Банк Москвы

Акции

Нефть и газ

Башнефть

Рождение новой ВИНК состоялось

Борисов Денис, к.э.н.
Borisov_DV@mmbank.ru

Вахрамеев Сергей, к.э.н.
Vahrameev_SS@mmbank.ru

- **Мы возобновляем анализ акций Башнефти и присваиваем бумагам BANE рекомендацию «покупать» вследствие того, что наша оценка справедливой стоимости компании ($ 58.53 за акцию) предполагает примерно 40%-ный потенциал роста относительно текущих рыночных котировок.**
- **Компания является одним из ключевых звеньев в структуре энергетического бизнеса АФК «Система»: после проведенной реорганизации Башнефть стала не только прямым владельцем акций компаний, образующих башкирский ТЭК, но и центром прибыли в производственной цепочке «от скважины до бензоколонки».**
- **В структуре выручки Башнефти доходы от продаж нефтепродуктов составляют примерно 70% (компания в прошлом году добыла 12.2 млн т нефти, в то время как уфимские НПЗ переработали 20.7 млн т) – как следствие, именно дальнейшая динамика в даунстриме станет определяющей для перспектив развития BANE.**
- **Нефтеперерабатывающие активы, принадлежащие Башнефти, по праву считаются одними из самых лучших в отрасли: индекс Нельсона, характеризующий уровень сложности технологических процессов заводов, составляет 7.5 (в среднем по РФ – 4.5); средняя глубина переработки на уфимских НПЗ находится на уровне 85 % (в среднем по РФ – около 70 %).**
- **Башнефть является восьмой компанией в РФ по уровню добычи нефти, обладая значительными (20 лет) запасами углеводородов, подтвержденными международным аудитором. После прихода в Башнефть АФК «Системы» компания стала демонстрировать высокие темпы добычи (+15 % в 2010 г. по отношению к 2009 г.) за счет оптимизации работы с фондом скважин.**
- **В настоящее время средний коэффициент выработанности по месторождениям компании составляет около 84 %, при этом около 52 % добываемой нефти попадает под действующую льготу по НДПИ. Мы ожидаем, что процесс дифференциации НДПИ (в т.ч. в зависимости о горно-геологических условий разработки месторождений) продолжится, что позволит компании получать дополнительную экономию.**
- **С приходом ключевого собственника АФК «Системы» стоимость Башнефти выросла в несколько раз за счет консолидации на базе компании предприятий башкирского ТЭКа, однако мы считаем, что потенциал роста еще не исчерпан: свободный денежный поток компании ожидается в 2011 г. на уровне $ 1.2 млрд, текущий FCF-yield составляет 17 %.**
- **Приятным сюрпризом для миноритариев BANE стало решение компании о направлении на дивиденды 100 % чистой прибыли по РСБУ за 9 месяцев 2010 г. (дивидендная доходность по обыкновенным акциям составила 7.7 %, по «префам» – 10.1 %). В дальнейшем мы ожидаем некоторого снижения дивидендных выплат на фоне роста инвестиционных потребностей для разработки месторождения им. Требса и им. Титова (компания является главным фаворитом конкурса по указанным лицензионным участкам).**
- **Вероятная победа компании в конкурсе на месторождения им. Требса и Титова может стать дополнительным драйвером переоценки рынком перспектив компании (пик добычи по данным проектам сопоставим с текущим уровнем добычи Башнефти).**

Основные данные

Код РТС	BANE
Цена акции $	41.40
Капитализация млн. $	7 045
EV млн. $	8 664
Целевая цена $	58.53
Потенциал %	41%
Рекомендация	покупать

Динамика акций



Финансы и прогнозы

в млн. $	2010П	2011П	2012П
Выручка	12 563	12 963	13 197
EBITDA	2 460	2 254	2 033
Прибыль	1 380	1 205	1 031
EV/EBITDA	3.5	3.8	4.3
EV/S	0.7	0.7	0.7
P/E	5.1	5.8	6.8
Рентабельность			
По EBITDA	*19.6%*	*17.4%*	*15.4%*
Чистая	*11.0%*	*9.3%*	*7.8%*

Акционеры

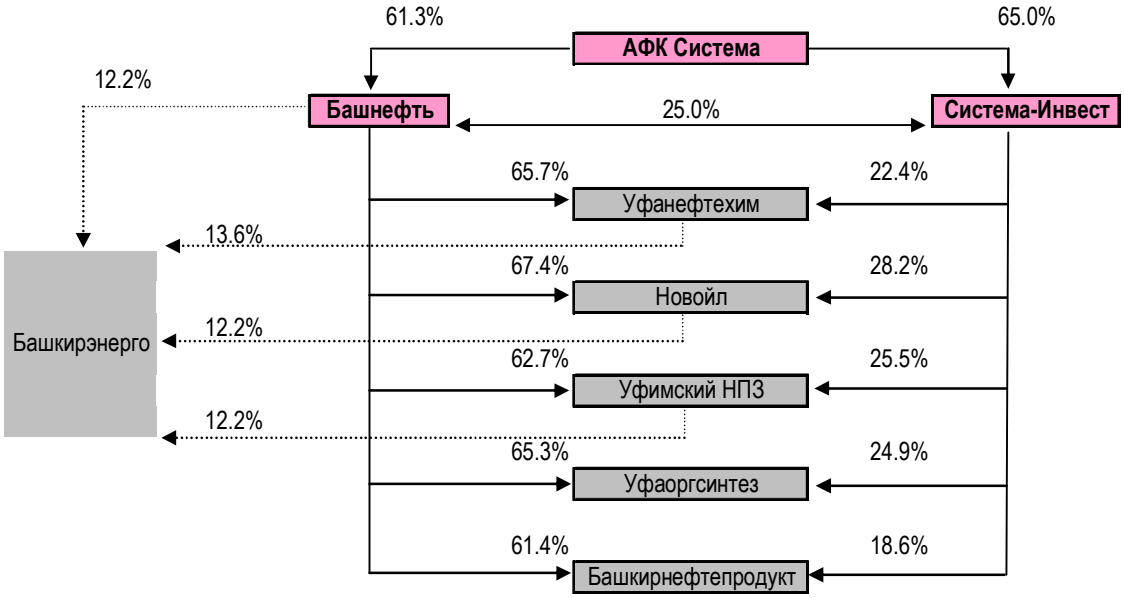
	Доля%
АФК Система	61.3%
Система-Инвест	25.0%
Прочие	13.7%

Бизнес

В настоящее время АНК «Башнефть» является одним из ключевых звеньев в структуре энергетического бизнеса АФК «Система»: после проведенной реорганизации компания стала не только прямым владельцем акций компаний, образующих башкирский ТЭК (Уфанефтехим, Новойл, Уфимский НПЗ, Уфаоргсинтез, Башкирнефтепродукт и Башкирэнерго), но и центром прибыли в производственной цепочке «от скважины до бензоколонки». Превращение Башнефти из региональной добывающей компании в полноценную ВИНК стало возможным благодаря изменениям в корпоративном управлении, которые произошли после получения холдингом АФК «Система» контрольного пакета акций предприятий башкирского ТЭКа.

Напомним, что до середины 2005 г. Башнефть контролировалась Группой «Башкирский капитал», принадлежащей структурам Урала Рахимова – сына экс-президента Башкирии Муртазы Рахимова. В конце лета 2005 г. Башкирский капитал и АФК «Система» договорились о продаже блокирующих пакетов акций в компаниях БашТЭКа. Далее в конце марта 2009 г. АФК «Система» в результате ряда сделок стала основным владельцем Башнефти, трех уфимских НПЗ, Уфаоргсинтеза и Башкирэнерго (сумма сделки составила около $ 2 млрд), после чего миноритариям приобретаемых компаний была предложена оферта на выкуп, которая была исполнена лишь частично. При этом до подведения итогов оферты АФК «Система» приняла ряд мер по оптимизации организационной структуры приобретенных компаний, в результате которых новым ядром БашТЭКа стала Башнефть. В ходе оферты Система оценила Башнефть в $ 1.6 млрд (рыночная стоимость Башнефти до оферты составляла $ 2.3 млрд).

Текущая структура владения обыкновенными акциями компаний башкирского ТЭКа

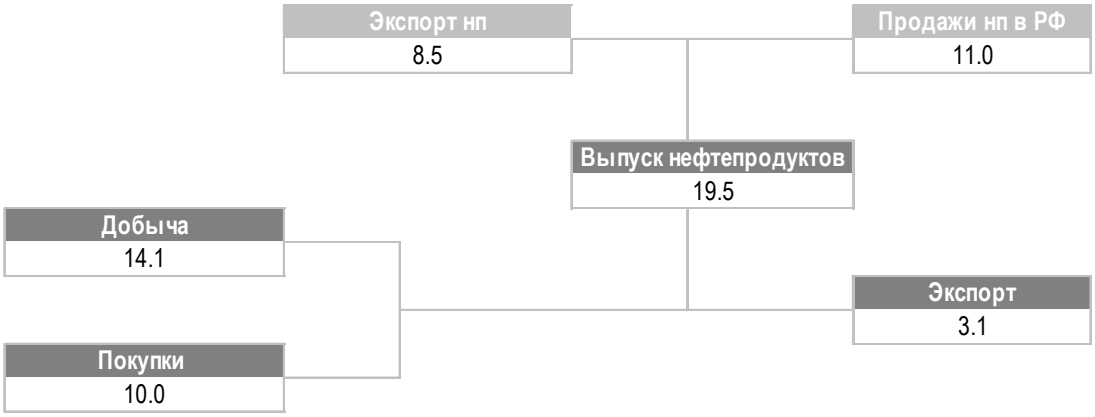


Источники: АФК «Система», оценки Аналитического департамента Банка Москвы

Модель товарных потоков

После получения Системой контроля над предприятиями БашТЭКа руководством корпорации было приятно решение об оптимизации структуры владения нефтяными активами и создании на базе Башнефти вертикально интегрированной нефтяной компании (ВИНК). В результате именно Башнефть стала центром прибыли БашТЭКа, которая полностью обеспечивает уфимские НПЗ сырьем по давальческим схемам (как за счет собственной добычи, так и за счет приобретения нефти на рынке) и самостоятельно реализует продукты нефтепереработки. Отметим, что, несмотря на наличие дефицита собственной нефти для переработки (соотношение Refining/ Production Башнефти близко к 150 %), компания ежегодно экспортирует около 3 млн т нефти для сохранения экспортных каналов поставок. Мы полагаем, что модель товарных потоков компании в ближайшее время не претерпит существенных изменений: ожидается некоторый рост поставок нефтепродуктов на внутренний рынок за счет сокращения экспорта.

Модель товарных потоков Башнефти, млн т



Источники: данные компании, оценки Аналитического департамента Банка Москвы

Отметим, что в своей модели оценки Башнефти мы не учитываем потенциальные M&A-сделки, вероятную победу компании в конкурсе на месторождения им. Требса и им. Титова, а также гипотетическую возможность интеграции товарных потоков РуссНефти (49 % которой принадлежит Системе) в производственный комплекс БашТЭКа.

Переработка

Башнефть является единственной российской вертикально интегрированной компанией, мощности по переработке которой превышают объемы собственной добычи. Отметим, что в структуре выручки Башнефти доходы от продаж нефтепродуктов составляют примерно 70 % – как следствие, именно дальнейшая динамика в даунстриме станет определяющей для перспектив развития BANE.

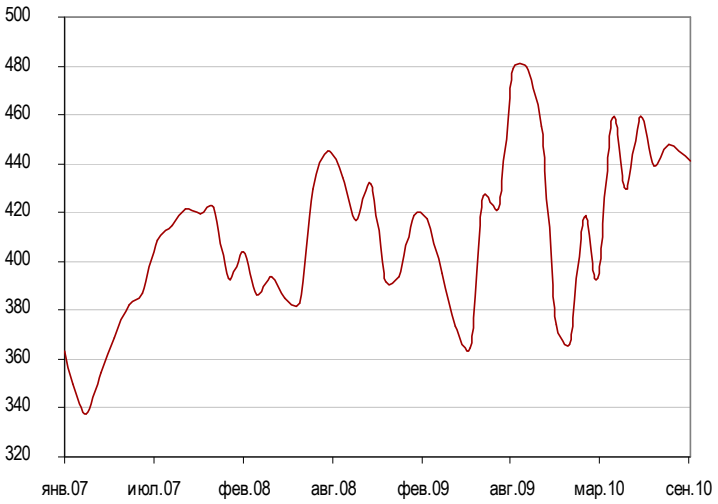
Переработка нефти крупнейшими российскими компаниями за январь-сентябрь 2010 г.

N	Компания	млн т	Доля на рынке РФ, %
1	Роснефть	38	20
2	ЛУКОЙЛ	34	18
3	Газпром нефть	22	12
4	ТНК-ВР	18	9
5	Сургутнефтегаз	16	9
6	Башнефть	16	9
7	Славнефть	10	5
9	ТАИФ-НК	6	3
9	Газпром	4	2
10	Русснефть	4	2
11	Прочие	18	11
	Итого	**186**	**100**

Источники: ИнфоТЭК, оценки Аналитического департамента Банка Москвы

Перерабатывающие и сбытовые активы представлены тремя НПЗ: Уфимский НПЗ, НОВОЙЛ и Уфанефтехим с объемами переработки 21 млн т (421 тыс. б/с). При этом общая мощность трех заводов составляет около 26 млн т. Если рассматривать динамику переработки, то в 2010 г. ее объем вырос на 20.3 % по сравнению с 2007 г. за счет повышения спроса на нефтепродукты и модернизации заводов.

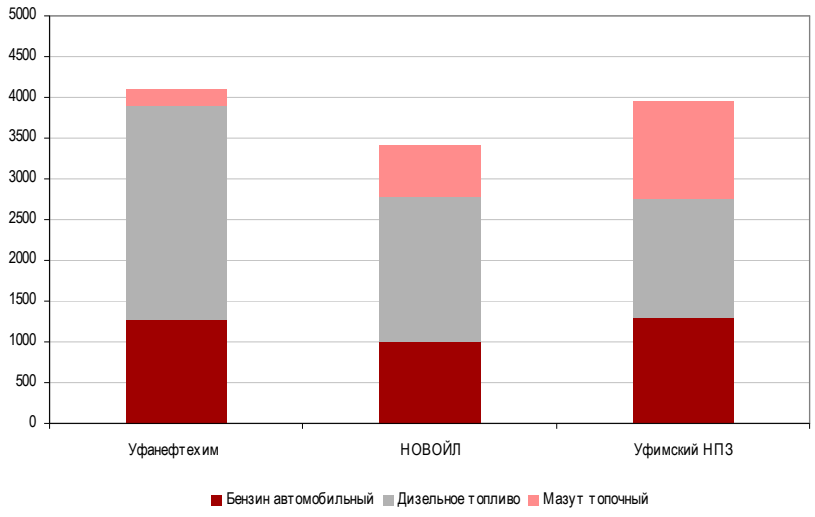
Динамика переработки нефти группой уфимских НПЗ, тыс. бар. в сутки



Источники: ИнфоТЭК, оценки Аналитического департамента Банка Москвы

Нефтеперерабатывающие активы, принадлежащие Башнефти, по праву считаются одними из самых лучших в отрасли: индекс Нельсона, характеризующий уровень сложности технологических процессов заводов, составляет 7.5 (в среднем по РФ – 4.5); средняя глубина переработки на уфимских НПЗ находится на уровне 85 % (в среднем по РФ – около 70 %). Данный факт является важным конкурентным преимуществом Башнефти на фоне ожидаемого роста налоговой нагрузки на темные нефтепродукты.

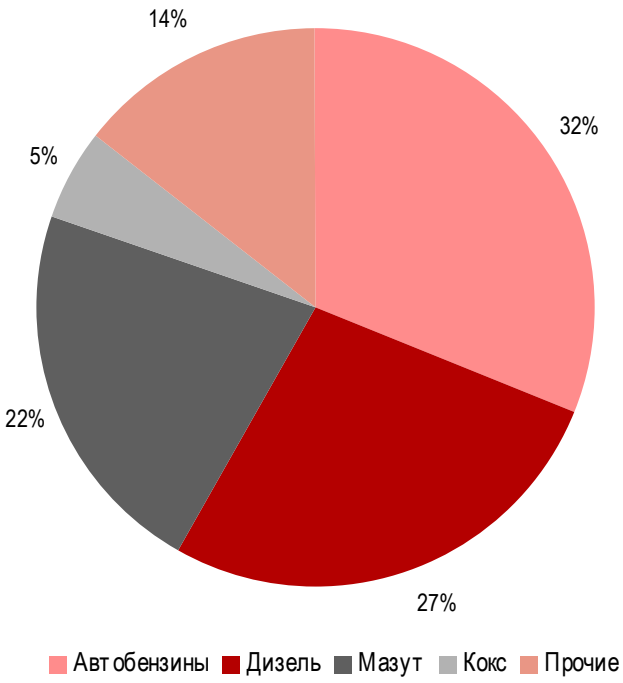
Выпуск основных нефтепродуктов уфимскими НПЗ за январь-сентябрь 2010 г., тыс. т



Источники: ИнфоТЭК, оценки Аналитического департамента Банка Москвы

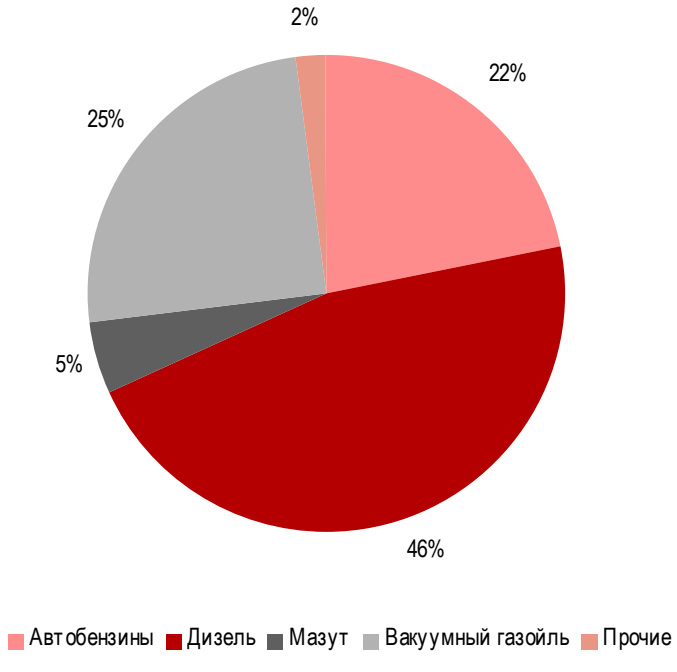
Башнефть реализует нефтепродукты как на внутреннем, так и на внешнем рынке (доля экспорта – около 35 % от общего объема переработки), при этом в ближайшие годы мы не ожидаем каких-либо существенных изменений в динамике объемов переработки: исходя из имеющихся технологических схем нынешний уровень загрузки первичных мощностей выглядит оптимальным.

Структура продаж нефтепродуктов Башнефти внутри РФ за 1-й квартал 2010 г.



Источники: данные компании, оценки Аналитического департамента Банка Москвы

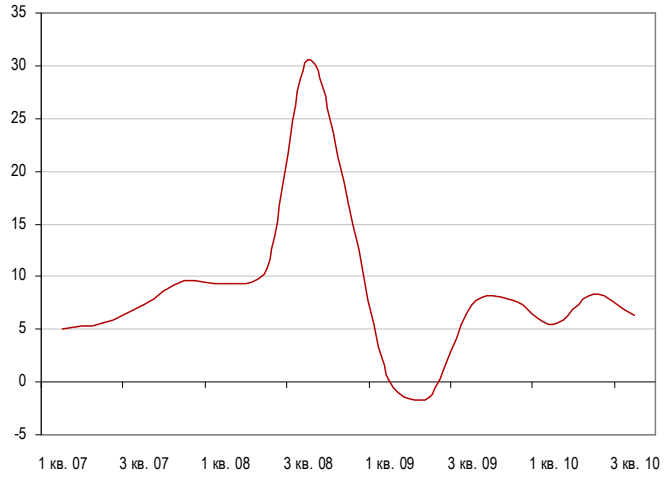
Структура экспортных продатж нефтепродуктов Башнефти за 1-й квартал 2010 г.



Источники: данные компании, оценки Аналитического департамента Банка Москвы

В настоящее время уровень маржи переработки в РФ по-прежнему остается на достаточно высоком уровне, при этом при сохранении нынешнего фискального status quo мы не ожидаем существенных изменений в динамике данного показателя.

Динамика чистой маржи нефтепереработки, $ за баррель



Источники: Роснефть, оценки Аналитического департамента Банка Москвы

При этом главный отраслевой риск для Башнефти заключается в сохранении неопределенности относительно возможных налоговых изменений в даунстриме. В случае если унификация пошлин на нефтепродукты произойдет на уровне 85 % от пошлины на нефть (а не 60 %, как ожидалось ранее), то компания окажется среди пострадавших: по нашим оценкам, негативное влияние возможных фискальных нововведений на EBITDA 2011 г. будет весьма заметным – порядка 15 % (из-за высокой доли переработки в производственной структуре). Более подробно на эту тему см. наш отраслевой монитор «Нефть и газ» от 25.10.2010.

Добыча

Башнефть является восьмой компанией в РФ по уровню добычи нефти, обладая значительными запасами углеводородов (обеспеченность запасами составляет 20 лет), подтвержденными международным аудитором.

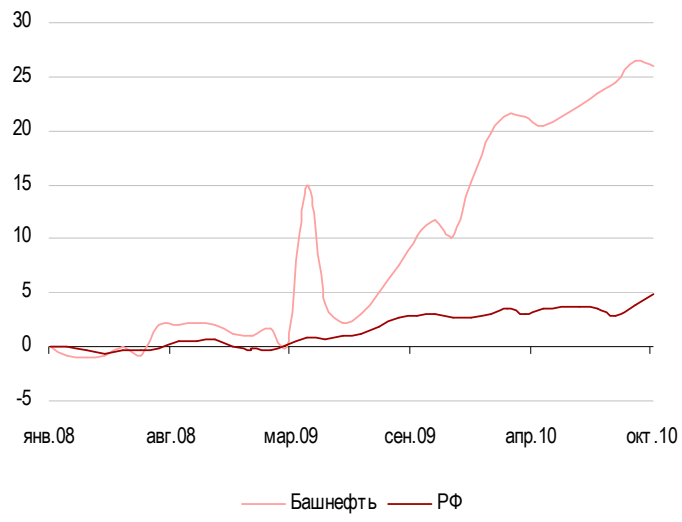
Добыча нефти крупнейшими российскими компаниями за январь-сентябрь 2010 г.

N	Компания	млн т	Доля на рынке РФ, %
1	Роснефть	84	22
2	ЛУКОЙЛ	68	18
3	ТНК-ВР	54	14
4	Сургутнефтегаз	44	12
5	Газпром нефть	22	6
6	Татнефть	20	5
7	Славнефть	14	4
8	Башнефть	11	3
9	Газпром	10	3
10	Русснефть	10	3
11	Прочие	40	11
	Итого	**377**	**100**

Источники: ИнфоТЭК, оценки Аналитического департамента Банка Москвы

После прихода в Башнефть АФК «Системы» компания стала демонстрировать феноменально высокие темпы добычи (см. рисунок ниже), которые вызвали пристальный интерес у инвестиционного сообщества и отраслевых специалистов.

Уровень добычи нефти, % к январю 2008 г.



Источники: Bloomberg, оценки Аналитического департамента Банка Москвы

Основные факторы роста производства Башнефти следует искать не во вводе новых скважин из бурения (объемы эксплуатационного бурения по компании снижались), а в применении технологий по интенсификации добычи на действующем фонде. При этом продолжительность положительного эффекта от применяемых новаций будет зависеть от качества выбранных технологий (в ближайшие два года, по нашим оценкам, добыча компании будет находиться «на полке»).

Финансы

В настоящее время Башнефть не предоставляет полную консолидированную отчетность по МСФО, ограничиваясь публикацией отдельных ключевых показателей.

Основные финансовые показатели Башнефти по МСФО

$ млн	2 кв. 10	1 кв. 10	кв-к-кв, %	1 П10	1 П 09	г-к-г, %
Выручка	3328	2912	14.2	6240	2244	178.0
OIBDA	696	613	13.5	1308	372	251.6
маржа, %	*20.9*	*21.0*		21	*16.6*	
на баррель добычи	*28.0*	*25.5*	*9.8*	*26.76*	*8.8*	
Чистая прибыль	1 195	727	2.8	-37.5	664	12.6
Справочно						
Средняя цена Urals $/бар.	75.3	73.4	2.6	74.3	49.3	50.7
Добыча нефти, млн барр	24.85	24.0	3.5	48.87	42.3	15.5
Переработка нефти, млн т	5.57	4.81	15.8	10.38	9.72	6.8
Доля переработки в добыче, %	160	143			151	164

Источники: данные компании, оценки Аналитического департамента Банка Москвы

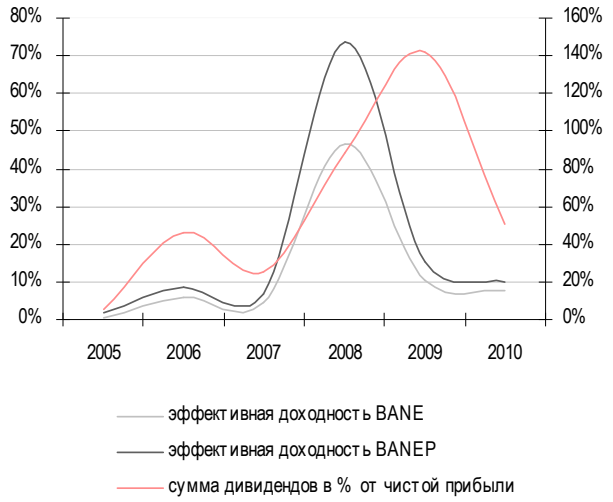
Даже несмотря на самые высокие отраслевые затраты Башнефти в upstream ($ 8 на баррель соответственно против $ 2.8-5.3 на баррель у основных российских ВИНКов), связанные с непростыми горно-геологическими условиями разработки месторождений Башкирии (низкие дебиты в районе 2.3 т/сут и высокая – более 90 % – обводненность) и обеспечением высоких уровней прироста добычи (это требует дополнительных затрат на замену насосов), компании удалось сохранить отраслевое лидерство по показателю OIBDA на баррель ($ 28 на баррель; для сравнения, аналогичный показатель Роснефти составил $ 22.5, ЛУКОЙЛА – $ 21, Газпром нефти – около $ 15). Основными драйверами лидирующих позиций компании являются наличие мощного downstream-сегмента (соотношение Переработка/Добыча составляет 170 %; для сравнения, у Газпром нефти данный показатель составляет чуть более 70 %, у ЛУКОЙЛа – 62 %, у Роснефти – 44 %) и благоприятный уровень маржи переработки (по нашим оценкам, чуть более $ 10 за баррель) внутри РФ.

Дивиденды

По действующему уставу, дивиденды Башнефти не привязаны к чистой прибыли по РСБУ или МСФО, и согласно документу определен лишь размер годового дивиденда на одну привилегированную акцию типа «А», который составляет 10 % номинальной стоимости этой акции. Компания собирается обозримом будущем выпустить новую дивидендную политику, в которой, скорее всего, будет отражена новая методология начисления дивидендов.

Отметим, что дивидендная политика основного акционера Башнефти – АФК «Системы» – предполагает рекомендуемый объем выплат до 40 % консолидированной чистой прибыли Корпорации по US GAAP. Как следствие, показатель payout ratio Башнефти, вероятно, будет сопоставим с аналогичным значением материнской компании.

Эффективная дивидендная доходность по акциям Башнефти на дату закрытия реестра



Источники: данные компании, оценки Аналитического департамента Банка Москвы

Оценка

При оценке справедливой стоимости акций Башнефти мы использовали традиционный DCF-метод.

SWOT-анализ

Сильные стороны	Слабые стороны
• Высокие темпы роста добычи нефти • Многолетний опыт работы на истощенных месторождениях и, как следствие, высокая эффективность их разработки. • Географическое расположение делает расходы на транспортировку нефти на экспорт менее значительными. • Большой нефтеперерабатывающий комплекс (ТОП-5 по мощности переработки) с высоким индексом Нельсона и качеством нефтепродуктов. Высокий выход светлых нефтепродуктов и частичное соответствие нормам Евро-4/5.	• Небольшие месторождения с высокой истощенностью, низким дебитом скважин, высоким содержанием воды и в целом ограниченные перспективы органического роста добычи. • Несбалансированность объемов добычи и нефтепереработки. • Ограниченный доступ к покупателям (сравнительно небольшая сеть АЗС).
Возможности	**Угрозы**
• Вероятная победа в конкурсе на месторождения им. Требса и Титова будет способствовать нахождению баланса между добычей и переработкой и может увеличить текущую капитализацию компании на 15 %.	• Риск падения цены на нефть в случае существенного замедления темпов роста ВВП мировой экономики. • Возможное ужесточение налогового режима: повышение экспортных пошлин на нефтепродукты, а также акцизов.

Сравнительная оценка

Компания	Mcap $ млн	EV/EBITDA		P/E	
		2010	2011	2010	2011
OMV	10 874	2.9	2.7	6.8	5.9
MOL	10 294	5.7	5.0	13.9	9.7
CEPSA	6 703	4.6	4.2	10.6	9.5
PKN ORLEN	6 330	6.2	5.8	11.7	11.0
NESTE OIL	3 771	10.2	6.5	22.5	9.9
MURPHY OIL	12 837	4.8	4.1	15.7	11.8
ALLIANCE OIL	17 959	41.4	30.2	84.4	54.2
ТАТНЕФТЬ	10 424	4.4	3.6	6.0	5.0
Медианное значение		5.3	4.6	12.8	9.8
Башнефть (консенсус-прогноз)		3.5	3.1	5.0	4.8
Премия (дисконт)		-33%	-33%	-61%	-51%

Источники: Bloomberg, Аналитического департамента Банка Москвы

Сравнительный анализ показывает, что рынок оценивает Башнефть по основным мультипликаторам с дисконтом к мировым аналогам, что подтверждает наши оценки по DCF-модели и свидетельствует о недооцененности компании.

Модель DCF Башнефть

Прогноз денежного потока

в млн. $	2010 П	2011 П	2012 П	2013 П	2014 П	2015 П
Выручка	12 563	12 963	13 197	14 119	14 315	14 519
Темп роста (%)	*210%*	*3%*	*2%*	*7%*	*1%*	*1%*
EBITDA	**2 460**	**2 254**	**2 033**	**2 288**	**2 401**	**2 601**
Рентабельность (%)	*20%*	*17%*	*15%*	*16%*	*17%*	*18%*
EBIT	**1 740**	**1 498**	**1 239**	**1 455**	**1 526**	**1 682**
Рентабельность (%)	*14%*	*12%*	*9%*	*10%*	*11%*	*12%*
-Налоги на прибыль	345	301	258	308	327	363
NOPAT	**1 395**	**1 197**	**981**	**1 146**	**1 199**	**1 319**
+ Амортизация	720	756	794	833	875	919
- Капвложения	-645	-837	-973	-1 172	-1 251	-1 336
(Увеличение)/Уменьшение об. капитала	-500	62	61	-20	-10	-27
Чистый денежный поток	**970**	**1 177**	**863**	**787**	**813**	**875**

Основные предположения

WACC	15.5%
Конечный темп роста	3.5%
Ставка налогообложения	20%

Расчет WACC

Безрисковая ставка:	**5.5%**
Средняя доходность UST10 за 5 лет	4.4%
Спрэд Россия 30 за 12 мес. , б.п.	300
Риск рынка акций	**4.9%**
Специфический риск эмитента	0.8%
Целевой уровень D/(E+D)	15.0%
Бэта	1.75
Бэта с учетом долга	2.00
Безрисковая ставка	5.5%
Стоимость капитала	**16.7%**
Стоимость долга	11.0%
Ставка налога на прибыль	20.0%
Стоимость долга после налогов	**8.8%**
WACC	**15.5%**

Оценка DCF

	2011
Нормализованный годовой денежный поток *	1 512
Дисконтированный денежный поток	4 266
Конечная стоимость	12 997
Приведенная конечная стоимость	6 313
Стоимость денежных потоков	10 579
Текущий чистый долг (наличность)	1 619
Стоимость инвестиций	1 000
Чистая стоимость компании	9 960
Количество акций (млн.)	170
Цель на начало 2012 г., $	**58.53**

Анализ чувствительности

Конечный темп роста (%) \ Ставка дисконтирования (WACC)	14.0%	14.5%	15.0%	**15.5%**	16.0%	16.5%	17.0%
5.0%	69.79	65.64	61.92	58.55	55.50	52.71	50.17
4.5%	66.74	62.95	59.52	56.41	53.57	50.98	48.60
4.0%	64.00	60.51	57.34	54.45	51.81	49.38	47.15
3.5%	61.52	58.29	55.35	**52.65**	50.18	47.91	45.81
3.0%	59.26	56.26	53.52	51.00	48.69	46.54	44.56
2.5%	57.20	54.40	51.84	49.48	47.30	45.28	43.40
2.0%	55.31	52.69	50.29	48.07	46.01	44.10	42.32

Специфический риск эмитента

	0.8%
Отношения с государством	0.5%
Корпоративное управление	0.3%
Конфликт акционеров	0.0%
Налоговые угрозы	0.0%
Финансовая устойчивость	0.0%

Расчет бэта

Средний оборот, $ '000	**Бэта**
больше 50 000	1.00
больше 10 000	1.25
больше 1000	1.50
больше 200	1.75
меньше 100	2.00
0 / непубличный бизнес	3.00

* Нормализованный денежный поток – свободный денежный поток последнего прогнозного года эмитента, скорректированный на размер будущей отдачи от капитальных вложений.

Отчет о прибылях и убытках

	2010 П	2011 П	2012 П	2013 П	2014 П	2015 П
Выручка	**12 563**	**12 963**	**13 197**	**14 119**	**14 315**	**14 519**
Операционные расходы	10 103	10 709	11 164	11 831	11 914	11 918
Амортизация	720	756	794	833	875	919
Операционная прибыль	1 740	1 498	1 239	1 455	1 526	1 682
EBITDA	**2 460**	**2 254**	**2 033**	**2 288**	**2 401**	**2 601**
Чистые процентные расходы	58	29	- 20	- 51	- 72	- 92
Прочие расходы (доходы)	- 43	- 37	- 30	- 36	- 38	- 41
Прибыль до налогов	1 725	1 506	1 289	1 541	1 635	1 815
Налоги на прибыль	345	301	258	308	327	363
Доля миноритариев	-	-	-	-	-	-
Чистая прибыль	**1 380**	**1 205**	**1 031**	**1 233**	**1 308**	**1 452**

Баланс

	2010 П	2011 П	2012 П	2013 П	2014 П	2015 П
Денежные средства и эквиваленты	1 237	1 933	2 383	2 677	2 967	3 261
Дебиторская задолженность	1 587	1 638	1 667	1 784	1 808	1 834
Запасы	699	721	734	786	797	808
Прочие оборотные активы	135	156	179	206	237	272
Основные средства	1 480	1 561	1 740	2 079	2 455	2 872
Прочие внеоборотные активы	2 176	2 415	2 681	2 976	3 303	3 666
Итого активы	**7 314**	**8 424**	**9 384**	**10 507**	**11 567**	**12 714**
Кредиторская задолженность	2 266	2 401	2 504	2 652	2 678	2 688
Краткосрочный долг	-	-	-	-	-	-
Прочие краткосрочные обязательства	- 61	- 32	- 4	24	53	85
Долгосрочный долг	1 653	1 653	1 653	1 653	1 653	1 653
Прочие долгосрочные обязательства	- 460	- 238	- 27	180	400	634
Капитал и резервы	3 917	4 639	5 258	5 998	6 783	7 654
Итого пассивы	**7 314**	**8 424**	**9 384**	**10 507**	**11 567**	**12 714**

Отчет о движении денежных средств

	2010 П	2011 П	2012 П	2013 П	2014 П	2015 П
Операционная прибыль	1 740	1 498	1 239	1 455	1 526	1 682
Налоги на прибыль	345	301	258	308	327	363
Амортизация	720	756	794	833	875	919
Изменение оборотного капитала	- 500	62	61	- 20	- 10	- 27
Денежные потоки от операций	**1 615**	**2 015**	**1 836**	**1 960**	**2 064**	**2 211**
Капиталовложения	- 645	- 837	- 973	- 1 172	- 1 251	- 1 336
Прочие доходы (инвестиции)	-	-	-	-	-	-
Денежные потоки от инвестиций	- 645	- 837	- 973	- 1 172	- 1 251	- 1 336
Свободные денежные потоки	**970**	**1 177**	**863**	**787**	**813**	**875**
Изменение долга	-	-	-	-	-	-
Дивиденды	552	482	412	493	523	581
Чистые денежные потоки	**418**	**695**	**450**	**294**	**290**	**294**

Банк Москвы

Контактная информация

Аналитический департамент
Тел: +7 495 925 80 00
Факс: +7 495 925 80 00 доб. 2822
Bank_of_Moscow_Research @mmbank.ru

Директор департамента
Тремасов Кирилл, к.э.н
Tremasov_KV@mmbank.ru

Управление рынка акций

Стратегия, Экономика
Тремасов Кирилл, к.э.н
Tremasov_KV@mmbank.ru

Волов Юрий, CFA
Volov_YM@mmbank.ru

Нефть и газ
Борисов Денис, к.э.н
Borisov_DV@mmbank.ru

Вахрамеев Сергей, к.э.н
Vahrameev_SS@mmbank.ru

Электроэнергетика
Лямин Михаил
Lyamin_MY@mmbank.ru

Рубинов Иван, CFA
Rubinov_IV@mmbank.ru

Металлургия, Химия
Волов Юрий, CFA
Volov_YM@mmbank.ru

Кучеров Андрей
Kucherov_AA@mmbank.ru

Банки, денежный рынок
Федоров Егор
Fedorov_EY@mmbank.ru

Потребсектор
Купеев Виталий
Kupeev_VS@mmbank.ru

Телекоммуникации
Горячих Кирилл
Goryachih_KA@mmbank.ru

Машиностроение/Транспорт
Лямин Михаил
Lyamin_MY@mmbank.ru

Управление долговых рынков

Горбунова Екатерина
Gorbunova_EB@mmbank.ru

Сарсон Анастасия
Sarson_AY@mmbank.ru

Настоящий документ предоставлен исключительно в порядке информации и не является предложением о проведении операций на рынке ценных бумаг, и в частности предложением об их покупке или продаже. Настоящий документ содержит информацию, полученную из источников, которые Банк Москвы рассматривает в качестве достоверных. Однако Банк Москвы, его руководство и сотрудники не могут гарантировать абсолютные точность, полноту и достоверность такой информации и не несут ответственности за возможные потери клиента в связи с ее использованием. Оценки и мнения, представленные в настоящем документе, основаны единственно на заключениях аналитиков Банка в отношении анализируемых ценных бумаг и эмитентов. Вознаграждение аналитиков не связано и не зависит от содержания аналитических обзоров, которые они готовят, или от существа даваемых ими рекомендаций.

Банк Москвы, его руководство и сотрудники не несут ответственности за инвестиционные решения клиента, основанные на информации, содержащейся в настоящем документе. Банк Москвы, его руководство и сотрудники также не несут ответственности за прямые или косвенные потери и/или ущерб, возникший в результате использования клиентом информации или какой-либо ее части при совершении операций с ценными бумагами. Банк Москвы не берет на себя обязательств регулярно обновлять информацию, которая содержится в настоящем документе, или исправлять возможные неточности. Сделки, совершенные в прошлом и упомянутые в настоящем документе, не всегда являются индикативными для определения результатов будущих сделок. На стоимость, цену или величину дохода по ценным бумагам или производным инструментам, упомянутым в настоящем документе, могут оказывать неблагоприятное воздействие колебания обменных курсов валют. Инвестирование в российские ценные бумаги несет значительный риск, в связи с чем клиенту необходимо проводить собственный анализ рынка и исследование надежности российских эмитентов до совершения сделок.

Настоящий документ не может быть воспроизведен полностью или частично, с него нельзя делать копии, выдержки из него не могут использоваться для каких-либо публикаций без предварительного письменного разрешения Банка Москвы. Банк Москвы не несет ответственности за несанкционированные действия третьих лиц, связанные с распространением настоящего документа или любой его части.