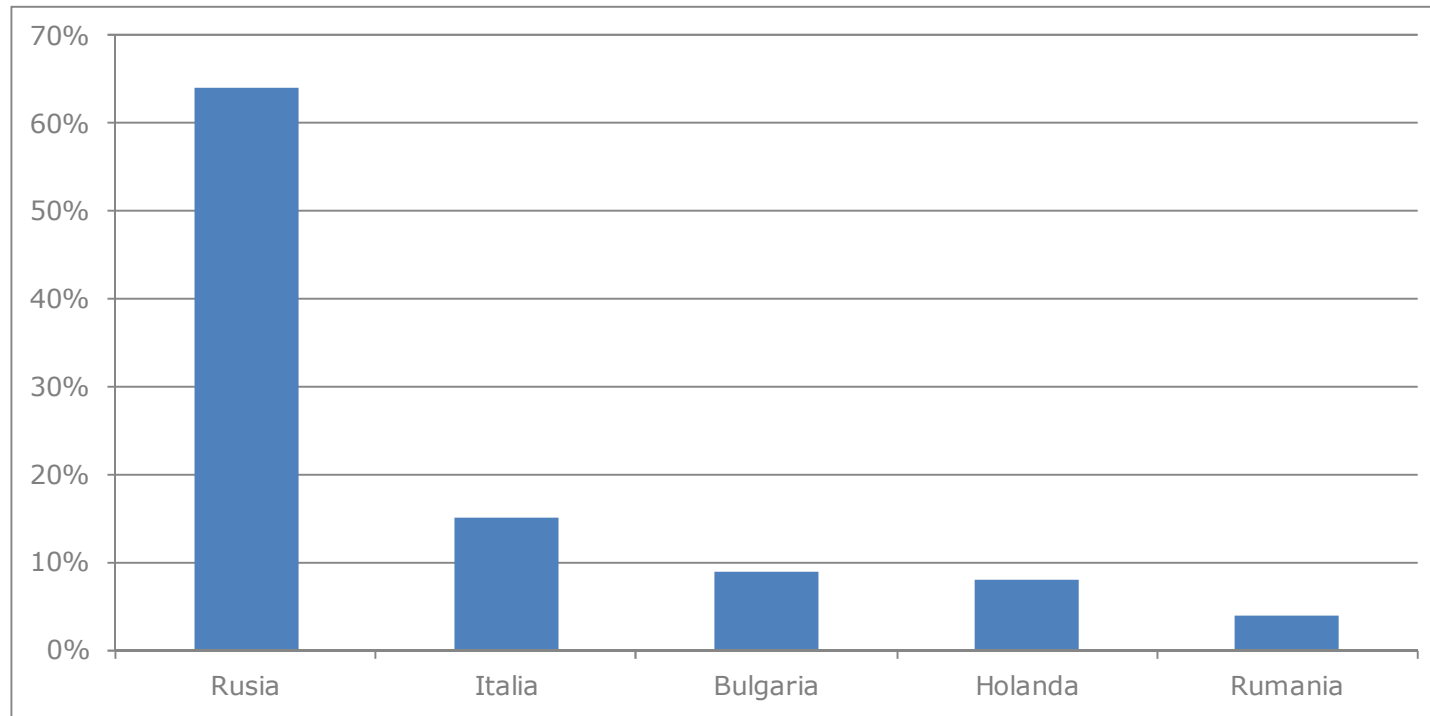


# Refino y marketing

# Refino

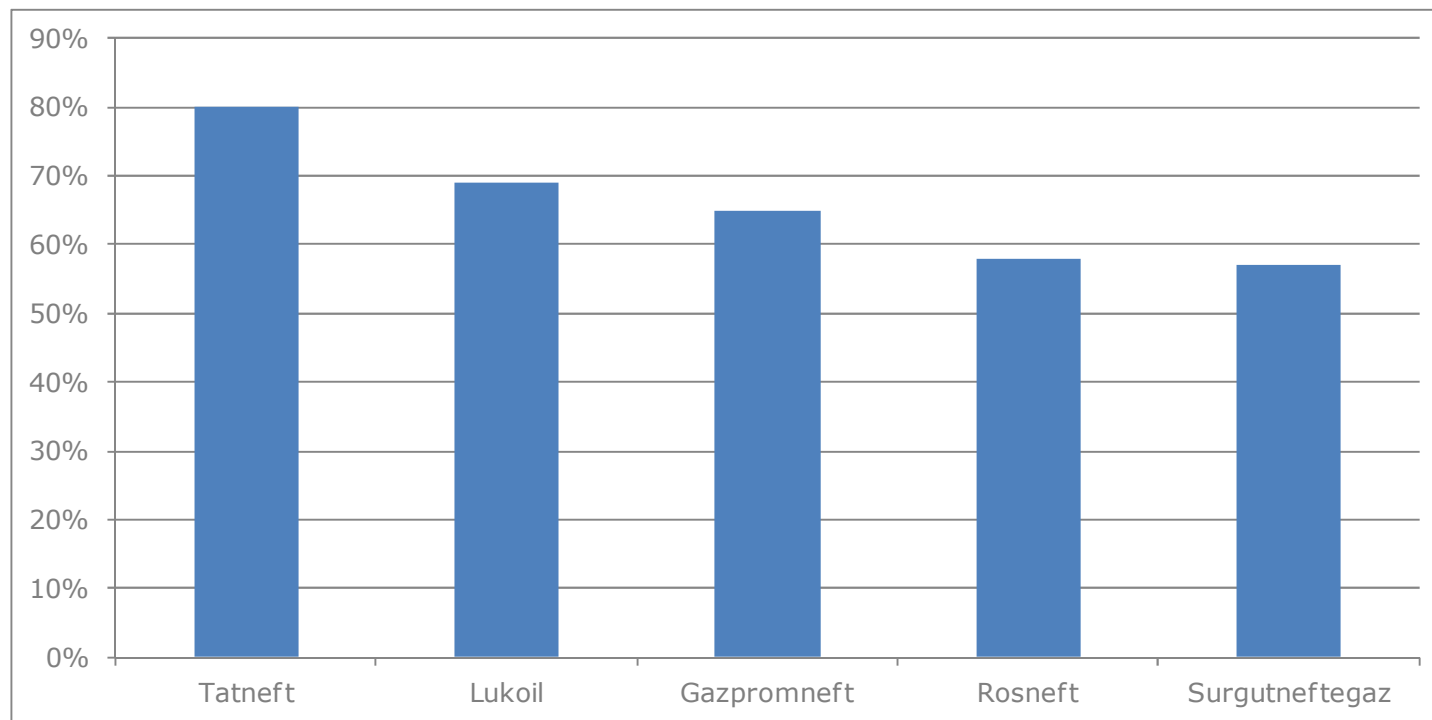
- Tiene una capacidad de refino anual de 78,6 Mln T.
- Rusia representa el 63% del volumen de refino (49,3Mln T): Nizhny Novgorod, Volgogrado, Perm y Ukhta.
- En Europa: ISAB en Italia, Burgas en Bulgaria, Ploiesti en Rumanía y el 45% de Zeeland en Holanda.
- Están incrementando el porcentaje de destilados ligeros del 54% en 2012 hasta el 69% actualmente y con el objetivo de llegar hasta 76% para 2027.
- Su base de activos de refino ha mejorado sustancialmente (el índice Nelson ha subido desde 6,5 en 2012 hasta 8,8 actualmente).

# Volumen de refino (2018)



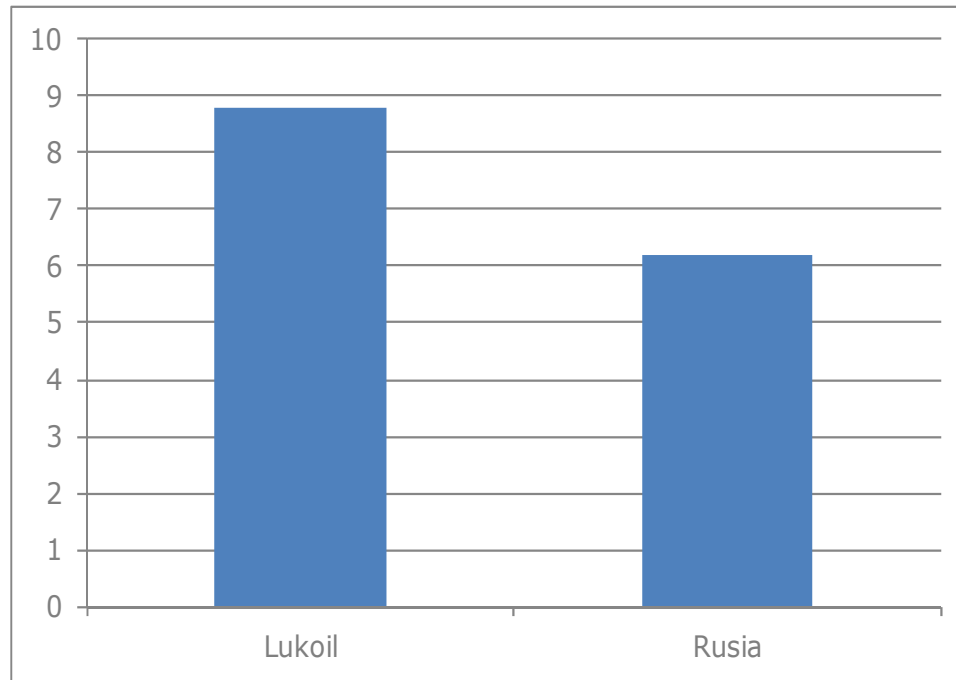
Fuente: Lukoil, SM

# % destilados ligeros (9m2019)



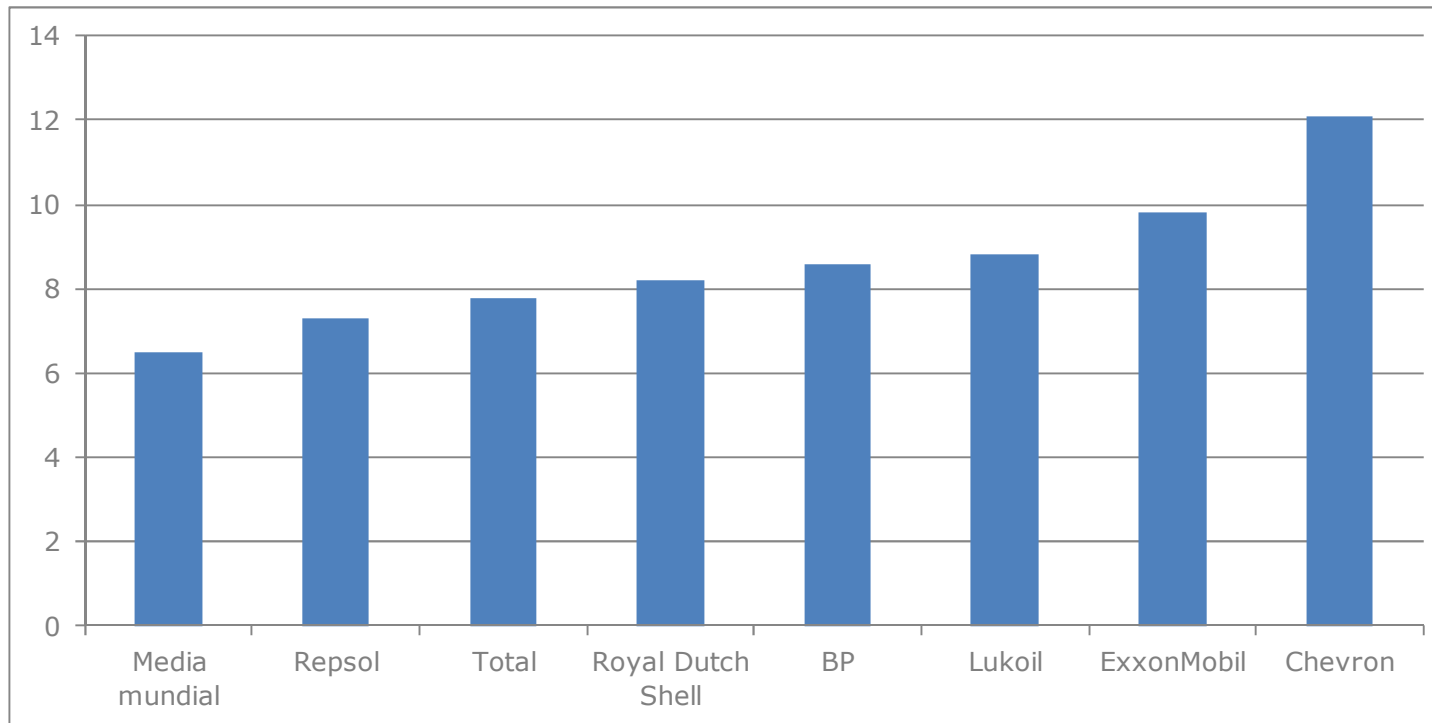
Fuente: Lukoil, SM

# Índice Nelson (2018)



Fuente: Lukoil, SM

# Índice Nelson (2018)

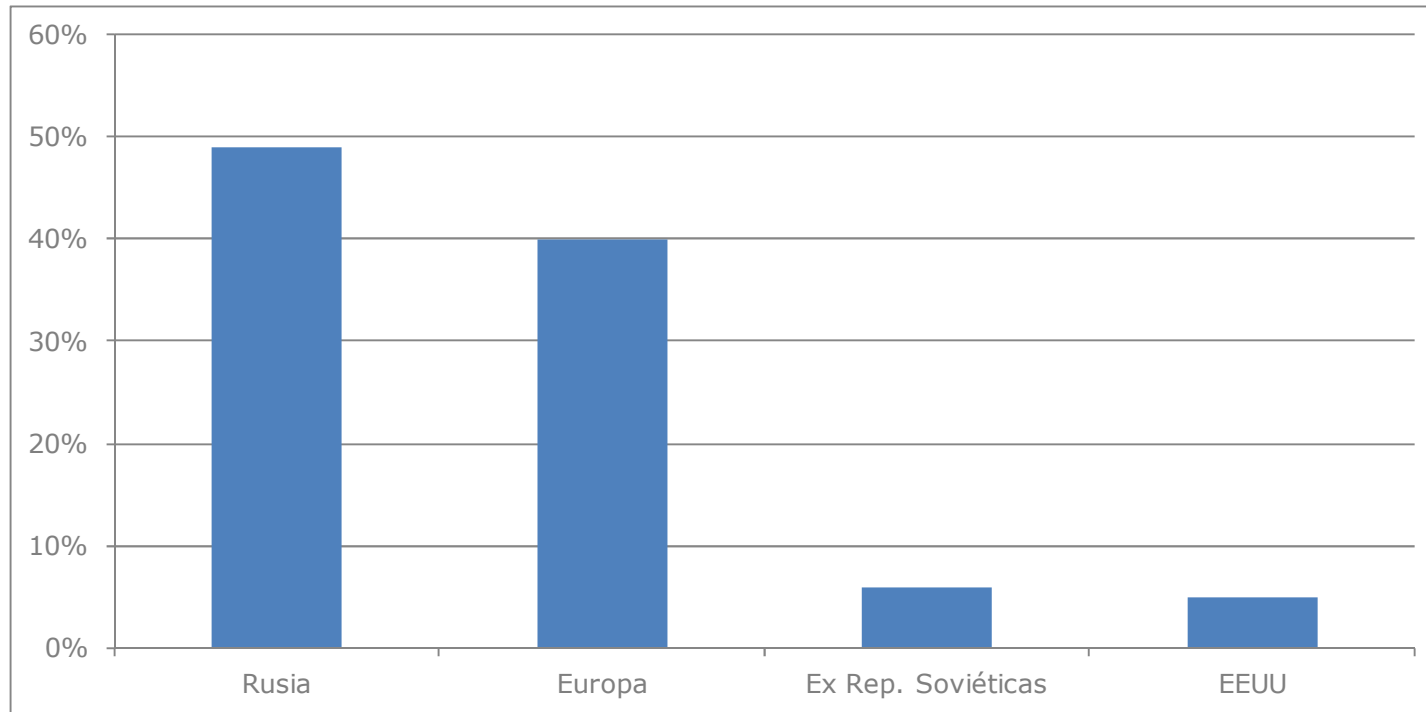


Fuente: Wood Mackenzie, Renaissance Capital, SM

# Marketing

- Esta división es importante en la generación de flujo de caja libre.
- Es el número 2 en Rusia por estaciones de servicios.
- Su red de gasolineras (5.168 en total) se expande por 18 países, aunque la mayoría están en Rusia (49%).
- Su cuota de mercado es del 30% en combustible para barcos y del 30% en aviones.
- Esperan que la cobertura de gastos fijos en las estaciones de servicio por ingresos no derivados del petróleo se incremente significativamente (del 33% en 2017 al 80% en 2027).

# Gasolineras (% por región)



Fuente: Lukoil, SM



# Inversión

# Futuras inversiones

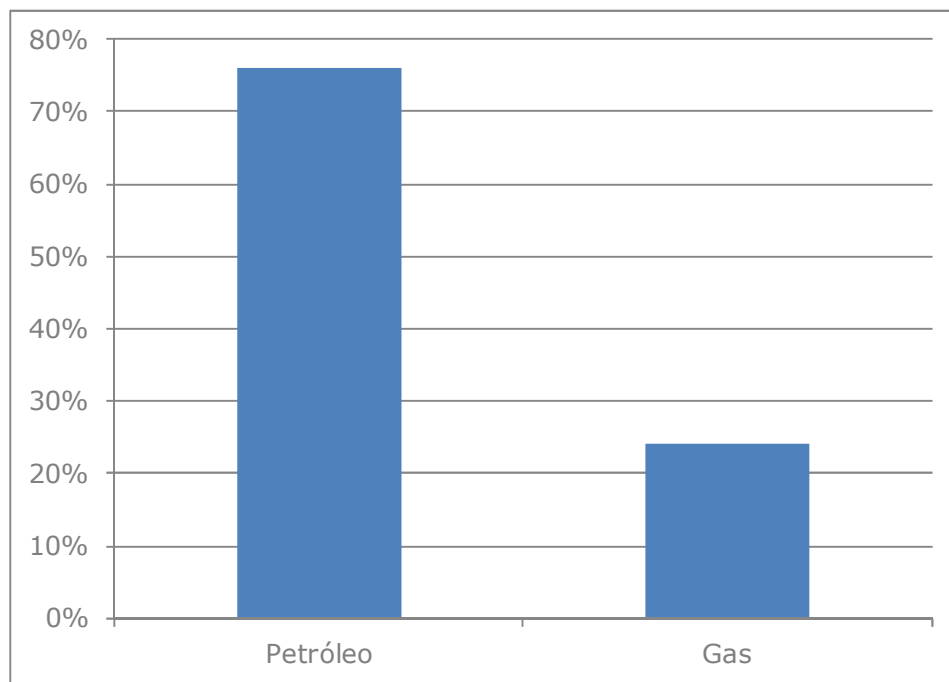
- Para el futuro esperan un nivel de inversión moderado de aproximadamente unos \$8 Bln.
- Las inversiones serán principalmente en Rusia (82% en Rusia, 18% internacional).
- Su prioridad no va a ser el volumen de producción sino la generación de caja.
- Son disciplinados, los planes de inversión se realizan a \$50/barril, y el de flujo de caja libre lo destinarán a dividendos y recompras.

# Reservas

# Reservas

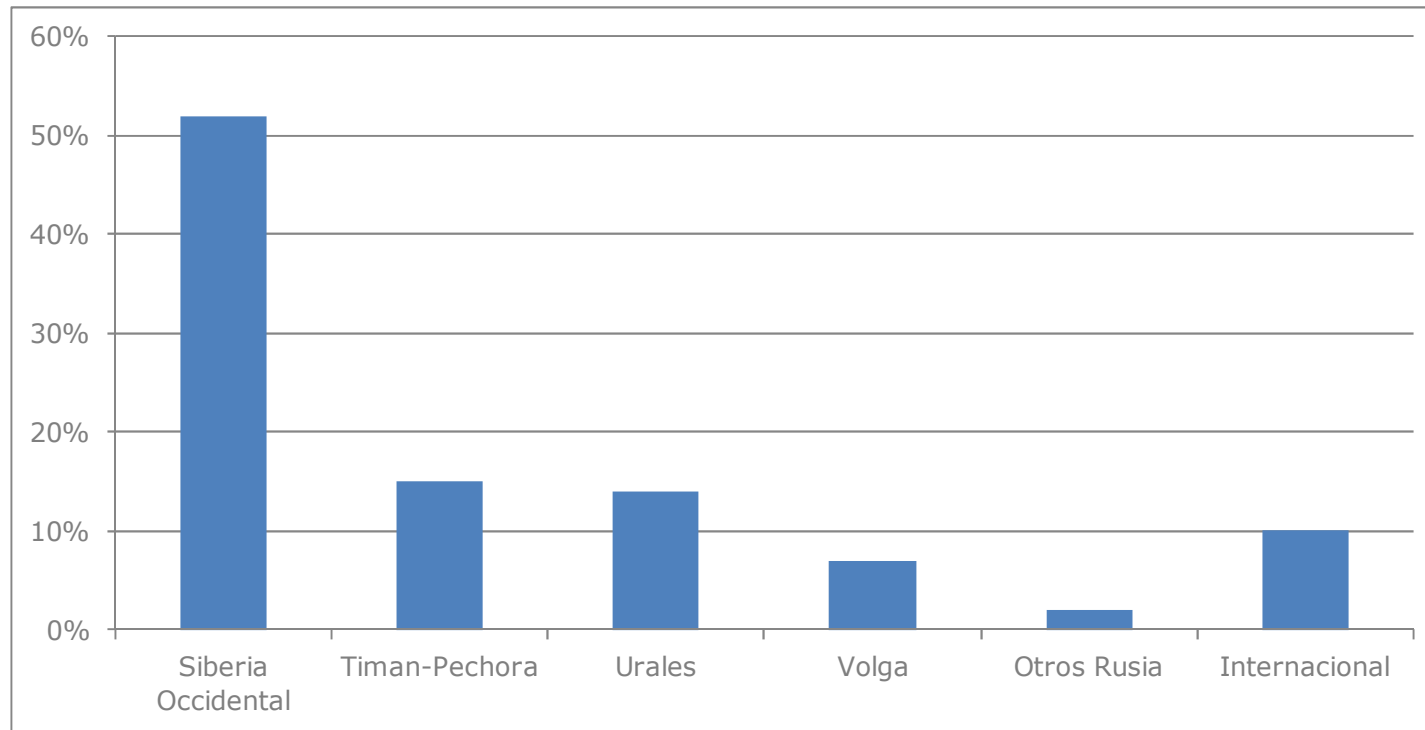
- Lukoil tiene el 1% de las reservas globales de petróleo. Ratio de reposición de reservas en 2019 fue del 107%.
- 25,6 Bln boe reservas totales: 62% probadas (1P), 25% probables (2P), 13% posibles (3P).
- El 90% de las reservas 1P de petróleo están en Rusia (en Siberia Occidental un 52% del total).
- Tienen 18 años de vida de las reservas frente a los 12 años de media que tiene la industria.
- El 76% de las reservas son de petróleo y el 24% de gas, mientras que en la industria el porcentaje de petróleo es menor.

# Reservas petróleo y gas (%)



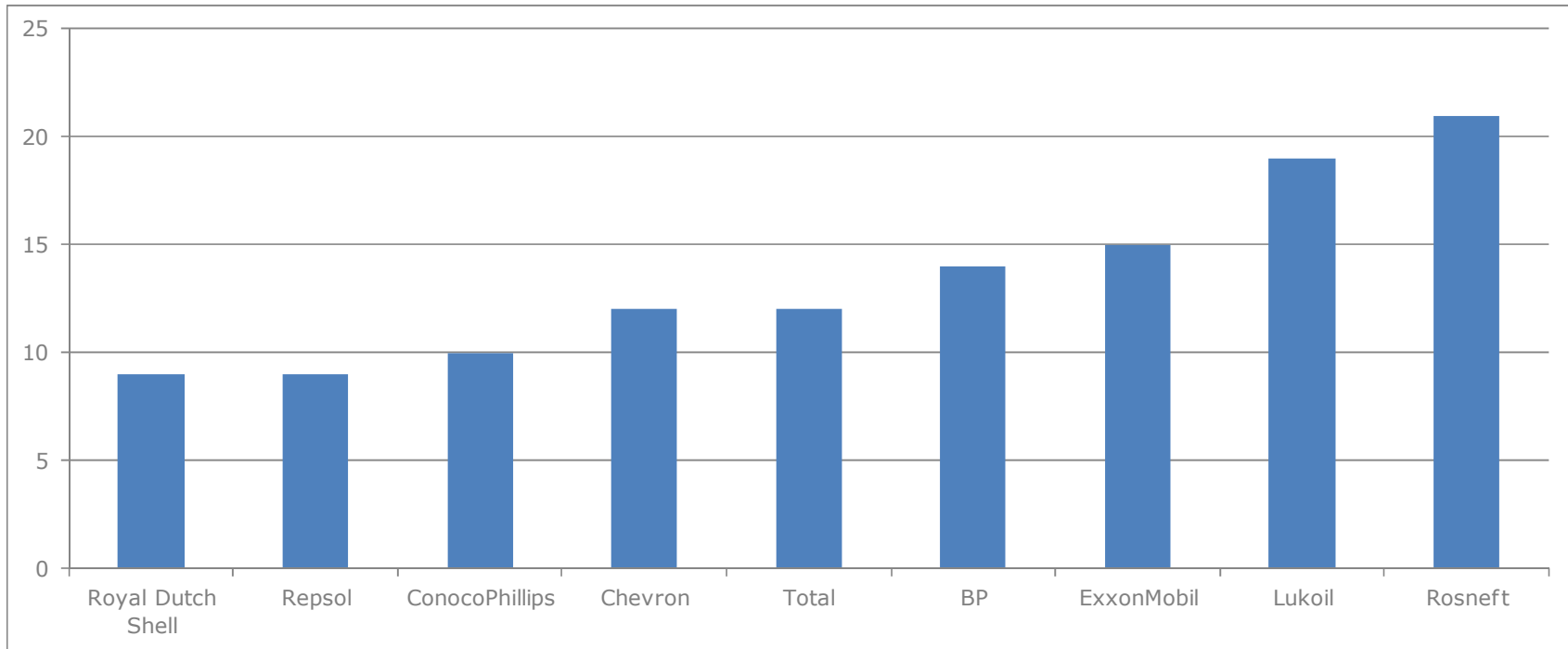
Fuente: Lukoil, SM

# Reservas por región (1P; %)



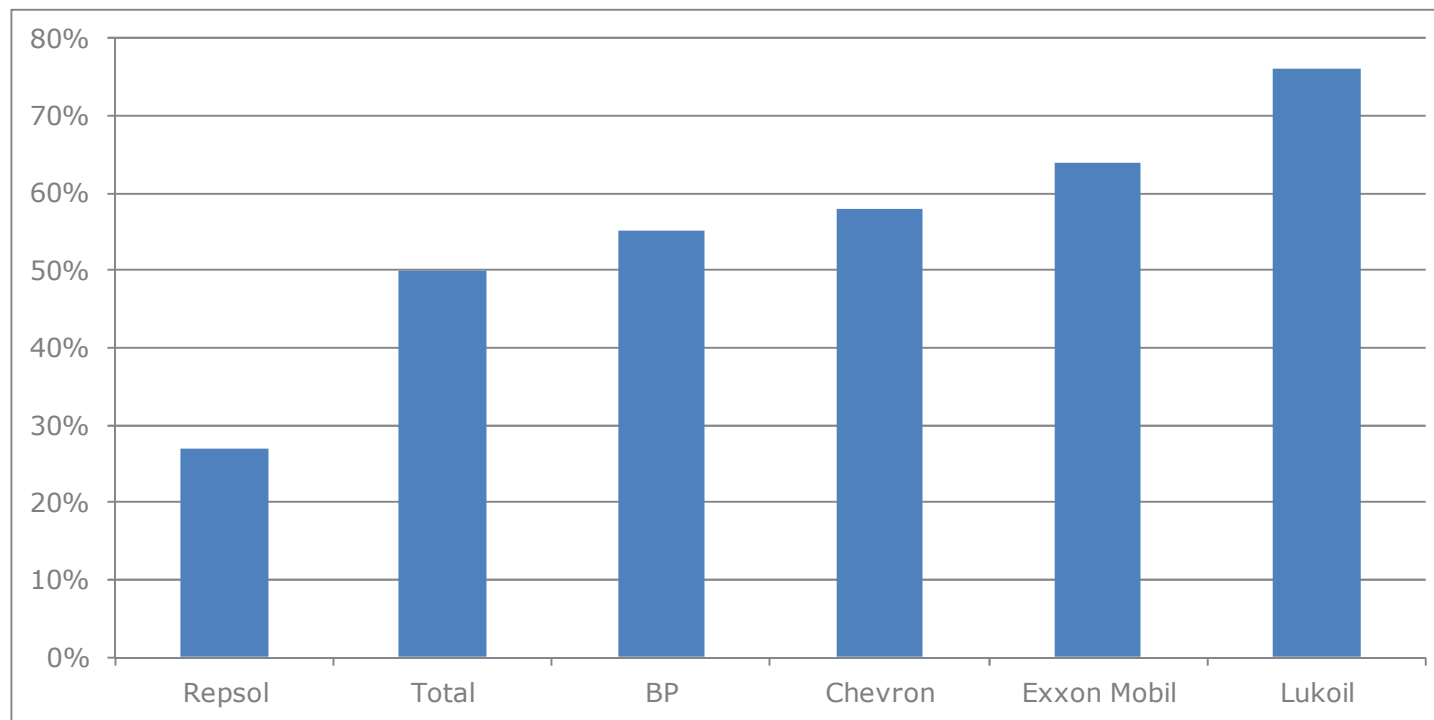
Fuente: Lukoil, SM

# Años de reservas



Fuente: Bloomberg, SM

# % de petróleo en las reservas



Fuente: SM, compañías



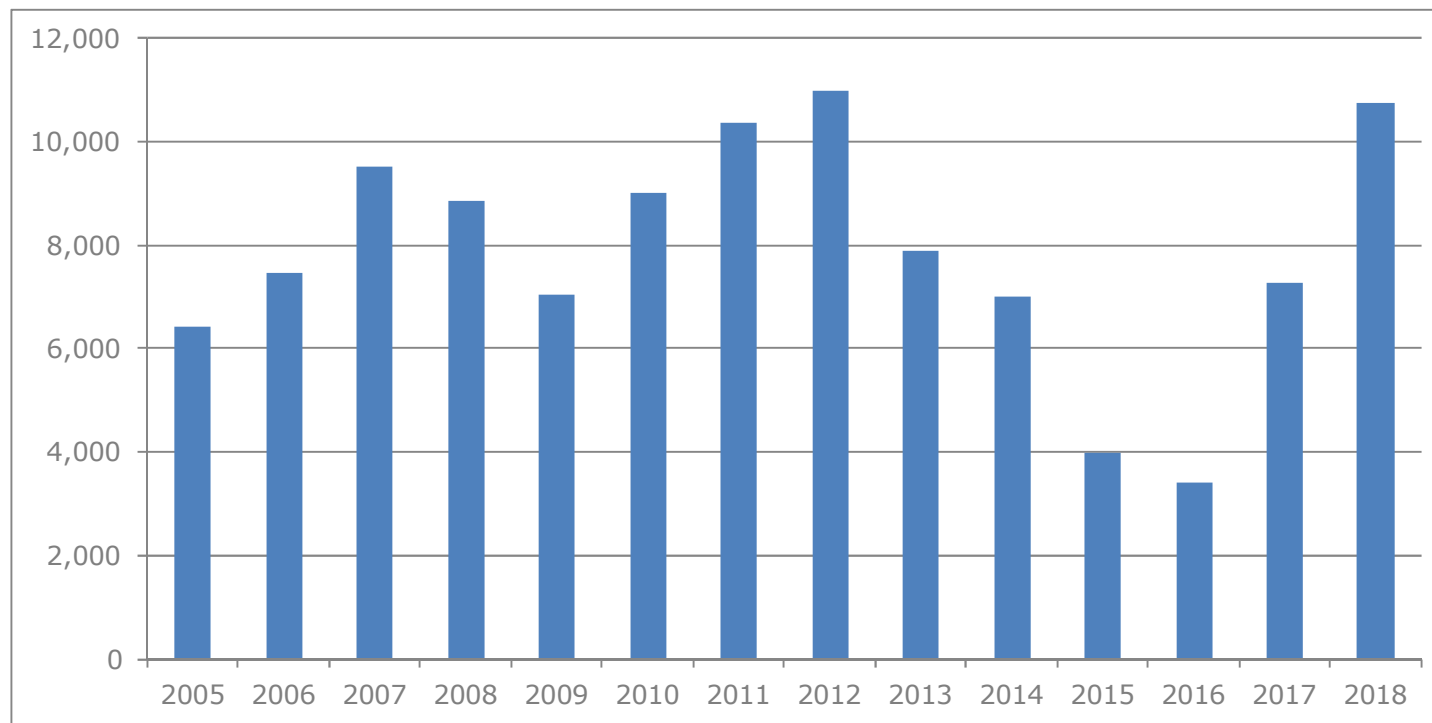
# Situación financiera

# Deuda y rating

- No tienen prácticamente deuda.
- Deuda neta/Ebitda actual es 0,1x.
- Su objetivo para el año 2027 es que la deuda se mantenga baja, en niveles de deuda neta/Ebitda entre 0,5x y 1x.
- Su deuda tiene grado de inversión:

Fitch	BBB+	Estable
Moody's	Baa2	Estable
S&P	BBB	Estable

# Beneficios de Lukoil (MIn USD)

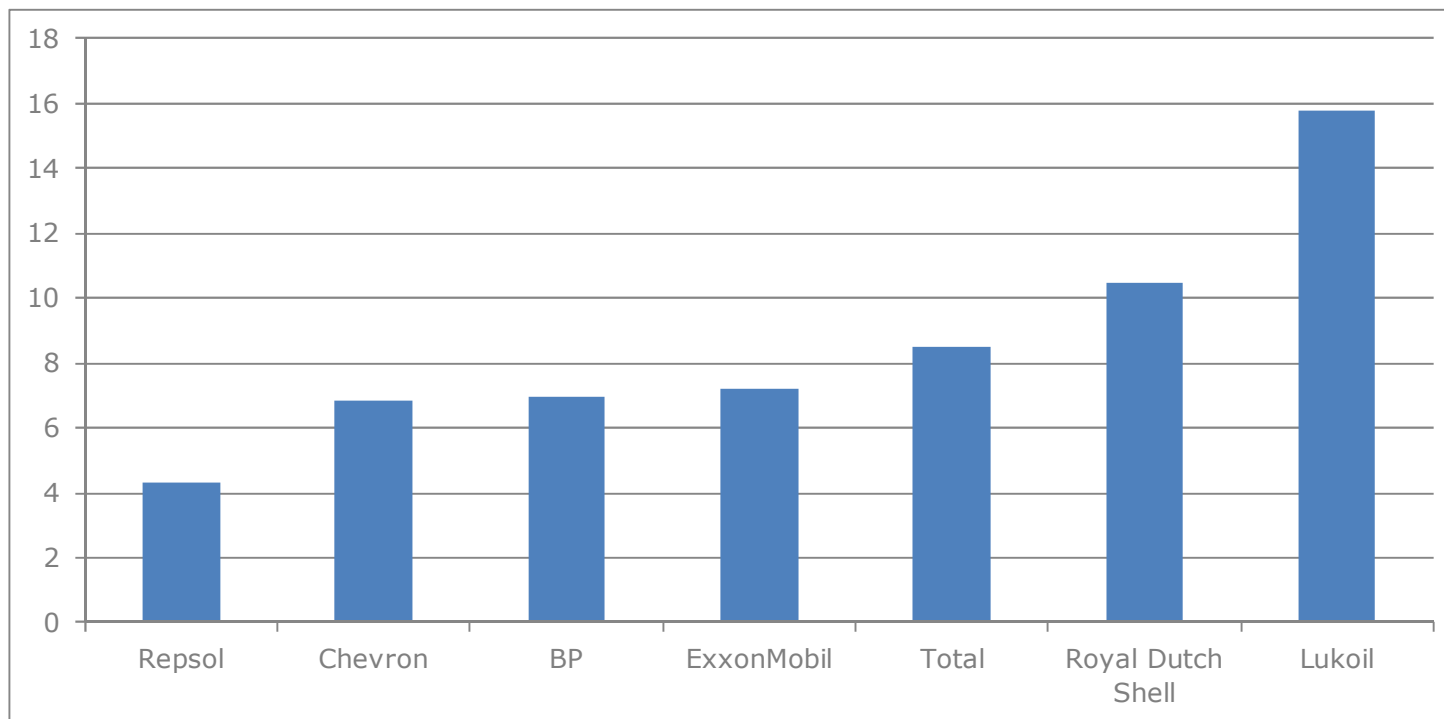


Fuente: Lukoil, SM

# Rentabilidad

- ROE 16% y ROCE 15% (prácticamente el doble de la industria).
- Llevan más de 20 años con flujo de caja libre positivo, son capaces de generarlo a lo largo de todo el ciclo.
- Afirman que pueden generar flujo de caja libre positivo incluso por debajo de \$30/barril.
- A FCF por barril es de los mejores de la industria. Está en niveles de \$12/barril y ha llegado a \$15/barril en 3Q19.

# ROCE de competidores

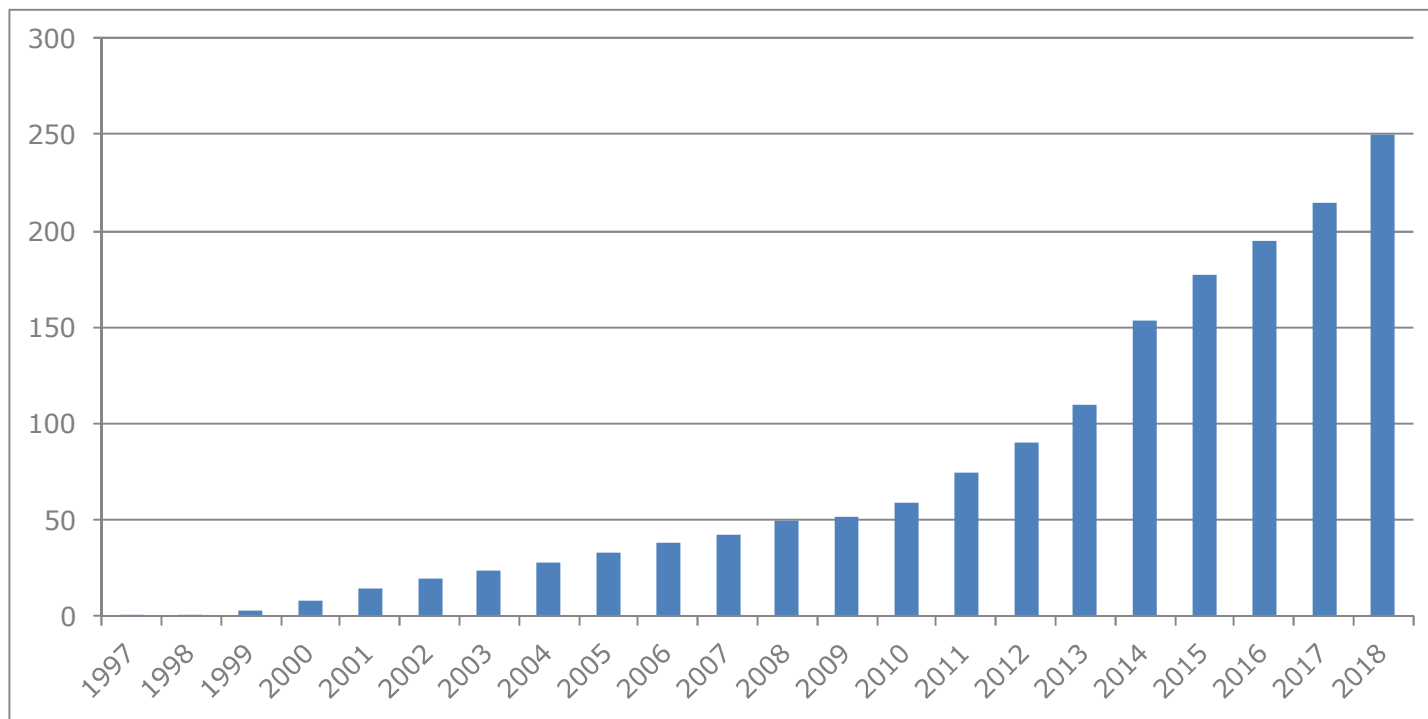


Fuente: Lukoil, Refinitiv, SM

# Dividendo

- La rentabilidad por dividendo actual es del 6%. Además en el último año han destinado aproximadamente \$4 Bln a recompras de acciones.
- Su objetivo es pagar un dividendo que crezca más que la inflación.
- Llevan 20 años consecutivos aumentando el dividendo. Tienen muy buena trayectoria, incluso en 1998, cuando Rusia impagó la deuda, ellos siguieron pagando a accionistas y bonistas.
- Nueva política de dividendos: pagarán el 100% del FCF, no harán inversiones adicionales, y las recompras serán más selectivas.

# Dividendo por acción (Bln rublos)



Fuente: Lukoil, SM

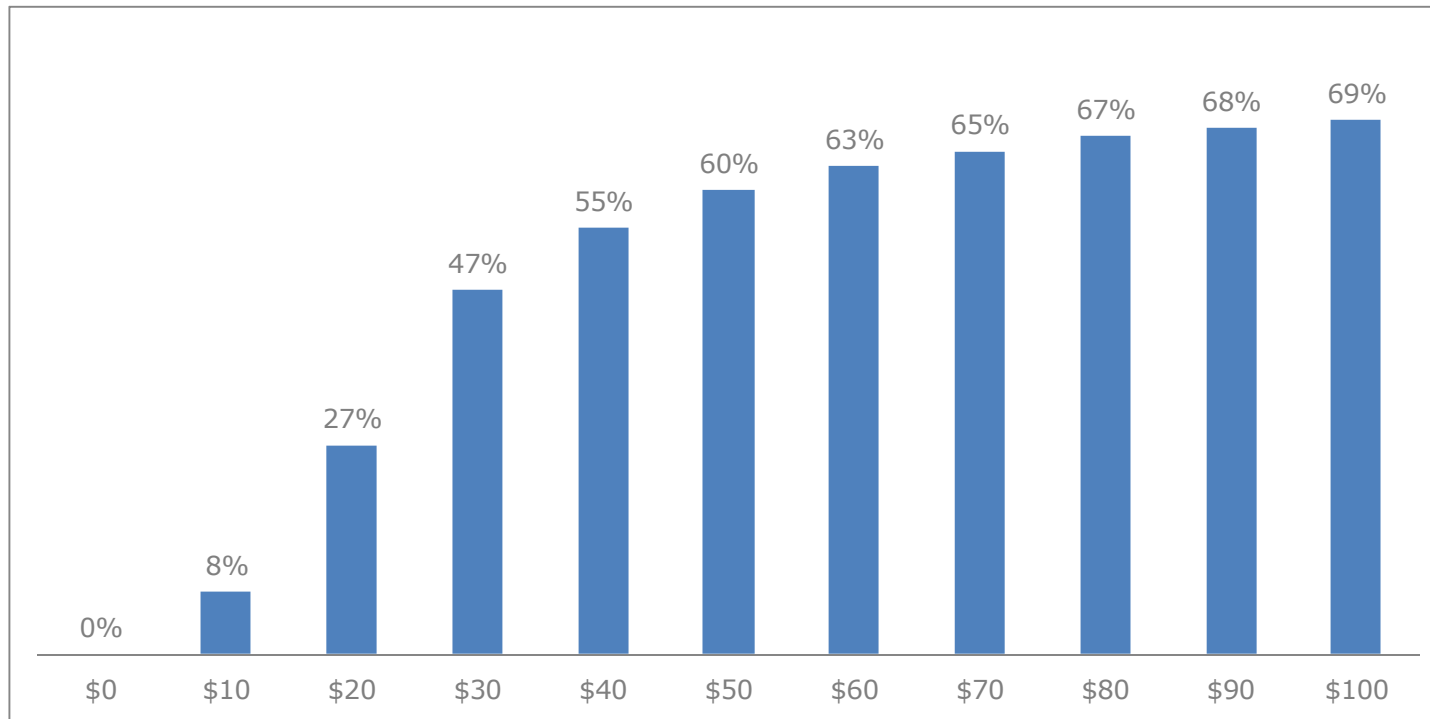
# Impuestos



# Impuestos

- El impuesto sobre beneficios en Rusia es del 20%.
- También le afectan a Lukoil, el impuesto de extracción de minerales (MET) y el de exportaciones.
- El de exportaciones tiende a desaparecer y el MET a incrementarse proporcionalmente.
- En Rusia la fiscalidad es progresiva según el precio del petróleo.
- Limita la exposición a vaivenes en el precio.

# % para el Estado (\$/barril Urales)



Fuente: Lukoil, SM

# Fiscalidad favorable

- Lukoil se está beneficiando de una fiscalidad favorable en parte de su producción.
- Se aplican impuestos más reducidos en zonas específicas, de difícil y costosa extracción.
- También se aplica a reservas de difícil recuperación, ayudando a volver a dar vida a proyectos maduros, como Siberia Occidental.
- La producción en estas zonas creció un 10% en el último año y las reservas de difícil recuperación han aumentado un 30%.

# Objetivos

# Objetivos 2027

Objetivos 2027	
Barriles de márgenes altos	35% de la producción
Dividendo	Creecer más que inflación
ROCE	15%
Deuda neta/Ebitda	0,5x-1x

*Fuente: Lukoil, SM*

# Riesgos y oportunidades

# Riesgos

- Recesión global.
- Sanciones adicionales a Rusia.
- Bajada fuerte y sostenida del precio del petróleo.
- Apreciación del rublo.

# Oportunidades

- Eliminación de las sanciones a Rusia.
- Depreciación del rublo.
- Precios del petróleo elevados y sostenidos.
- Menor crecimiento en el “fracking”.
- Mayor inversión en renta variable rusa.

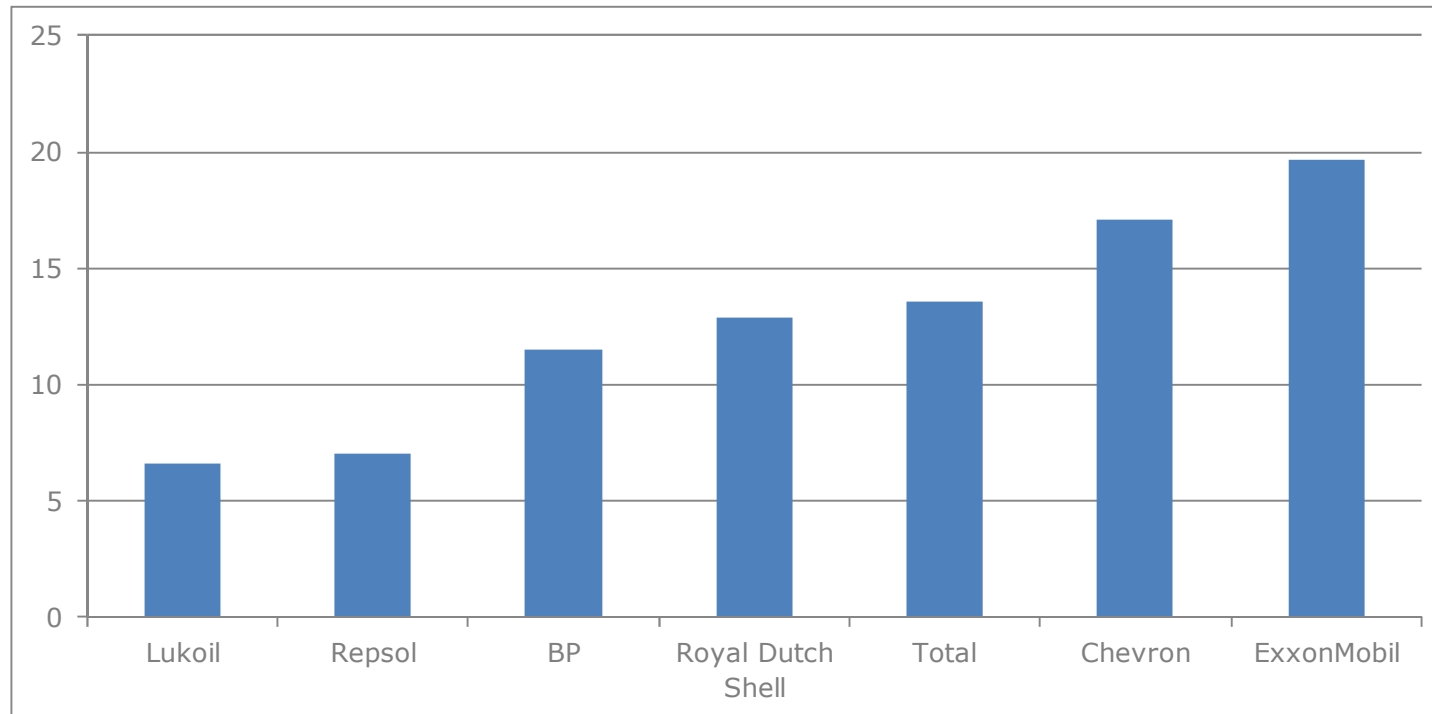


# Valoración

# Valoración

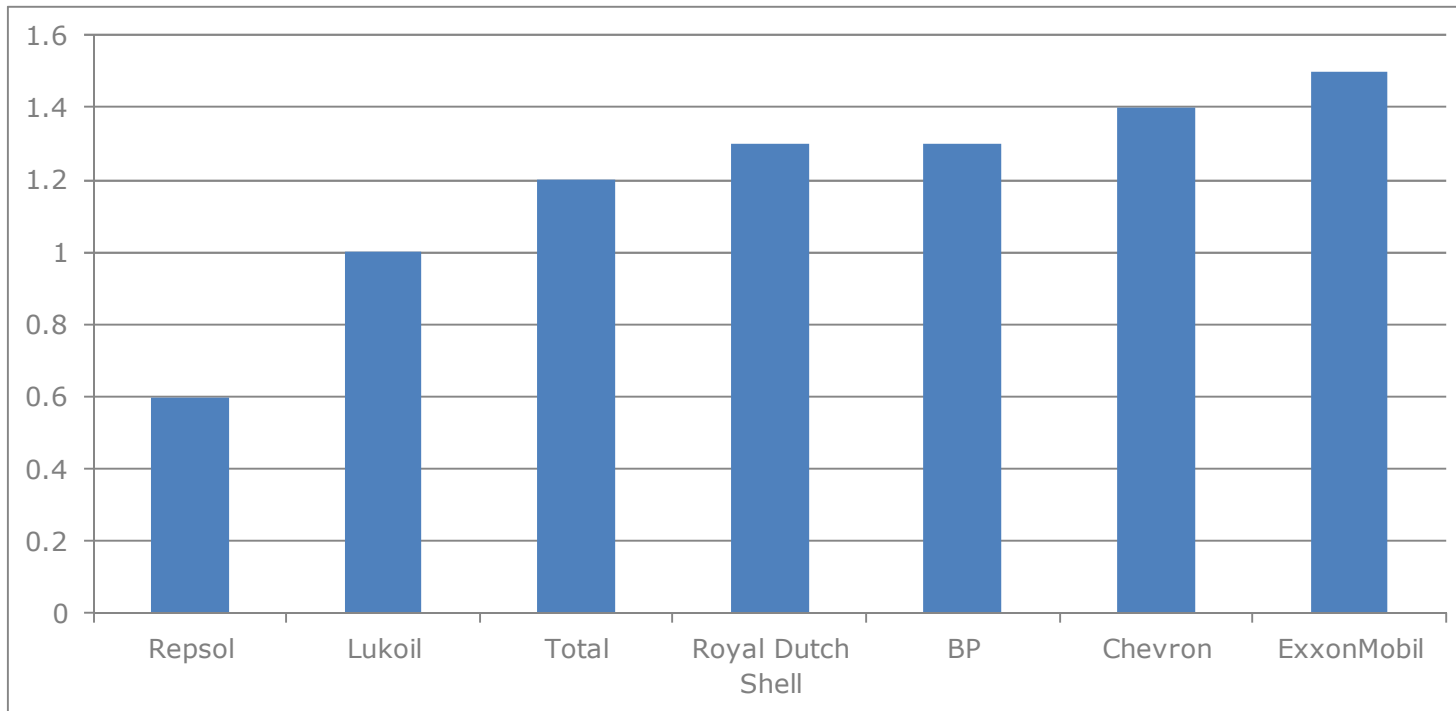
- Lukoil está muy barata, cotiza a 6,6x beneficios, a 1x valor en libros y a 3,5x EV/Ebitda.
- A EV/reservas probadas cotiza muy por debajo de la media del sector (Lukoil \$3,7 vs. \$14 de los competidores).
- A flujo de caja libre por barril es de las mejores de la industria (\$12/boe).
- El ROCE es del 15%, casi el doble que la media del sector.
- Con la nueva política de dividendo, podría llegar a pagar un 10% para 2020.
- Creemos que cumplirán sus objetivos para el año 2027.

# PER mayores petroleras



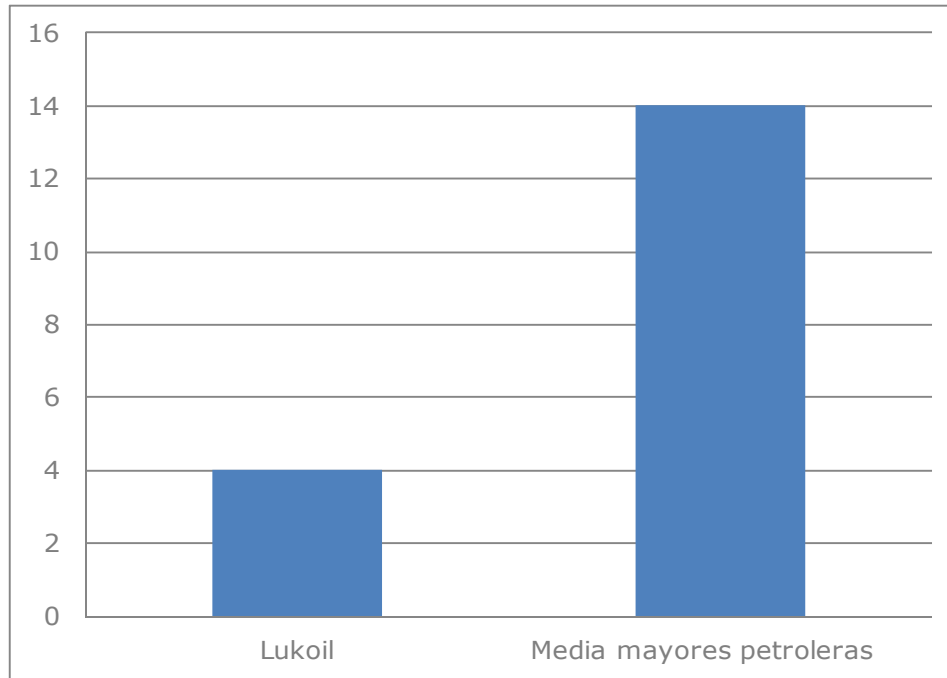
Fuente: Refinitiv, SM

# P/B mayores petroleras



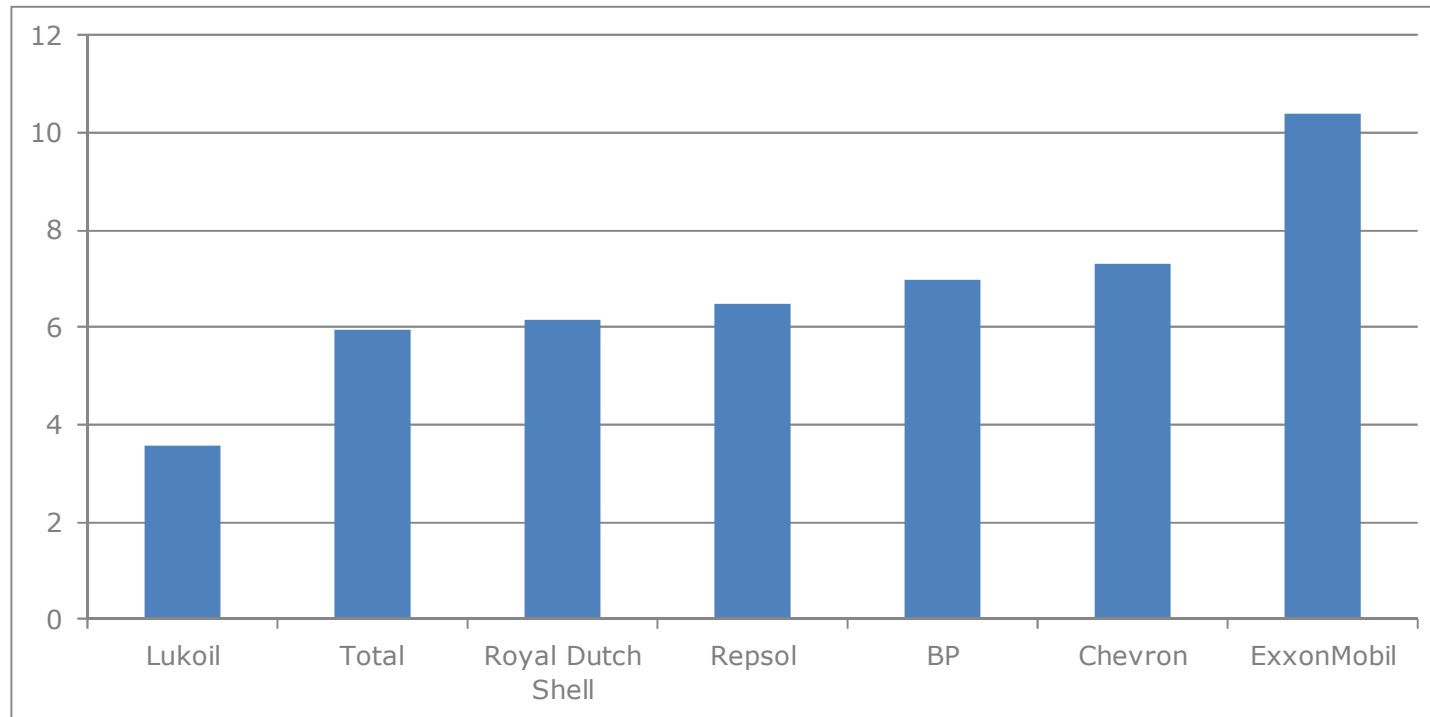
Fuente: Refinitiv, SM

# EV/Reservas probadas



Fuente: Lukoil, SM

# EV/Ebitda mayores petroleras



Fuente: Refinitiv, SM

# Entorno global

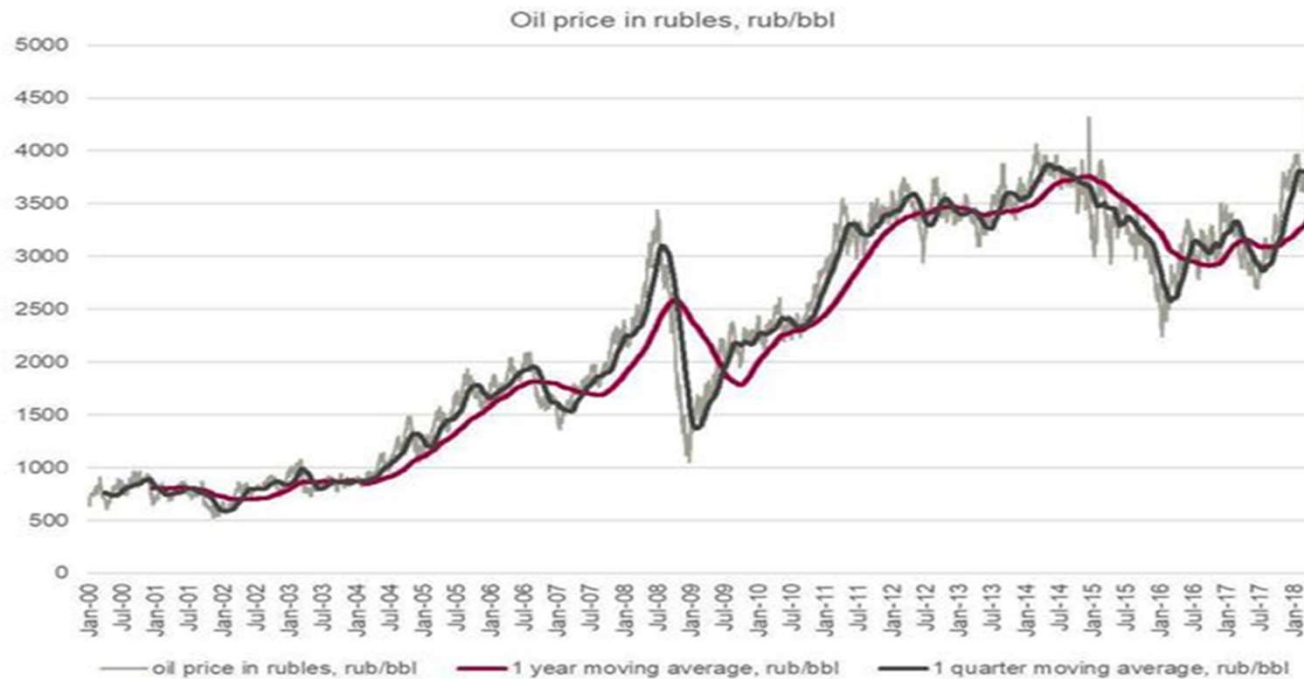
# Rublo



# Rublo

- La devaluación del rublo es positiva para los resultados de Lukoil, al ser una exportadora.
- -1 RUB/USD = \$170 Mln FCF
- En 2017 establecieron una nueva política presupuestaria que ayuda a estabilizar el rublo.
- Destinan al fondo soberano los ingresos que reciben cuando el petróleo de los Urales cotiza por encima de \$42,4/barril.
- Actualmente tienen \$123 Bln en el fondo soberano, equivalente al 7% del PIB.

# Petróleo en rublos (RUB/barril)



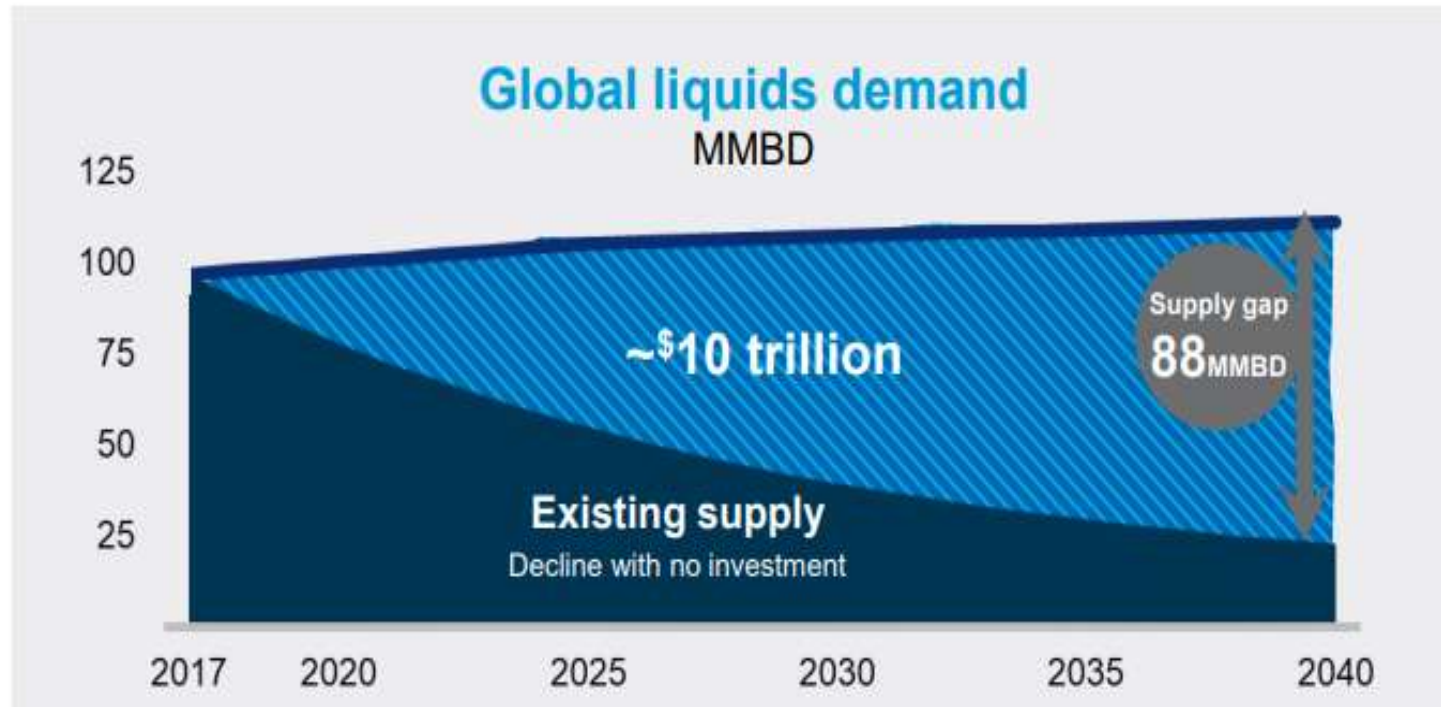
Fuente: Bloomberg

# Petróleo

# Demanda

- La demanda de petróleo ha sido relativamente estable a lo largo de los años.
- Es creciente en países fuera de la OECD.
- Agotamiento natural de los pozos: 3-4% anual en petróleo convencional (EIA).
- En el petróleo no convencional entre un 70-90% del pozo se agota en los tres primeros años. El mayor declive se produce en el primer año.

# Agotamiento de los pozos

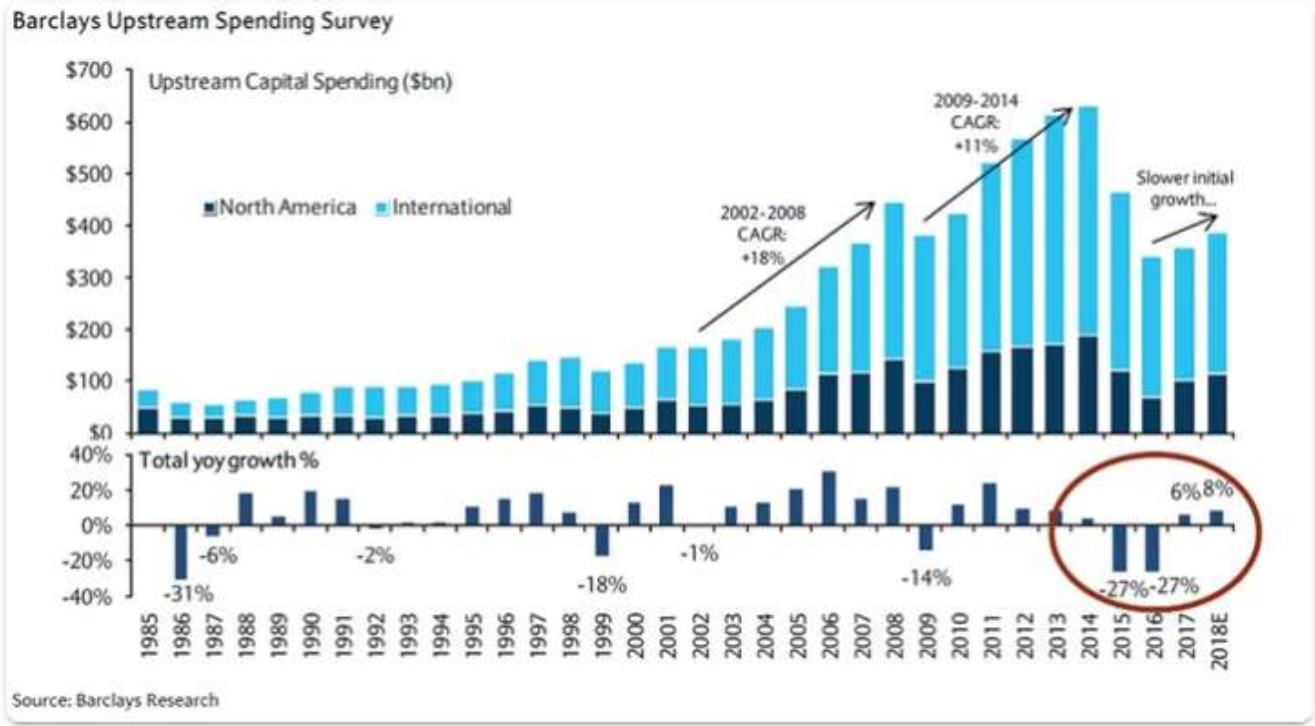


Fuente: Chevron

# Oferta

- Se necesitarán unos 30 millones de barriles más al día hasta 2025 (EIA/FMI): 24 millones por agotamiento de los pozos y 6 millones por crecimiento de la demanda.
- Un descenso en la inversión tan prolongado en exploración y producción (E&P) no se había producido desde 1986-87.
- El número de descubrimientos en 2017 fueron los menores desde la década de 1940.
- La vida de las reservas de las mayores compañías de E&P han bajado a mínimos de los últimos años (12 años de media en 2019).

# Inversión en upstream (1985-2018)



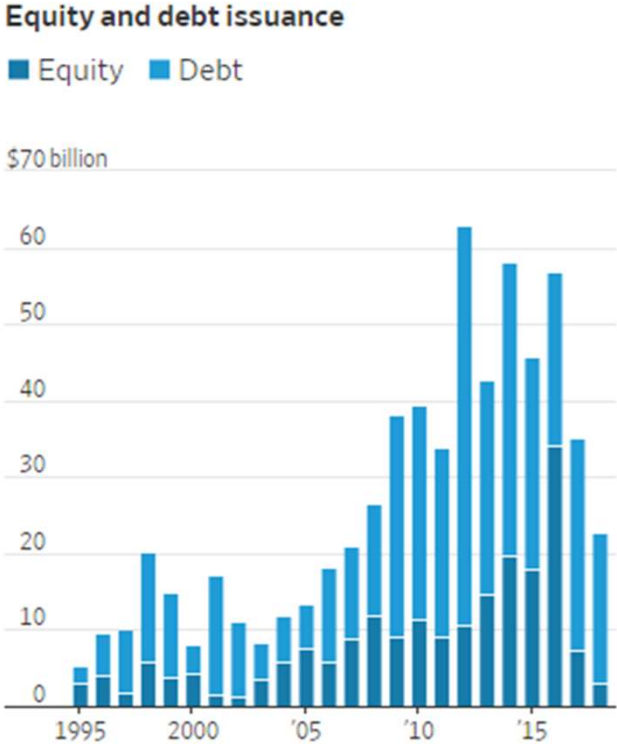
Fuente: Barclays Research

# Petróleo no convencional

- Ha sido una revolución. Ha añadido 8 millones de barriles que antes no existían.
- Creemos que los tipos bajos han permitido el surgimiento del fracking.
- No ha sido rentable. La mayoría de compañías no han generado flujo de caja libre positivo en los últimos 10 años.
- Ha vivido de la financiación y, desde el año 2016, ésta ha descendido un 65%.
- El fracking representó el 3,5% de la producción entre 2008-2017, pero supuso el 21% de la inversión en ese período.

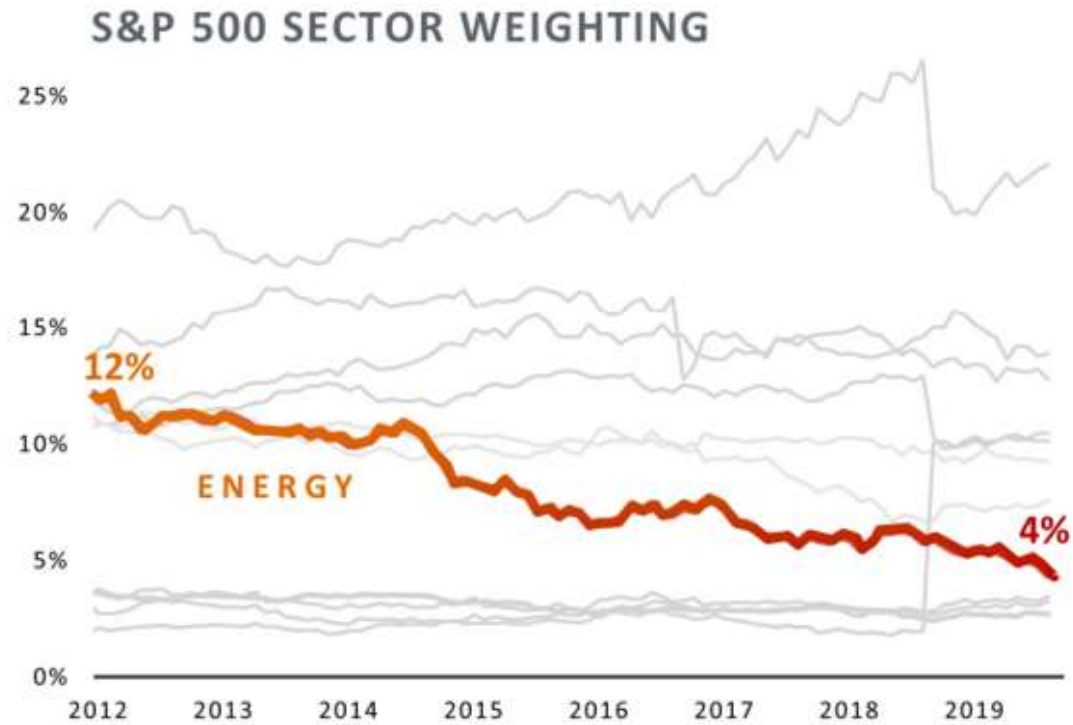


# Financiación al fracking



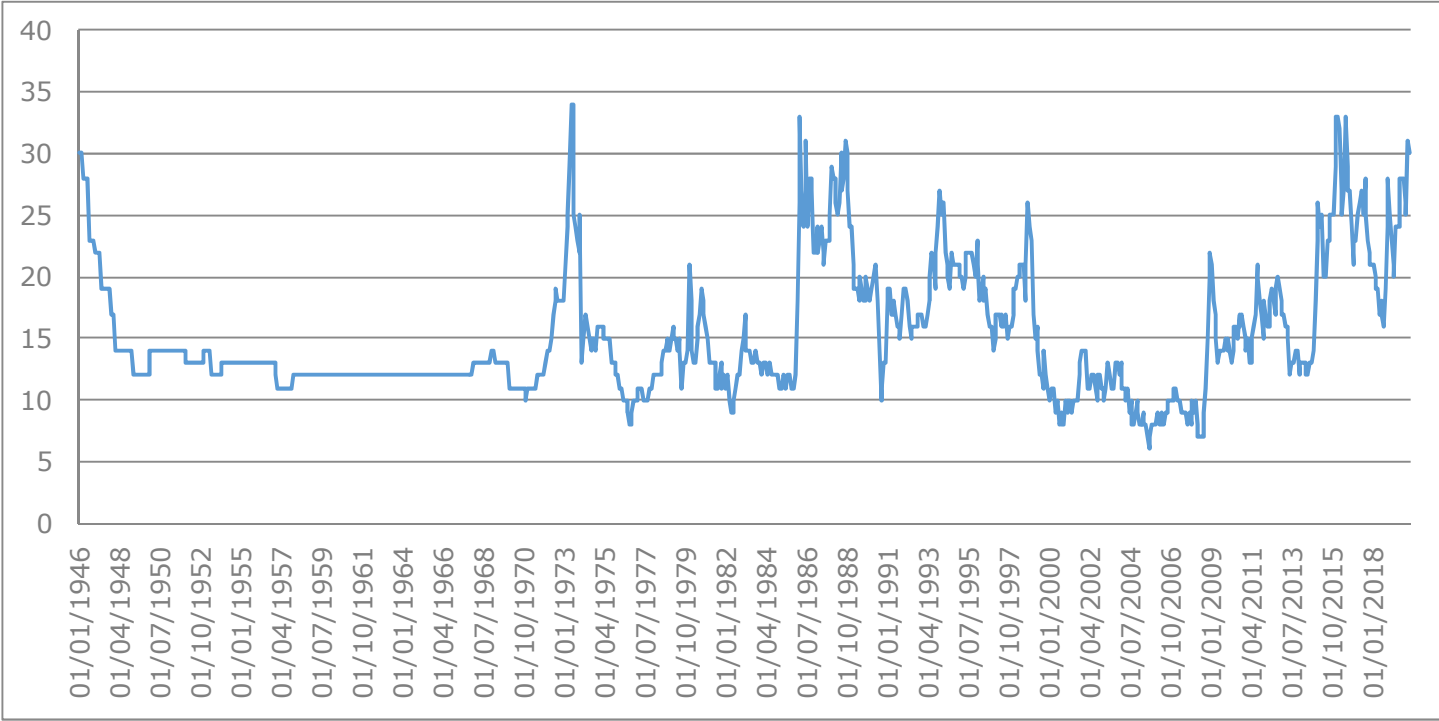
Fuente: Dealogic / WSJ

# Sector energético deprimido



Fuente: Chevron

# Ratio oro/petróleo



Fuente: Macrotrends, SM

# Conclusión

- Lukoil es la 1ª petrolera independiente rusa, representa el 2% de la producción mundial y el 1% de las reservas de petróleo globales y tiene un buen equipo directivo.
- Está muy barata, cotiza a P/B 1x, PER 6,6x, EV/Ebitda 3,5x y \$3,7 EV/reservas.
- Su ROCE es del 15%, casi el doble del de la industria, y a flujo de caja libre por barril (\$12) es de las mejores del sector.
- Tiene 18 años de vida de las reservas frente a los 12 años de media de la competencia.
- Han generado FCF positivo más de veinte años consecutivos y no tiene prácticamente deuda (0,1x DN/Ebitda).

# Gracias

## AVISO LEGAL

*Este documento tiene carácter meramente informativo y no constituye ninguna oferta, solicitud o recomendación de inversión del producto financiero del cual se informa. Ninguna información contenida en el mismo debe interpretarse como asesoramiento o consejo, financiero, fiscal, legal o de otro tipo. En ningún caso este documento sustituye a cualquier otro de carácter legal, debiendo cumplimentar en cada caso de inversión, aquel que resulte adecuado para cada modalidad de inversión. A este respecto el inversor deberá recibir la documentación requerida por las disposiciones legales correspondientes. La información contenida en este documento se ha obtenido de buena fe de fuentes que consideramos fiables, empleando la máxima diligencia en su realización. No obstante Salmón Mundi S.L., asesor de inversiones exclusivo de Salmon Mundi Capital Sicav, no garantiza la exactitud o integridad de la información que se contiene en el presente documento, la cual se manifiesta ha sido basada en servicios operativos y estadísticos u obtenida de otras fuentes de terceros. Todas las estimaciones y opiniones recogidas en este documento son realizadas en la fecha de su publicación y podrían cambiar sin previo aviso.*

*El valor de cualquier inversión puede fluctuar como resultado de cambios en los mercados. La información de este documento no pretende predecir resultados ni asegurar los mismos. La información aquí contenida se ha preparado para su difusión general y en ningún caso sustituye a la información oficial. No tiene en cuenta los objetivos específicos de inversión, situación financiera o necesidades de ninguna persona en particular. Las inversiones discutidas en esta publicación pueden no ser idóneas para todos los inversores. Cualquier inversión deberá ajustarse al perfil de riesgo de cada inversor resultante del correspondiente test Mifid que se deberá completar. Debería buscarse asesoramiento de un asesor financiero sobre la idoneidad de los productos aquí mencionados antes de comprometerse a compra dichos productos, a la luz de sus objetivos específicos, situación financiera y necesidades particulares. Ninguno de los consejeros de Salmón Mundi Capital Sicav ni sus representantes legales, ni Salmón Mundi S.L., ni ninguno de sus respectivos empleados, representantes legales, consejeros o socios aceptan ninguna responsabilidad por pérdidas directas o indirectas. No se aceptará ninguna responsabilidad por el uso de la información contenida en este documento, que pueda producirse basadas en la confianza o por un uso de esta publicación o sus contenidos o por cualquier omisión. Los resultados pasados no son garantía o predicción de rentabilidades futuras. La información aquí contenida no pretende predecir resultados, los cuales pueden diferir sustancialmente de los reflejados.*

*Este documento no puede ser reproducido (en parte o en su totalidad) sin nuestro permiso previo por escrito. Este documento se dirige exclusivamente a su destinatario y puede contener información confidencial sometida a secreto profesional o cuya divulgación esté prohibida en virtud de la legislación vigente, por lo que se informa a quien lo recibiera sin ser su destinatario la responsabilidad en la que podría incurrir si lo utilizara o divulgase para cualquier fin. Si ha recibido este documento por error, le rogamos que nos lo comunique por teléfono y proceda a su eliminación. Por razones legales y operativas, este documento no está dirigido a personas físicas residentes en Estados Unidos o personas jurídicas constituidas bajo legislación estadounidense.*