Банк Москвы

8 декабря 2010 г.

Акции

Нефть и газ

Нефтегазовый сектор

Предновогодняя корректировка прогнозов

Борисов Денис, к.э.н.

Borisov_DV@mmbank.ru

Вахрамеев Сергей, к.э.н.

Vahrameev_SS@mmbank.ru

Перед выходом нашей традиционной годовой стратегии мы вносим ряд коррекционных изменений в финансовые модели по компаниям сектора, учитывающих последние тенденции производственных показателей эмитентов, пересмотр прогнозного периода, а также ожидаемые фискальные нововведения в downstream и добыче нефти и газа.

Мы не видим фундаментальных оснований для пересмотра нашего прогноза по нефтяным ценам и полагаем, что в 2011 г. средняя стоимость Brent составит $ 85 за баррель.

В центре внимания участников рынка в нефтяном секторе по-прежнему остается фискальная тема, и если революционных изменений в налогообложении добычи к новому году не произойдет, то вероятность изменения принципов взимания экспортных пошлин в даунстриме выглядит крайне высокой. Мы полагаем, что будет принято соломоново решение, и уже в начале 2011 г. начнется постепенная унификация пошлин на светлые и темные нефтепродукты (на уровне 60 % от экспортной пошлины на нефть), которая окажет влияние на денежные потоки нефтяных компаний.

В газовой отрасли с наступлением холодов ситуация с ценовым окружением в ЕС уже не выглядит катастрофической (котировки спотового рынка превысили экспортные цены Газпрома), и повышение конкурентоспособности российского газа станет безусловным позитивом для бумаг GAZP в наступивший зимний период. При этом мы по-прежнему ожидаем, что основным драйвером роста доходов компаний сектора в следующем году станет продолжающаяся ценовая либерализация на внутреннем рынке.

В 2011 г. мы ожидаем продолжение умеренного восстановления нефтесервисного рынка на фоне стабильных нефтяных цен и продолжающегося ухудшения горно-геологических условий разработки месторождений в Западной Сибири. Тем не менее, мы полагаем, что рынок уже учитывает данные тенденции в текущей цене бумаг OFS-компаний.

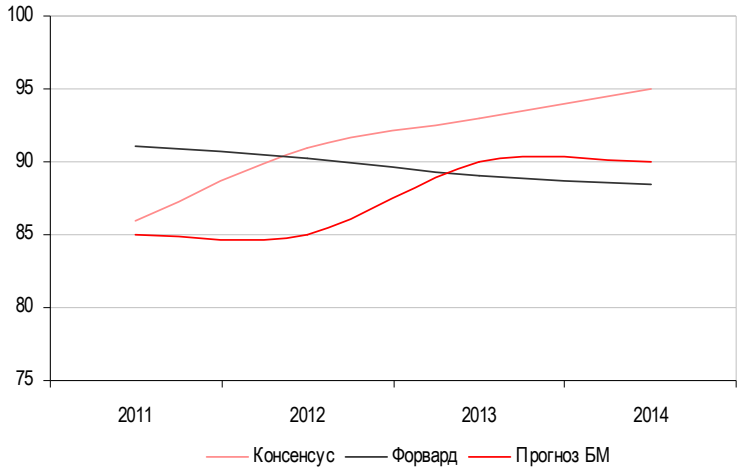
Исходя из степени фундаментальной недооцененности, нашими главными инвестиционными идеями в секторе на следующий год являются бумаги ЛУКОЙЛа и Башнефти. Акции нашего традиционного фаворита – Газпрома – после состоявшегося на рынке мини-ралли уже не выглядят дешевыми – как следствие, мы исключаем их из наших ключевых рекомендаций по сектору.

	Цена, $	Старый таргет (на конец 2010 г.), $	Новый таргет (на конец 2011 г.), $	Изм, %	Потенциал роста, %	Рекомендация
Газпром	6.17	7.16	7.08	-1%	15%	держать
Роснефть	7.04	6.53	7.08	8%	1%	держать
ЛУКОЙЛ	58.04	78.40	73.25	-7%	26%	покупать
Сургутнефтегаз	0.98	1.00	1.01	1%	4%	держать
Сургутнефтегаз п.	0.50	0.59	0.56	-5%	13%	держать
ТНК-ВР	2.77	1.96	2.36	20%	-15%	продавать
НОВАТЭК	9.97	8.40	9.38	12%	-6%	продавать
Газпром нефть	4.28	5.16	5.03	-3%	17%	держать
Татнефть	4.89	4.21	4.72	12%	-4%	продавать
Татнефть п.	2.58	2.25	2.52	12%	-2%	продавать
Башнефть	43.88	58.53	58.53	0%	33%	покупать
Eurasia Drilling	31.50	15.70	20.00	27%	-37%	продавать
Интегра	3.31	2.52	3.28	30%	-1%	продавать
C.A.T. oil	9.69	9.54	9.37	-2%	-3%	продавать

Нефтяные компании

Из трех важнейших факторов (цены на нефть – объемы производства – налоги), оказывающих влияние на фундаментальную стоимость российских ВИНКов, традиционно самым сложным при прогнозировании является первый: уровень цен на сырьевые товары. Однако в уходящем году котировки Brent в целом двигаются в рамках наших ожиданий (средняя Brent с начала года составила $ 79 за баррель при нашем прогнозе в $ 80 за баррель), и пока мы не видим оснований для пересмотра нашего долгосрочного прогноза нефтяных цен, который рассчитывается исходя из уровня LRMC (предельных маржинальных издержек) и инфляционных ожиданий.

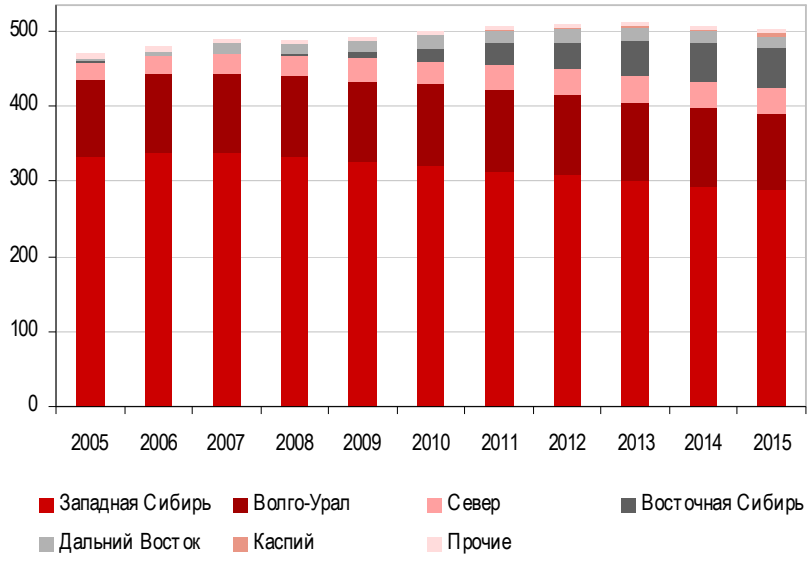
Прогноз цен на нефть Brent, $ за баррель



Источники: Bloomberg, оценки Аналитического департамента Банка Москвы

Производственная динамика российских ВИНКов также не преподносит значимых сюрпризов (за редким исключением), и мы по-прежнему ожидаем, что годовой уровень добычи нефти в РФ в 2010 г. составит 500 млн т. В последующие годы, по нашим оценкам, в РФ продолжится рост темпов нефтедобычи (прежде всего за счет месторождений Восточной Сибири, разведанных еще в советские годы), однако темпы увеличения производства добычи будут незначительными.

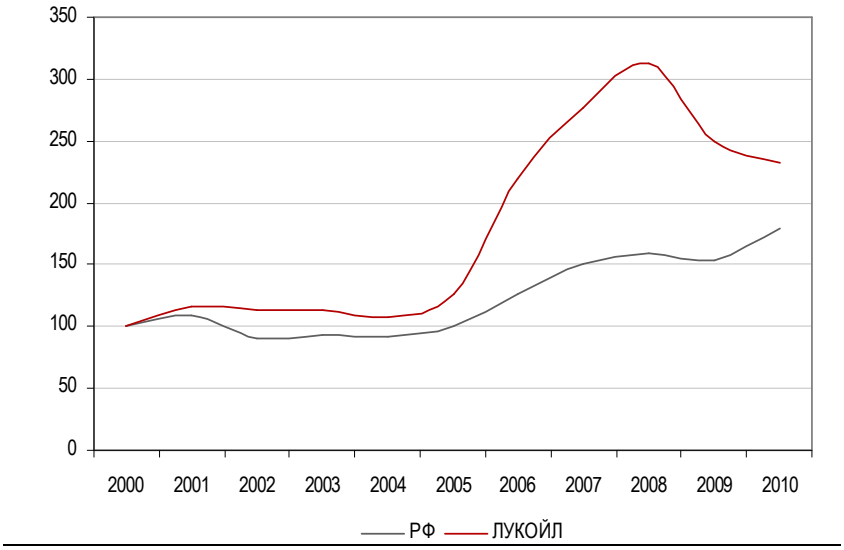
Прогноз добычи нефти в РФ, млн т



Источник: оценки Аналитического департамента Банка Москвы

Неприятным сюрпризом для нас стали высокие темпы снижения добычи нефти в РФ ЛУКОЙЛа: -2.7 % за 11 месяцев против ожидаемого нами 1.3%-ного снижения. Очевидно, что стратегия компании, направленная на максимизацию FCF, предусматривает оптимизацию капитальных вложений (в сегменте E&P Russia уровень сарех ЛУКОЙЛа за 9 месяцев 2010 г. снизился по сравнению с аналогичным периодом прошлого года на 7.7 %), однако итоговое негативное влияние сокращения объемов эксплуатационного бурения на динамику добычи превосходит наши ожидания.

Динамика эксплуатационного бурения в РФ, % к 2000 г.



Источник: оценки Аналитического департамента Банка Москвы

В результате мы вносим изменения в нашу финансовую модель ЛУКОЙЛа и понижаем наши долгосрочные прогнозы по динамике добычи компании (по нашим оценкам, CAGR по приросту добычи концерна до 2016 г. будет находиться на уровне 0.3 %). Одновременно мы несколько увеличиваем наши ожидания по добыче Роснефти: компании удается обеспечивать устойчивую производственную динамику по месторождениям Юганскнефтегаза за счет сохранения высоких дебитов по новым скважинам.

Производственная динамика Роснефти, наоборот, продолжает нас радовать (основной драйвер – хорошая работа с фондом скважин на предприятиях Юганскнефтегаза): мы корректируем наш долгосрочный прогноз добычи компании в сторону повышения и учитываем увеличение срока действия льготных экспортных пошлин по Ванкорскому месторождению до мая 2011 года.

Отметим, что основной долгосрочной идеей в нефтяном секторе остается вопрос ожидаемых фискальных отраслевых нововведений (более подробно о влиянии налогов на деятельность российских ВИНКов см. наш обзор «Нефтяные компании: налоги ограничивают инвестиционную привлекательность» от 16.07.2010). В ходе совещания по Генсхеме развития нефтяной отрасли, которое состоялось осенью в Самаре под председательством премьер-министра РФ Владимира Путина, было принято концептуальное решение о том, что новая налоговая система для нефтяной отрасли будет предполагать наличие до 2020 г. налога на дополнительный доход (НДД), налога на добычу полезных ископаемых (НДПИ) и экспортную пошлину при сохранении адресной поддержки нуждающимся предприятиям (в т. ч. для сложных месторождений, месторождений с падающей добычей и т. п.). При этом, по оценкам чиновников, к 2020 г. объем налоговых изъятий из выручки российских нефтяных компаний сократится с текущих 73 % до 65 %. По нашим оценкам, при текущих нефтяных ценах фискальные новации позволят увеличить показатель EBITDA на баррель добычи нефтяников примерно на 20-30 %. При этом главной сложностью введения новой налоговой системы, безусловно, станет вопрос администрирования в части установления «справедливого» уровня издержек при добыче – как следствие, мы ожидаем, что окончательное решение по налогообложению в upstream будет принято не ранее середины-конца следующего года. Изменения налогообложения в сегменте downstream, напротив, могут увидеть свет уже с 1 января 2011 г.

Как ожидается, в ближайшее время будет принято решение об утверждении новой шкалы экспортных пошлин на нефтепродукты. В 2011-2012 гг. пошлины на темные нефтепродукты (мазут и VGO) могут быть повышены с нынешних 39 % до 46.7 и 52.9% от нефтяной, на светлые, наоборот, снижены с 73 % до 67 и 64 %. В 2013 г. состоится унификация экспортных пошлин на все нефтепродукты на уровне на уровне 60 % от нефтяной.

Влияние экспортных пошлин на EBITDA российских нефтяных компаний

	Доп. нагрузка 2011, $ млн	Доп. нагрузка 2012, $ млн	Доп. нагрузка 2013, $ млн	Всего доп. нагрузка, $ млн	Влияние на накопленную EBITDA 2011-2013
ТНК-ВР	-72	-166	-258	-496	-2%
Роснефть	-119	-274	-427	-820	-2%
СургутНГ	-138	-270	-413	-822	-4%
ЛУКОЙЛ	-115	-260	-406	-781	-2%
Газпром нефть	-70	-158	-246	-474	-3%
Башнефть	22	21	27	71	1%
Всего (с учетом прочих НПЗ)	-567	-1 272	-1 982	-3 821	

Источник: оценки Аналитического департамента Банка Москвы

Очевидно, что мера по увеличению пошлин до 60 % выглядит оправданной: с одной стороны, она не приведет к катастрофическому снижению доходов даунстрима, а с другой – станет важным стимулирующим шагом к проведению модернизации на НПЗ в целях сокращения выхода мазута, который не создает добавленной стоимости при переработке нефти (его доля в производстве нефтепродуктов в РФ – 28 %, в США – в районе 5 %). При этом мы полагаем, что плавный переход к новым формулам налогообложения в даунстриме позволит компаниям провести модернизацию своих НПЗ (прежде всего строительство новых установок каталитического крекинга и/или гидрокрекинга, каждая из которых потребует еще несколько сотен миллионов долларов) либо оптимизировать (если это возможно) нынешнюю структуру выпуска. В конечном итоге компании постараются получить от нововведения максимальную выгоду.

Мы также вносим корректировки в наши макроэкономические прогнозы и параметры, участвующие в расчете WACC (основной бенефициар от пересмотра – компания «ТНК-ВР», акции которой с 6 декабря допущены к торгам на ММВБ).

Основные макроэкономические предпосылки в финансовых моделях и отличия старых от новых прогнозов

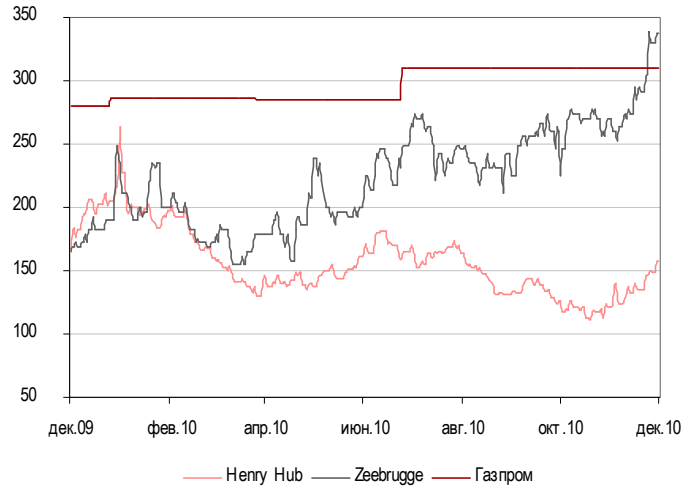
Старый прогноз	Новый прогноз
Текущая система налогообложения в нефтепереработке (ставка по пошлинам на мазут и VGO составляет 39 % от нефтяной, по светлым – 73 %)	Унификация экспортных пошлин на нефтепродукты на уровне 60 % от нефтяной
Макропрогнозы • Средний курс доллара в 2010-2015 гг. равен 26.4 руб. • Инфляция за 2010-2015 гг. в среднем составит 7.1 %	Макропрогнозы • Средний курс доллара в 2010-2015 гг. равен 27.7 руб. • Инфляция за 2010-2015 гг. в среднем составит 7.9 %

В результате вышеуказанных изменений мы корректируем уровень наших targets по компаниям сектора. При этом нашими главными фаворитами в секторе остаются акции ЛУКОЙЛа и Башнефти с потенциалом роста 26 % и 33 % соответственно.

Газовые компании

На фоне наступивших холодов, продолжающегося ралли на нефтяном рынке и относительно неплохих показателей PMI по целому ряду стран ЕС произошел резкий рост спотовых цен на газ в Европе. В результате к середине декабря контрактные экспортные цены Газпрома оказались выше котировок на ряде европейских терминалов (NBP, Zeebrugge).

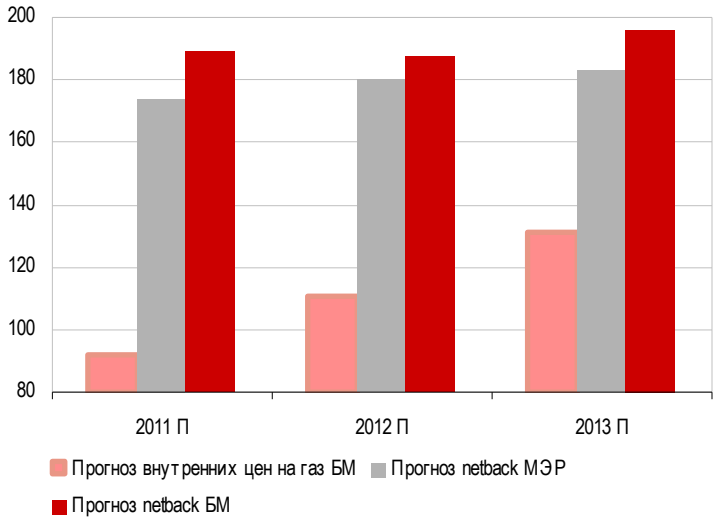
Динамика мировых цен на газ, $ за тыс. куб. м



Источники: Bloomberg, оценки Аналитического департамента Банка Москвы

Как следствие, мы ожидаем, что повышение конкурентоспособности российского газа сможет нормализовать экспортные потоки Газпрома, и объем невыборки по условиям контрактов take-or-pay будет сокращен (в 2010 г. значение этого показателя ожидается на уровне10 млрд куб. м, в 2009 г. – 5 млрд куб. м). Напомним, что в соответствии с условиями контрактов take-or-pay, если покупатель не выбирает определенный минимальный объем газа, он все равно его оплачивает и может получить в течение следующих лет. Отметим, что основной идеей в газовом секторе по-прежнему остается продолжающаяся либерализация ценообразования на внутреннем рынке. Отметим, что ФСТ начиная с 2011 г. будет ежегодно утверждать понижающие коэффициенты к равнодоходной цене на газ, и мы ожидаем, что внутрироссийские цены на газ достигнут уровня экспортного паритета в 2016 г. В утвержденном Правительством РФ прогнозе социально-экономического развития РФ на 2011-2013 гг. равнодоходная цена в 2011 г. прогнозировалась на уровне $ 174 за 1 тыс. куб. м, в 2012 – $ 180 за 1 тыс. куб. м, в 2013 г. – $ 183 за 1 тыс. куб. м.

Прогноз цен на газ внутри РФ, $ за тыс. куб. м

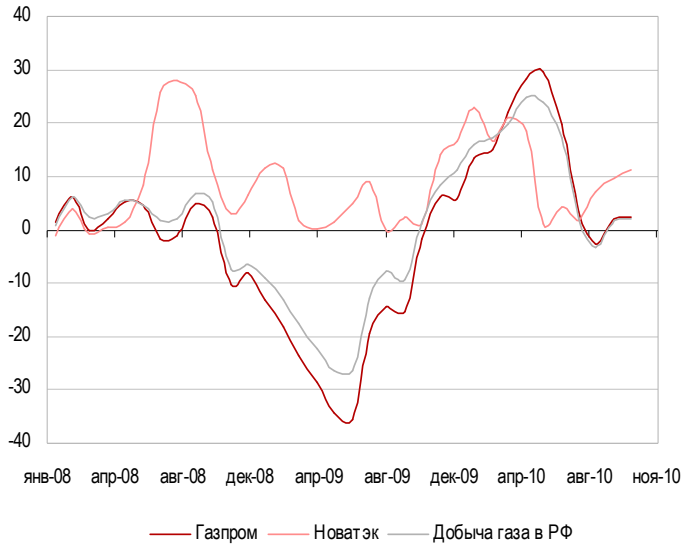


Источники: Bloomberg, оценки Аналитического департамента Банка Москвы

Мы вносим целый ряд изменений в финансовую модель Газпрома (прежде всего по ценовым предпосылкам, структуре товарных потоков, уровню капитальных вложений, налоговому окружению и макропрогнозам), однако в конечном итоге наш уровень целевой цены по бумагам GAZP остается практически без изменений.

Что касается НОВАТЭКА, то компания продолжает радовать инвесторов своими производственными рекордами: добыча компании за 11 месяцев текущего года превышает аналогичные показатели прошлого года на 14 %.

Добыча газа в России, % год к году



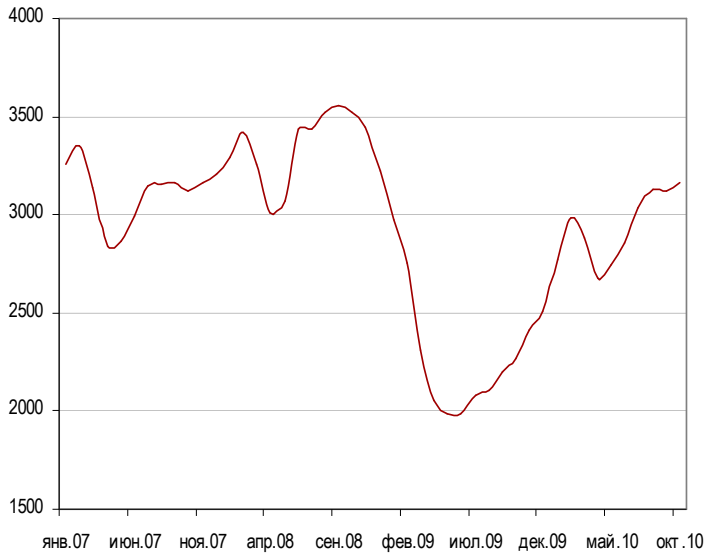
Источники: Reuters, Bloomberg, оценки Аналитического департамента Банка Москвы

Как мы отмечали ранее, приход в НОВАТЭК новых акционеров позволил участникам рынка надеяться на то, что производственные возможности компании (по нашим оценкам, с учетом имеющихся запасов компания может добывать на пике примерно 60 млрд куб. м) будут востребованы даже в случае медленных темпов восстановления спроса на природный газ. Мы пересматриваем наши прогнозы по добыче компании в сторону повышения (отметим, что НОВАТЭК уже договорился с Газпромом о транспортировке не более 47 млрд куб. м в 2011 г.).

Нефтесервисные компании

После провала конца 2008 – начала 2009 гг. мировой рынок нефтесервисных услуг на фоне улучшения макроэкономической ситуации в мире и роста нефтяных цен начал восстанавливаться: к настоящему времени индикативный показатель rig counts (количество действующих буровых установок в мире) отыграл более половины своего снижения и установился на уровне всего на 11 % ниже исторического максимума, достигнутого в сентябре 2008 г.

Количество действующих буровых установок в мире, шт.



Источники: Bloomberg, оценки Аналитического департамента Банка Москвы

Ключевыми факторами дальнейшей положительной динамики устойчивого развития рынка нефтесервисных услуг станут нефтяные цены (от этой величины зависит уровень доходов компании и, соответственно, инвестиционные возможности нефтяников) и состояние сырьевой базы в РФ (объемы разведочного и эксплуатационного бурения, добычи нефти, изменение горно-геологических условий разработки месторождений и т. п.).

1. Цены на нефть.

Одной из основных причин роста доходов нефтесервисных компаний в 2010 г. по сравнению аналогичным периодом прошлого года стало восстановление рынка нефтесервиса с низкой базы, чему способствовали цены на нефть, которые выросли за указанный период на 30 %. Значения нефтяной форвардной кривой и рыночный консенсус свидетельствуют об умеренных ожиданиях инвесторов (консенсус Bloomberg по сорту Brent на 2011 год находится на уровне $ 86 за баррель). Указанный диапазон цен выглядит для российских нефтяных компаний достаточно комфортным: в подобных внешних условиях компании не будут иметь проблем с финансированием необходимых OFS-операций.

2. Состояние сырьевой базы в РФ

В последние годы резко изменилось качество и состояние промышленно-рентабельных запасов. Трудноизвлекаемые запасы (ТИЗ) в балансе России по некоторым оценкам сейчас составляют 65-75 % всех промышленных запасов нефти (в отдельных нефтегазоносных регионах этот показатель достигает 100 %). При этом является очевидным тот факт, что общероссийская статистика и соответствующие показатели нефтегазовой отрасли страны определяются в основном Западной Сибирью, где сегодня добывается около 60 % нефти. По оценке ряда специалистов, лишь порядка 50 % разведанных извлекаемых запасов Югры поддаются разработке традиционными методами, более 20 % запасов имеют коэффициент обводненности, превышающий 80 %. Также следует отметить высокий удельный вес запасов, находящихся в коллекторах с низкой проницаемостью (например, по ЛУКОЙЛ – Западная Сибирь этот показатель превышает 50 %), а также высокую степень истощенности западносибирских месторождений.

Очевидно, что в подобных негативных условиях (средние дебиты скважин по РФ снизились с 10.1 т/сут в 2004 г. до 9.4 т/сут в 2009 г.) компании для сохранения стабильных объемов добычи будут вынуждены инвестировать средства в upstream, либо поддерживая относительно высокий уровень объемов бурения (с 2005 по 2009 гг. удельные объемы эксплуатационного бурения выросли с 19.5 м/тыс. т добычи до 28.5 м/тыс. т добычи), либо привлекая сервисные компании по проведению различных операций по повышению нефтеотдачи пластов. Сдерживающим фактором для увеличения инвестиций в OFS является высокий уровень налоговой нагрузки в нефтяной отрасли.

Безусловным лидером сектора как по объему выручки, так и по динамике котировок за год является Eurasia Drilling. Компания недавно договорились с Schlumberger об обмене активами и создании стратегического альянса в СНГ. По нашим оценкам, это приведет к повышению прогнозного показателя EBITDA в 2011 г. на 6 %. В итоге мы пересмотрели финансовые показатели компании в сторону значительного улучшения и повысили целевой уровень по бумагам на 27 % до $ 20 за GDR.

На фоне общего роста рынка нефтесервиса особняком стоит C.A.T. oil, выручка которого по итогам 2010 г. будет ниже на 4-5 % уровня 2009 г. Данный факт объясняется тем, что компания перестала выполнять низкомаржинальные операции по ремонту скважин, что привело к сокращению объемов. При этом отметим рост доходности вследствие увеличения цен на услуги по наклонно-направленному бурению. Мы незначительно пересмотрели финансовые показатели компании с учетом изменения макропрогнозов и оставляем рекомендацию «держать» по бумагам компании (наш целевой уровень практически не изменился: снижение всего на 2 % с $ 9.54 до $ 9.37 за акцию).

Что касается Интегры, то в отношении компании есть как хорошие новости, так и плохие. К первым относятся рост финансовых показателей и значительное сокращение долговой нагрузки: чистый долг компании по состоянию на 1 декабря 2010 г. составляет $ 116 млн, тогда как в конце 2009 г. данный показатель был на уровне $ 175 млн. Среди негативных новостей стоит отметить продажу по достаточно низкой цене (за $ 40 млн) бизнеса по производству тяжелых буровых установок в Екатеринбурге (ЗАО «УРБО»). В целом мы отмечаем тенденцию улучшения финансовых показателей компании и повышаем целевой уровень по бумагам компании на 30 % с $ 2.52 до $ 3.28 за GDR.

Сравнительная оценка

Компания	Цена, $	MCap, $ млн	EV/EBITDA			EV/S			P/E		
			2009	2010	2011	2009	2010	2011	2009	2010	2011
Газовые компании		**175 127**	**6.0**	**4.8**	**4.9**	**2.3**	**2.0**	**1.8**	**6.9**	**6.4**	**6.7**
Газпром	6.18	145 906	5.3	4.3	4.5	2.0	1.8	1.6	5.9	5.6	6.0
НОВАТЭК	9.64	29 220	24.3	16.8	12.6	10.6	7.8	6.1	35.6	23.9	17.4
Нефтяные компании		**230 496**	**5.0**	**4.1**	**4.3**	**1.1**	**0.9**	**0.8**	**8.1**	**6.4**	**7.1**
Роснефть	7.01	67 305	6.1	4.4	5.2	1.8	1.3	1.2	10.3	6.2	8.1
ЛУКОЙЛ	58.9	49 826	4.1	3.8	3.7	0.7	0.6	0.5	7.1	6.2	6.1
Сургутнефтегаз	0.98	34 839	3.3	2.7	2.9	0.8	0.6	0.6	7.6	7.1	7.9
Сургутнефтегаз п.	0.49	3 750									
ТНК-ВР	2.90	43 491	5.8	4.6	4.9	1.5	1.2	1.1	8.4	6.8	7.6
ТНК-ВР п	2.60	1 170									
Газпром нефть	4.17	19 686	5.1	4.6	4.1	1.0	0.8	0.7	6.5	5.6	5.4
Татнефть	4.84	10 059	4.7	4.2	4.1	1.0	0.8	0.7	5.9	5.7	6.1
Татнефть п.	2.51	370									
Сравнение с аналогами											
Развитые рынки			**5.1**	**4.0**	**3.7**	**0.9**	**0.7**	**0.7**	**14.7**	**9.8**	**9.1**
Exxon Mobil	71.19	358 980	7.5	5.5	4.9	1.2	1.0	0.9	19.0	12.4	11.3
Chevron	84.89	170 835	5.3	3.7	3.5	1.0	0.8	0.7	16.9	9.4	8.9
BP	6.87	129 162	4.2	3.9	3.5	0.6	0.5	0.5	8.5	6.2	6.3
Total	50.94	119 665	4.6	3.8	3.5	0.9	0.7	0.7	11.5	8.6	8.1
ConocoPhillips	63.92	93 913	5.3	4.1	4.3	0.7	0.6	0.6	17.3	10.7	10.6
Statoil	21.67	69 091	2.7	2.7	2.3	1.0	0.9	0.8	13.5	10.1	8.9
Repsol	26.32	32 128	5.8	4.3	4.0	0.8	0.7	0.6	16.2	11.2	9.4
Развивающиеся рынки			**8.8**	**6.8**	**6.0**	**3.2**	**2.2**	**2.0**	**16.8**	**13.2**	**11.6**
Petrochina	1.28	313 461	9.5	7.7	7.0	2.6	1.8	1.7	19.7	15.7	14.2
Petrobras	16.95	211 578	7.7	6.8	6.1	2.5	2.1	2.0	14.1	11.5	10.3
Sinopec	0.92	103 119	6.4	5.5	5.1	0.7	0.5	0.4	11.5	9.8	9.1
CNOOC	2.34	104 480	13.4	7.4	6.6	7.4	4.1	3.6	23.7	13.7	12.4
ONGC	29.41	62 902	6.9	6.6	5.2	2.6	2.6	2.3	15.0	15.4	11.7

Источники: Bloomberg, оценки Аналитического департамента Банка Москвы

Сравнительный анализ показывает, что рынок лишь по мультипликатору P/E оценивает российский нефтегазовый сектор с дисконтом к мировым аналогам (по коэффициентам EV/S и EV/EBITDA отечественные компании не выглядят дешевыми по сравнению с majors), что не добавляет оптимизма участникам рынка.

Финансовые модели компаний

Модель DCF Газпрома

Прогноз денежного потока

в млн. $	2007	2008	2009	2010 П	2011 П	2012 П	2013 П	2014 П	2015 П
Выручка	94 837	132 085	94 154	112 550	117 317	126 549	140 507	150 441	159 022
Темп роста (%)		*39%*	*-29%*	*20%*	*4%*	*8%*	*11%*	*7%*	*6%*
EBITDA	**34 951**	**62 486**	**35 368**	**46 653**	**43 638**	**44 787**	**48 069**	**50 708**	**51 478**
Рентабельность (%)	*37%*	*47%*	*38%*	*41%*	*37%*	*35%*	*34%*	*34%*	*32%*
EBIT	**27 767**	**54 646**	**28 405**	**38 021**	**33 682**	**33 816**	**36 176**	**37 881**	**37 685**
Рентабельность (%)	*29%*	*41%*	*30%*	*34%*	*29%*	*27%*	*26%*	*25%*	*24%*
-Налоги на прибыль	8 971	10 463	5 844	8 271	7 043	7 089	7 572	7 920	7 901
NOPAT	**18 796**	**44 183**	**22 561**	**29 750**	**26 639**	**26 727**	**28 604**	**29 961**	**29 784**
+ Амортизация	7 185	7 840	6 963	8 632	9 956	10 971	11 893	12 826	13 793
- Капвложения	-22 763	-36 011	-31 259	-35 616	-30 765	-31 882	-34 217	-34 965	-35 785
(Увеличение)/Уменьшение об. капитала	2 265	-11 149	-1 282	6 269	-219	-1 612	-2 626	-2 367	-2 032
Чистый денежный поток	**5 483**	**4 863**	**-3 017**	**9 035**	**5 612**	**4 204**	**3 654**	**5 455**	**5 760**

Основные предположения

WACC	10.8%
Конечный темп роста	2.0%
Ставка налогообложения	20%

Расчет WACC

Безрисковая ставка:	**6.0%**
Средняя доходность UST10 за 5 лет	4.0%
Спрэд Россия 30 за 12 мес. , б.п.	200
Риск рынка акций	**4.9%**
Специфический риск эмитента	0.5%
Целевой уровень D/(E+D)	25.0%
Бэта	1.00
Бэта с учетом долга	1.27
Безрисковая ставка	6.0%
Стоимость капитала	**12.8%**
Стоимость долга	5.9%
Ставка налога на прибыль	20.0%
Стоимость долга после налогов	**4.7%**
WACC	**10.8%**

Оценка DCF

Нормализованный годовой денежный поток *	20 105
Дисконтированный денежный поток	32 269
Конечная стоимость	233 492
Приведенная конечная стоимость	139 930
Стоимость денежных потоков	172 198
Текущий чистый долг (наличность)	31 192
Чистая стоимость компании	141 006
Стоимость инвестиций	25 798
Количество акций (млн.)	23 608
Цель на конец 2011 г., $	**7.07**

Анализ чувствительности

Конечный темп роста (%) \ Ставка дисконтирования (WACC)	9.3%	9.8%	10.3%	**10.8%**	11.3%	11.8%	12.3%
3.5%	10.98	9.97	9.12	8.39	7.76	7.20	6.71
3.0%	10.15	9.29	8.54	7.89	7.33	6.82	6.38
2.5%	9.45	8.69	8.03	7.45	6.94	6.49	6.08
2.0%	8.85	8.18	7.59	**7.07**	6.60	6.19	5.82
1.5%	8.32	7.72	7.19	6.72	6.30	5.92	5.58
1.0%	7.86	7.32	6.84	6.41	6.02	5.67	5.36
0.5%	7.45	6.96	6.52	6.13	5.77	5.45	5.15

Специфический риск эмитента

	0.5%
Отношения с государством	0.0%
Корпоративное управление	0.5%
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.

Отчетность и прогнозы Газпрома, $ млн

Отчет о прибылях и убытках

	2007	2008	2009	2010 П	2011 П	2012 П	2013 П	2014 П	2015 П
Выручка	**94 837**	**132 085**	**94 154**	**112 550**	**117 317**	**126 549**	**140 507**	**150 441**	**159 022**
Операционные расходы	59 886	69 599	58 786	65 897	73 679	81 762	92 438	99 734	107 544
Амортизация	7 185	7 840	6 963	8 632	9 956	10 971	11 893	12 826	13 793
Операционная прибыль	27 767	54 646	28 405	38 021	33 682	33 816	36 176	37 881	37 685
EBITDA	**34 951**	**62 486**	**35 368**	**46 653**	**43 638**	**44 787**	**48 069**	**50 708**	**51 478**
Чистые процентные расходы	62	526	1 180	1 729	1 466	1 371	1 314	1 279	1 180
Прочие расходы (доходы)	- 8 465	12 646	- 3 607	- 5 062	- 3 000	- 3 000	- 3 000	- 3 000	- 3 000
Прибыль до налогов	36 170	41 474	30 832	41 354	35 216	35 445	37 862	39 602	39 506
Налоги на прибыль	8 971	10 463	5 844	8 271	7 043	7 089	7 572	7 920	7 901
Доля миноритариев	1 446	1 144	447	600	511	514	549	574	573
Чистая прибыль	**25 753**	**29 868**	**24 541**	**32 483**	**27 662**	**27 842**	**29 741**	**31 107**	**31 031**

Баланс

	2007	2008	2009	2010 П	2011 П	2012 П	2013 П	2014 П	2015 П
Денежные средства и эквиваленты	16 011	12 501	9 982	14 834	14 193	12 665	12 221	16 920	21 968
Дебиторская задолженность	28 414	23 006	27 870	21 376	22 712	24 983	28 298	30 921	33 371
Запасы	9 998	9 426	9 480	9 447	9 930	10 803	12 098	13 066	13 932
Прочие оборотные активы	9 392	8 574	8 485	9 333	10 266	11 293	12 422	13 664	15 031
Основные средства	142 200	136 844	161 813	187 269	206 690	226 157	246 920	267 460	287 813
Прочие внеоборотные активы	70 710	53 640	58 893	59 482	60 076	60 677	61 284	61 897	62 516
Итого активы	**276 725**	**243 992**	**276 523**	**301 740**	**323 868**	**346 579**	**373 243**	**403 928**	**434 630**
Кредиторская задолженность	22 775	17 840	16 601	16 342	17 943	19 475	21 458	22 682	23 966
Краткосрочный долг	21 410	15 000	14 047	13 183	11 681	10 198	10 067	10 288	10 528
Прочие краткосрочные обязательства	-	-	3 971	4 414	4 834	5 244	5 648	6 066	6 482
Долгосрочный долг	39 982	31 423	39 163	38 299	36 796	35 314	34 131	36 127	38 286
Прочие долгосрочные обязательства	16 846	12 505	16 062	17 858	19 555	21 213	22 848	24 540	26 223
Капитал и резервы	175 713	167 224	186 679	211 646	233 060	255 135	279 091	304 225	329 145
Итого пассивы	**276 725**	**243 992**	**276 523**	**301 740**	**323 868**	**346 579**	**373 243**	**403 928**	**434 630**

Отчет о движении денежных средств

	2007	2008	2009	2010 П	2011 П	2012 П	2013 П	2014 П	2015 П
Операционная прибыль	27 767	54 646	28 405	38 021	33 682	33 816	36 176	37 881	37 685
Налоги на прибыль	8 971	10 463	5 844	8 271	7 043	7 089	7 572	7 920	7 901
Амортизация	7 185	7 840	6 963	8 632	9 956	10 971	11 893	12 826	13 793
Изменение оборотного капитала	- 2 557	- 11 149	- 1 282	6 269	- 219	- 1 612	- 2 626	- 2 367	- 2 032
Денежные потоки от операций	**23 424**	**40 875**	**28 242**	**44 651**	**36 377**	**36 086**	**37 871**	**40 420**	**41 545**
Капиталовложения	- 22 763	- 31 867	- 25 044	- 30 554	- 27 765	- 28 882	- 31 217	- 31 965	- 32 785
Прочие доходы (инвестиции)	- 12 340	- 4 297	- 6 216	- 5 062	- 3 000	- 3 000	- 3 000	- 3 000	- 3 000
Денежные потоки от инвестиций	- 34 919	- 36 011	- 31 259	- 35 616	- 30 765	- 31 882	- 34 217	- 34 965	- 35 785
Свободные денежные потоки	**- 11 496**	**4 863**	**- 3 017**	**9 035**	**5 612**	**4 204**	**3 654**	**5 455**	**5 760**
Изменение долга	14 596	474	586	- 1 729	- 3 004	- 2 965	- 1 314	2 217	2 399
Дивиденды	2 713	2 734	527	2 454	3 248	2 766	2 784	2 974	3 111
Чистые денежные потоки	**387**	**2 603**	**- 2 958**	**4 852**	**- 641**	**- 1 528**	**- 444**	**4 698**	**5 048**

Модель DCF ЛУКОЙЛа

Прогноз денежного потока

в млн. $	2007	2008	2009	2010 П	2011 П	2012 П	2013 П	2014 П	2015 П
Выручка	81 891	107 680	81 083	97 466	107 530	109 169	117 522	118 613	120 658
Темп роста (%)	*20%*	*31%*	*-25%*	*20%*	*10%*	*2%*	*8%*	*1%*	*2%*
EBITDA	**15 243**	**16 667**	**13 715**	**14 771**	**15 658**	**13 103**	**12 817**	**11 484**	**11 953**
Рентабельность (%)	*18.6%*	*15.5%*	*16.9%*	*15.2%*	*14.6%*	*12.0%*	*10.9%*	*9.7%*	*9.9%*
EBIT	**13 071**	**13 709**	**9 778**	**10 666**	**11 294**	**8 483**	**8 036**	**6 532**	**6 842**
Рентабельность (%)	*16%*	*13%*	*12%*	*11%*	*11%*	*8%*	*7%*	*6%*	*6%*
-Налоги на прибыль	3 449	3 467	1 994	2 008	2 173	1 649	1 581	1 289	1 350
NOPAT	**9 622**	**10 242**	**7 784**	**8 659**	**9 121**	**6 834**	**6 455**	**5 242**	**5 492**
+ Амортизация	2 172	2 958	3 937	4 105	4 364	4 620	4 781	4 952	5 111
- Капвложения	-9 071	-10 525	-6 483	-7 777	-8 037	-7 561	-7 892	-7 911	-7 968
(Увеличение)/Уменьшение об. капитала	363	3 269	-4 250	-152	-649	102	-470	42	-145
Чистый денежный поток	**3 086**	**5 944**	**988**	**4 834**	**4 799**	**3 995**	**2 874**	**2 326**	**2 490**

Основные предположения

WACC	11.2%
Конечный темп роста	4.0%
Ставка налогообложения	20%

Расчет WACC

Безрисковая ставка:	**6.0%**
Средняя доходность UST10 за 5 лет	4.0%
Спрэд Россия 30 за 12 мес. , б.п.	200
Риск рынка акций	**4.9%**
Специфический риск эмитента	0.5%
Целевой уровень D/(E+D)	10.0%
Бэта	1.00
Бэта с учетом долга	1.09
Безрисковая ставка:	6.0%
Стоимость капитала	**11.8%**
Стоимость долга	6.1%
Ставка налога на прибыль	20.0%
Стоимость долга после налогов	**4.9%**
WACC	**11.2%**

Оценка DCF

Нормализованный годовой денежный поток *	5 045
Дисконтированный денежный поток	17 018
Конечная стоимость	73 367
Приведенная конечная стоимость	43 243
Стоимость денежных потоков	60 261
Текущий чистый долг (наличность)	7 338
Стоимость инвестиций	4 310
Чистая стоимость компании	57 233
Количество акций (млн.)	781
Цель на конец 2011 г., $	**73.25**

Анализ чувствительности

Конечный темп роста (%) \ Ставка дисконтирования (WACC)	9.7%	10.2%	10.7%	**11.2%**	11.7%	12.2%	12.7%
5.5%	122.0	108.6	97.8	88.9	81.5	75.2	69.8
5.0%	110.5	99.5	90.4	82.9	76.5	70.9	66.2
4.5%	101.1	91.9	84.2	77.7	72.1	67.2	62.9
4.0%	93.5	85.6	79.0	**73.2**	68.3	63.9	60.1
3.5%	87.1	80.3	74.4	69.4	65.0	61.0	57.6
3.0%	81.6	75.7	70.5	66.0	62.0	58.5	55.3
2.5%	76.9	71.7	67.1	63.0	59.4	56.2	53.3

Специфический риск эмитента

	0.5%
Отношения с государством	0.5%
Корпоративное управление	0.0%
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.

Отчетность и прогнозы ЛУКОЙЛа, $ млн

Отчет о прибылях и убытках

	2006	2007	2008	2009	2010 П	2011 П	2012 П	2013 П	2014 П	2015 П
Выручка	**68 109**	**81 891**	**107 680**	**81 083**	**97 466**	**107 530**	**109 169**	**117 522**	**118 613**	**120 658**
Операционные расходы	55 781	66 648	91 013	67 368	82 694	91 872	96 066	104 705	107 129	108 705
Амортизация	1 851	2 172	2 958	3 937	4 105	4 364	4 620	4 781	4 952	5 111
Операционная прибыль	10 052	13 071	13 709	9 778	10 666	11 294	8 483	8 036	6 532	6 842
EBITDA	**11 903**	**15 243**	**16 667**	**13 715**	**14 771**	**15 658**	**13 103**	**12 817**	**11 484**	**11 953**
Чистые процентные расходы	191	198	228	533	628	430	237	131	84	94
Прочие расходы (доходы)	- 476	- 142	787	182	-	-	-	-	-	-
Прибыль до налогов	10 337	13 015	12 694	9 063	10 038	10 864	8 246	7 905	6 447	6 748
Налоги на прибыль	2 773	3 449	3 467	1 994	2 008	2 173	1 649	1 581	1 289	1 350
Доля миноритариев	80	55	83	58	64	70	53	51	41	43
Чистая прибыль	**7 484**	**9 511**	**9 144**	**7 011**	**7 966**	**8 622**	**6 544**	**6 273**	**5 117**	**5 355**

Баланс

	2006	2007	2008	2009	2010 П	2011 П	2012 П	2013 П	2014 П	2015 П
Денежные средства и эквиваленты	752	889	2 744	2 349	3 303	3 782	3 733	2 936	1 419	266
Дебиторская задолженность	5 158	7 467	5 069	5 935	6 722	7 416	7 529	8 105	8 180	8 321
Запасы	3 444	4 609	3 735	5 432	6 092	6 721	6 823	7 345	7 413	7 541
Прочие оборотные активы	4 218	4 804	4 085	4 123	4 164	4 206	4 248	4 290	4 333	4 377
Основные средства	31 316	38 056	50 088	52 228	55 515	58 773	60 822	63 003	65 028	66 945
Прочие внеоборотные активы	3 349	3 807	5 740	8 952	9 042	9 132	9 223	9 315	9 409	9 503
Итого активы	**48 237**	**59 632**	**71 461**	**79 019**	**84 838**	**90 030**	**92 379**	**94 995**	**95 782**	**96 952**
Кредиторская задолженность	2 759	6 596	6 593	4 906	6 200	6 874	7 192	7 820	8 006	8 130
Краткосрочный долг	1 377	2 214	3 232	2 058	1 727	1 434	1 206	995	797	604
Прочие краткосрочные обязательства	2 795	918	750	2 730	2 855	2 720	2 520	2 259	1 973	1 689
Долгосрочный долг	4 807	4 829	6 577	9 265	7 721	6 299	5 155	4 051	2 978	1 882
Прочие долгосрочные обязательства	3 599	3 862	3 969	3 681	3 850	3 668	3 398	3 046	2 660	2 278
Капитал и резервы	32 900	41 213	50 340	55 991	62 485	69 035	72 907	76 824	79 369	82 370
Итого пассивы	**48 237**	**59 632**	**71 461**	**79 019**	**84 838**	**90 030**	**92 379**	**94 995**	**95 782**	**96 952**

Отчет о движении денежных средств

	2006	2007	2008	2009	2010 П	2011 П	2012 П	2013 П	2014 П	2015 П
Операционная прибыль	10 052	13 071	13 709	9 778	10 666	11 294	8 483	8 036	6 532	6 842
Налоги на прибыль	2 773	3 449	3 467	1 994	2 008	2 173	1 649	1 581	1 289	1 350
Амортизация	1 851	2 172	2 958	3 937	4 105	4 364	4 620	4 781	4 952	5 111
Изменение оборотного капитала	- 1 364	- 913	1 112	- 2 838	- 152	- 649	102	- 470	42	- 145
Денежные потоки от операций	**7 766**	**10 881**	**14 312**	**8 883**	**12 611**	**12 836**	**11 556**	**10 766**	**10 236**	**10 459**
Капиталовложения	- 6 426	- 9 071	- 10 525	- 6 483	- 7 777	- 8 037	- 7 561	- 7 892	- 7 911	- 7 968
Прочие доходы (инвестиции)	- 1 089	- 644	- 3 034	- 2 440	- 533	- 533	-	-	-	-
Денежные потоки от инвестиций	- 7 515	- 9 715	- 13 559	- 8 923	- 8 310	- 8 570	- 7 561	- 7 892	- 7 911	- 7 968
Свободные денежные потоки	**251**	**1 166**	**753**	**- 40**	**4 301**	**4 266**	**3 995**	**2 874**	**2 326**	**2 490**
Изменение долга	- 134	153	2 082	1 412	- 1 875	- 1 716	- 1 371	- 1 315	- 1 271	- 1 290
Дивиденды	1 015	1 230	1 437	1 337	1 472	2 071	2 673	2 356	2 572	2 354
Чистые денежные потоки	**- 898**	**89**	**1 398**	**35**	**954**	**479**	**- 49**	**- 797**	**- 1 517**	**- 1 153**

Модель DCF Роснефти

Прогноз денежного потока

в млн. $	2007	2008	2009	2010 П	2011 П	2012 П	2013 П	2014 П	2015 П
Выручка	49 216	68 991	46 826	60 946	67 865	69 834	76 222	77 282	76 716
Темп роста (%)	*49%*	*40%*	*-32%*	*30%*	*11%*	*3%*	*9%*	*1%*	*-1%*
EBITDA	**14 007**	**16 988**	**13 478**	**18 279**	**16 517**	**12 809**	**12 254**	**11 337**	**10 839**
Рентабельность (%)	*28.5%*	*24.6%*	*28.8%*	*30.0%*	*24.3%*	*18.3%*	*16.1%*	*14.7%*	*14.1%*
EBIT	**10 721**	**13 005**	**9 128**	**12 897**	**10 950**	**7 209**	**6 551**	**5 532**	**5 998**
Рентабельность (%)	*22%*	*19%*	*19%*	*21%*	*16%*	*10%*	*9%*	*7%*	*8%*
-Налоги на прибыль	4 906	1 904	2 000	2 432	2 034	1 293	1 161	960	1 061
NOPAT	**5 815**	**11 101**	**7 128**	**10 465**	**8 916**	**5 915**	**5 390**	**4 572**	**4 937**
+ Амортизация	3 286	3 983	4 350	5 382	5 566	5 600	5 703	5 805	4 841
- Капвложения	-6 240	-8 779	-7 252	-9 539	-7 799	-7 801	-7 917	-7 356	-7 366
(Увеличение)/Уменьшение об. капитала	-3 930	4 140	-1 111	0	70	223	-285	33	-11
Чистый денежный поток	**-1 069**	**10 445**	**3 115**	**6 308**	**6 754**	**3 938**	**2 892**	**3 053**	**2 401**

Основные предположения

WACC	10.5%
Конечный темп роста	4.5%
Ставка налогообложения	20%

Расчет WACC

Безрисковая ставка:	**6.0%**
Средняя доходность UST10 за 5 лет	4.0%
Спрэд Россия 30 за 12 мес. , б.п.	200
Риск рынка акций	**4.9%**
Специфический риск эмитента	0.0%
Целевой уровень D/(E+D)	15.0%
Бэта	1.00
Бэта с учетом долга	1.14
Безрисковая ставка	6.0%
Стоимость капитала	**11.6%**
Стоимость долга	6.0%
Ставка налога на прибыль	20.0%
Стоимость долга после налогов	**4.8%**
WACC	**10.5%**

Оценка DCF

Нормализованный годовой денежный поток *	5 697
Дисконтированный денежный поток	20 002
Конечная стоимость	98 486
Приведенная конечная стоимость	59 659
Стоимость денежных потоков	79 660
Текущий чистый долг (наличность)	13 952
Стоимость инвестиций	2 230
Чистая стоимость компании	67 938
Количество акций (млн.)	9 598
Цель на конец 2011 г., $	**7.08**

Анализ чувствительности

Конечный темп роста (%) \ Ставка дисконтирования (WACC)	9.0%	9.5%	10.0%	**10.5%**	11.0%	11.5%	12.0%
6.0%	14.3	12.2	10.5	9.2	8.2	7.4	6.7
5.5%	12.4	10.7	9.4	8.4	7.5	6.8	6.2
5.0%	10.9	9.6	8.5	7.7	7.0	6.3	5.8
4.5%	9.8	8.7	7.8	7.1	6.5	5.9	5.5
4.0%	8.9	8.0	7.2	6.6	6.0	5.6	5.2
3.5%	8.1	7.3	6.7	6.1	5.7	5.2	4.9
3.0%	7.5	6.8	6.3	5.8	5.3	5.0	4.6

Специфический риск эмитента

	0.0%
Отношения с государством	0.0%
Корпоративное управление	0.0%
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.

Отчетность и прогнозы Роснефти, $ млн

Отчет о прибылях и убытках

	2007	2008	2009	2010 П	2011 П	2012 П	2013 П	2014 П	2015 П
Выручка	**49 216**	**68 991**	**46 826**	**60 946**	**67 865**	**69 834**	**76 222**	**77 282**	**76 716**
Операционные расходы	35 209	52 003	33 348	42 667	51 349	57 025	63 967	65 945	65 878
Амортизация	3 286	3 983	4 350	5 382	5 566	5 600	5 703	5 805	4 841
Операционная прибыль	10 721	13 005	9 128	12 897	10 950	7 209	6 551	5 532	5 998
EBITDA	**14 007**	**16 988**	**13 478**	**18 279**	**16 517**	**12 809**	**12 254**	**11 337**	**10 839**
Чистые процентные расходы	1 256	737	89	184	213	188	178	178	150
Прочие расходы (доходы)	- 8 324	- 851	520	553	569	554	567	554	543
Прибыль до налогов	17 789	13 119	8 519	12 159	10 168	6 467	5 806	4 799	5 305
Налоги на прибыль	4 906	1 904	2 000	2 432	2 034	1 293	1 161	960	1 061
Доля миноритариев	21.0	95.0	5.0	7.1	6.0	3.8	3.4	2.8	3.1
Чистая прибыль	**12 862**	**11 120**	**6 514**	**9 720**	**8 129**	**5 170**	**4 641**	**3 837**	**4 241**

Баланс

	2007	2008	2009	2010 П	2011 П	2012 П	2013 П	2014 П	2015 П
Денежные средства и эквиваленты	1 336	3 079	4 505	8 371	12 702	14 441	14 684	15 100	14 700
Дебиторская задолженность	9 785	6 299	6 458	7 170	7 624	7 845	8 563	8 682	8 619
Запасы	1 926	1 427	1 886	2 032	1 973	2 031	2 216	2 247	2 231
Прочие оборотные активы	1 921	2 002	2 320	2 088	1 879	1 691	1 522	1 507	1 507
Основные средства	51 703	55 204	57 704	58 904	59 577	60 997	62 419	62 867	64 655
Прочие внеоборотные активы	8 134	9 502	10 359	9 323	8 391	7 552	6 797	6 389	6 389
Итого активы	**74 805**	**77 513**	**83 232**	**87 888**	**92 147**	**94 557**	**96 202**	**96 791**	**98 100**
Кредиторская задолженность	6 381	4 190	3 697	4 533	4 999	5 500	6 119	6 301	6 211
Краткосрочный долг	15 550	14 084	7 838	7 838	7 808	7 750	7 653	7 653	7 653
Прочие краткосрочные обязательства	193	423	1 908	1 437	1 128	969	825	714	734
Долгосрочный долг	11 723	10 081	15 669	15 008	14 436	13 916	13 043	11 761	10 506
Прочие долгосрочные обязательства	12 241	9 137	8 583	6 464	5 073	4 358	3 713	3 211	3 301
Капитал и резервы	28 440	38 903	44 831	52 607	58 704	62 064	64 849	67 151	69 696
Итого пассивы	**74 805**	**77 513**	**83 232**	**87 888**	**92 147**	**94 557**	**96 202**	**96 791**	**98 100**

Отчет о движении денежных средств

	2007	2008	2009	2010 П	2011 П	2012 П	2013 П	2014 П	2015 П
Операционная прибыль	9 465	12 268	9 128	12 897	10 950	7 209	6 551	5 532	5 998
Чистые процентные расходы	1 256	737	89	184	213	188	178	178	150
Налоги на прибыль	4 906	1 904	2 000	2 432	2 034	1 293	1 161	960	1 061
Амортизация	3 286	3 983	4 350	5 382	5 566	5 600	5 703	5 805	4 841
Изменение оборотного капитала	- 1 649	46	- 1 159	- 22	70	223	- 285	33	- 11
Денежные потоки от операций	**7 452**	**15 130**	**10 408**	**16 009**	**14 765**	**11 926**	**10 987**	**10 588**	**9 917**
Капиталовложения	- 6 240	- 8 779	- 7 252	- 9 539	- 7 799	- 7 801	- 7 917	- 7 356	- 7 366
Прочие доходы (инвестиции)	- 13 855	- 2 043	- 1 536	-	-	-	-	-	-
Денежные потоки от инвестиций	- 20 095	- 10 822	- 8 788	- 9 539	- 7 799	- 7 801	- 7 917	- 7 356	- 7 366
Свободные денежные потоки	**- 12 643**	**4 308**	**1 620**	**6 471**	**6 966**	**4 126**	**3 070**	**3 232**	**2 551**
Изменение долга	3 961	- 2 558	- 255	- 661	- 603	- 578	- 970	- 1 282	- 1 255
Дивиденды	521	516	622	1 944	2 032	1 809	1 856	1 535	1 696
Чистые денежные потоки	**- 9 203**	**1 234**	**743**	**3 866**	**4 331**	**1 738**	**244**	**415**	**- 400**

Модель DCF Сургутнефтегаза

Прогноз денежного потока

в млн. $	2007	2008	2009	2010 П	2011 П	2012 П	2013 П	2014 П	2015 П
Выручка	30 831	39 257	24 624	31 509	33 636	33 422	35 095	35 217	34 475
Темп роста (%)	*14%*	*27%*	*-37%*	*28%*	*7%*	*-1%*	*5%*	*0%*	*-2%*
EBITDA	**8 030**	**7 595**	**6 472**	**7 212**	**7 173**	**5 826**	**4 201**	**3 769**	**2 554**
Рентабельность (%)	*26%*	*19%*	*26%*	*23%*	*21%*	*17%*	*12%*	*11%*	*7%*
EBIT	**6 837**	**6 313**	**5 390**	**5 913**	**5 775**	**4 346**	**2 642**	**2 111**	**803**
Рентабельность (%)	*22%*	*16%*	*22%*	*19%*	*17%*	*13%*	*8%*	*6%*	*2%*
-Налоги на прибыль	1 939	1 821	1 078	1 183	1 155	869	528	422	161
NOPAT	**4 899**	**4 492**	**4 312**	**4 731**	**4 620**	**3 476**	**2 114**	**1 689**	**642**
+ Амортизация	1 192	1 283	1 082	1 298	1 397	1 480	1 559	1 658	1 751
- Капвложения	-3 719	-4 193	-3 919	-2 597	-2 483	-2 516	-2 859	-2 878	-2 805
(Увеличение)/Уменьшение об. капитала	-149	440	327	-349	3	-60	14	28	79
Чистый денежный поток	**2 223**	**2 021**	**1 802**	**3 705**	**4 207**	**3 086**	**1 566**	**1 262**	**421**

Основные предположения

WACC	11.9%
Конечный темп роста	4.0%
Ставка налогообложения	20%

Расчет WACC

Безрисковая ставка:	**6.0%**
Средняя доходность UST10 за 5 лет	4.0%
Спрэд Россия 30 за 12 мес. , б.п.	200
Риск рынка акций	**4.9%**
Специфический риск эмитента	1.0%
Целевой уровень D/(E+D)	0.0%
Бэта	1.00
Бэта с учетом долга	1.00
Безрисковая ставка	6.0%
Стоимость капитала	**11.9%**
Стоимость долга	6.5%
Ставка налога на прибыль	20.0%
Стоимость долга после налогов	**5.2%**
WACC	**11.9%**

Оценка DCF

Нормализованный годовой денежный поток *	835
Дисконтированный денежный поток	9 864
Конечная стоимость	11 031
Приведенная конечная стоимость	6 296
Стоимость денежных потоков	16 159
Текущий чистый долг (наличность)	-17 971
Стоимость инвестиций	2 105
Чистая стоимость компании	36 235
Количество акций (млн.)	35 726
Цель на конец 2011 г., $	**1.01**

Анализ чувствительности

Конечный темп роста (%) \ Ставка дисконтирования (WACC)	10.4%	10.9%	11.4%	**11.9%**	12.4%	12.9%	13.4%
5.5%	1.15	1.11	1.08	1.06	1.04	1.02	1.00
5.0%	1.12	1.09	1.06	1.04	1.02	1.01	0.99
4.5%	1.10	1.07	1.05	1.03	1.01	0.99	0.98
4.0%	1.08	1.05	1.03	1.01	1.00	0.98	0.97
3.5%	1.06	1.04	1.02	1.00	0.99	0.98	0.96
3.0%	1.04	1.02	1.01	0.99	0.98	0.97	0.96
2.5%	1.03	1.01	1.00	0.98	0.97	0.96	0.95

Специфический риск эмитента

	1.0%
Отношения с государством	0.5%
Корпоративное управление	0.5%
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.

Отчетность и прогнозы Сургутнефтегаза, $ млн

Отчет о прибылях и убытках

	2007 О	2008 О	2009 О	2010 П	2011 П	2012 П	2013 П	2014 П	2015 П
Выручка	**30 831**	**39 257**	**24 624**	**31 509**	**33 636**	**33 422**	**35 095**	**35 217**	**34 475**
Операционные расходы	22 801	31 662	18 152	24 298	26 463	27 597	30 894	31 448	31 921
Амортизация	1 192	1 283	1 082	1 298	1 397	1 480	1 559	1 658	1 751
Операционная прибыль	6 837	6 313	5 390	5 913	5 775	4 346	2 642	2 111	803
EBITDA	**8 030**	**7 595**	**6 472**	**7 212**	**7 173**	**5 826**	**4 201**	**3 769**	**2 554**
Чистые процентные расходы	- 1 240	- 1 274	- 1 191	- 623	- 669	- 705	- 739	- 765	- 754
Прочие расходы (доходы)	-	-	-	-	-	-	-	-	-
Прибыль до налогов	8 077	7 587	6 581	6 536	6 444	5 051	3 382	2 876	1 557
Налоги на прибыль	1 939	1 821	1 078	1 183	1 155	869	528	422	161
Доля миноритариев	-	-	-	-	-	-	-	-	-
Чистая прибыль	**6 139**	**5 766**	**5 503**	**5 354**	**5 289**	**4 182**	**2 853**	**2 454**	**1 397**

Баланс

	2007 О	2008 О	2009 П	2010 П	2011 П	2012 П	2013 П	2014 П	2015 П
Денежные средства и эквиваленты	5 930	13 418	12 002	13 210	14 791	15 583	15 269	14 661	13 700
Дебиторская задолженность	2 720	2 074	1 730	2 124	2 103	2 225	2 296	2 282	2 261
Запасы	1 703	1 265	1 067	1 309	1 290	1 369	1 412	1 403	1 391
Прочие оборотные активы	4 227	237	1 428	2 051	2 720	3 426	4 165	4 930	5 684
Основные средства	16 839	14 203	17 040	18 339	19 425	20 461	21 762	22 981	24 035
Прочие внеоборотные активы	9 719	6 797	7 817	7 895	7 974	8 053	8 134	8 215	8 297
Итого активы	**41 137**	**37 995**	**41 084**	**44 929**	**48 303**	**51 117**	**53 038**	**54 472**	**55 369**
Кредиторская задолженность	1 727	1 082	867	1 155	1 118	1 259	1 387	1 391	1 437
Краткосрочный долг	5	1	-	-	-	-	-	-	-
Прочие краткосрочные обязательства	349	302	10	38	66	94	123	152	181
Долгосрочный долг	-	-	-	-	-	-	-	-	-
Прочие долгосрочные обязательства	629	547	18	68	119	170	222	275	328
Капитал и резервы	38 429	36 062	40 189	43 669	47 001	49 594	51 305	52 655	53 423
Итого пассивы	**41 137**	**37 995**	**41 084**	**44 929**	**48 303**	**51 117**	**53 038**	**54 472**	**55 369**

Отчет о движении денежных средств

	2007 О	2008 О	2009 П	2010 П	2011 П	2012 П	2013 П	2014 П	2015 П
Операционная прибыль	6 837	6 313	5 390	5 913	5 775	4 346	2 642	2 111	803
Налоги на прибыль	1 939	1 821	1 078	1 183	1 155	869	528	422	161
Амортизация	1 192	1 283	1 082	1 298	1 397	1 480	1 559	1 658	1 751
Изменение оборотного капитала	- 149	440	327	- 349	3	- 60	14	28	79
Денежные потоки от операций	**5 942**	**6 214**	**5 721**	**5 680**	**6 021**	**4 897**	**3 687**	**3 375**	**2 472**
Капиталовложения	- 3 719	- 4 193	- 3 919	- 2 597	- 2 483	- 2 516	- 2 859	- 2 878	- 2 805
Прочие доходы (инвестиции)	-	-	- 1 843	-	-	-	-	-	-
Денежные потоки от инвестиций	- 3 719	- 4 193	- 5 762	- 2 597	- 2 483	- 2 516	- 2 859	- 2 878	- 2 805
Свободные денежные потоки	**2 223**	**2 021**	**- 41**	**3 082**	**3 538**	**2 381**	**827**	**497**	**- 333**
Изменение долга	-	-	-	-	-	-	-	-	-
Дивиденды	1 086	1 272	1 376	1 874	1 957	1 589	1 141	1 104	628
Чистые денежные потоки	**1 137**	**749**	**- 1 417**	**1 209**	**1 581**	**792**	**- 314**	**- 607**	**- 961**

Модель DCF ТНК- ВР Холдинга

Прогноз денежного потока

в млн. $	2007	2008	2009	2010 П	2011 П	2012 П	2013 П	2014 П	2015 П
Выручка	34 995	45 133	31 172	38 920	44 121	47 045	50 754	53 266	55 993
Темп роста (%)	*9%*	*29%*	*-31%*	*25%*	*13%*	*7%*	*8%*	*5%*	*5%*
EBITDA	**8 596**	**9 517**	**7 986**	**9 406**	**11 007**	**9 348**	**8 944**	**8 472**	**6 896**
Рентабельность (%)	*25%*	*21%*	*26%*	*24%*	*25%*	*20%*	*18%*	*16%*	*12%*
EBIT	**7 255**	**8 036**	**6 272**	**7 631**	**9 104**	**7 341**	**6 844**	**6 184**	**4 489**
Рентабельность (%)	*21%*	*18%*	*20%*	*20%*	*21%*	*16%*	*13%*	*12%*	*8%*
-Налоги на прибыль	1 453	1 807	1 228	1 515	1 797	1 449	1 361	1 230	906
NOPAT	**5 802**	**6 229**	**5 044**	**6 116**	**7 307**	**5 892**	**5 483**	**4 954**	**3 583**
+ Амортизация	1 341	1 481	1 714	1 775	1 902	2 007	2 100	2 288	2 407
- Капвложения	-3 266	-3 731	-2 375	-3 320	-3 221	-3 215	-4 324	-3 802	-3 961
(Увеличение)/Уменьшение об. капитала	-1 657	-1 096	873	-1 196	-384	-95	-305	-85	-17
Чистый денежный поток	**2 220**	**2 883**	**5 256**	**3 375**	**5 605**	**4 589**	**2 954**	**3 356**	**2 014**

Основные предположения

WACC	13.8%
Конечный темп роста	4.0%
Ставка налогообложения	20%

Расчет WACC

Безрисковая ставка:	**6.0%**
Средняя доходность UST10 за 5 лет	4.0%
Спрэд Россия 30 за 12 мес. , б.п.	200
Риск рынка акций	**4.9%**
Специфический риск эмитента	0.5%
Целевой уровень D/(E+D)	10.0%
Бэта	1.50
Бэта с учетом долга	1.63
Безрисковая ставка**	6.0%
Стоимость капитала	**14.8%**
Стоимость долга	6.1%
Ставка налога на прибыль	20.0%
Стоимость долга после налогов	**4.9%**
WACC	**13.8%**

Оценка DCF

Нормализованный годовой денежный поток *	3 620
Дисконтированный денежный поток	17 297
Конечная стоимость	38 483
Приведенная конечная стоимость	20 177
Стоимость денежных потоков	37 474
Текущий чистый долг (наличность)	2 010
Чистая стоимость компании	35 465
Количество акций (млн.)	14 997
Цель на конец 2011 г., $	**2.36**

Анализ чувствительности

Конечный темп роста (%) \ Ставка дисконтирования (WACC)	12.3%	12.8%	13.3%	**13.8%**	14.3%	14.8%	15.3%
5.5%	3.15	2.95	2.78	2.63	2.50	2.38	2.27
5.0%	3.00	2.82	2.67	2.53	2.41	2.30	2.20
4.5%	2.86	2.71	2.57	2.44	2.33	2.23	2.14
4.0%	2.74	2.60	2.48	**2.36**	2.26	2.17	2.09
3.5%	2.64	2.51	2.40	2.29	2.20	2.11	2.04
3.0%	2.55	2.43	2.32	2.23	2.14	2.06	1.99
2.5%	2.46	2.36	2.26	2.17	2.09	2.01	1.94

Специфический риск эмитента

	0.5%
Отношения с государством	0.5%
Корпоративное управление	0.0%
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 100	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.

Отчетность и прогнозы ТНК- ВР Холдинга, $ млн

Отчет о прибылях и убытках

	2 007	2 008	2 009	2010 П	2011 П	2012 П	2013 П	2014 П	2015 П
Выручка	**34 995**	**45 133**	**31 172**	**38 920**	**44 121**	**47 045**	**50 754**	**53 266**	**55 993**
Операционные расходы	26 399	35 616	23 186	29 514	33 114	37 697	41 810	44 793	49 096
Амортизация	1 341	1 481	1 714	1 775	1 902	2 007	2 100	2 288	2 407
Операционная прибыль	7 255	8 036	6 272	7 631	9 104	7 341	6 844	6 184	4 489
EBITDA	**8 596**	**9 517**	**7 986**	**9 406**	**11 007**	**9 348**	**8 944**	**8 472**	**6 896**
Чистые процентные расходы	-15	17	-164	156	222	207	147	137	74
Прочие расходы (доходы)	-117	-268	-121	-156	-166	-166	-176	-176	-176
Прибыль до налогов	7 387	8 287	6 557	7 631	9 048	7 300	6 872	6 223	4 590
Налоги на прибыль	1 453	1 807	1 228	1 515	1 797	1 449	1 361	1 230	906
Доля миноритариев	202	113	154	179	212	171	161	146	108
Чистая прибыль	**5 732**	**6 367**	**5 175**	**5 937**	**7 038**	**5 680**	**5 350**	**4 847**	**3 577**

Баланс

	2 007	2 008	2 009	2010 П	2011 П	2012 П	2013 П	2014 П	2015 П
Денежные средства и эквиваленты	635	929	328	1 900	4 314	4 535	4 502	4 285	3 207
Дебиторская задолженность	11 093	12 407	7 917	8 954	10 150	10 580	11 163	11 463	11 796
Запасы	1 103	629	707	1 004	905	965	1 041	1 093	1 149
Прочие оборотные активы	207	188	242	269	298	331	367	408	453
Основные средства	13 901	16 314	16 893	18 106	19 102	19 989	21 780	22 914	24 071
Прочие внеоборотные активы	965	1 534	1 954	2 169	2 408	2 672	2 966	3 293	3 655
Итого активы	**27 904**	**32 001**	**28 041**	**32 401**	**37 178**	**39 072**	**41 820**	**43 456**	**44 331**
Кредиторская задолженность	5 331	6 657	2 097	2 235	2 949	3 344	3 698	3 965	4 337
Краткосрочный долг	277	620	634	960	884	592	541	233	3
Прочие краткосрочные обязательства	2 832	2 424	2 051	2 428	2 552	2 661	2 679	2 733	2 743
Долгосрочный долг	1 582	1 184	1 591	2 213	2 068	1 510	1 413	824	386
Прочие долгосрочные обязательства	1 589	1 322	1 505	1 782	1 873	1 953	1 966	2 005	2 013
Капитал и резервы	15 585	18 977	19 434	22 783	26 853	29 014	31 524	33 696	34 849
Итого пассивы	**27 904**	**32 001**	**28 041**	**32 401**	**37 178**	**39 072**	**41 820**	**43 456**	**44 331**

Отчет о движении денежных средств

	2 007	2 008	2 009	2010 П	2011 П	2012 П	2013 П	2014 П	2015 П
Операционная прибыль	7 255	8 036	6 272	7 631	9 104	7 341	6 844	6 184	4 489
Налоги на прибыль	1 453	1 807	1 228	1 515	1 797	1 449	1 361	1 230	906
Амортизация	1 341	1 481	1 714	1 775	1 902	2 007	2 100	2 288	2 407
Изменение оборотного капитала	-1 657	-1 096	873	-1 000	-384	-95	-305	-85	-17
Денежные потоки от операций	**5 486**	**6 614**	**7 631**	**6 891**	**8 825**	**7 805**	**7 278**	**7 158**	**5 974**
Капиталовложения	-3 266	-3 731	-2 375	-3 320	-3 221	-3 215	-4 324	-3 802	-3 961
Прочие доходы (инвестиции)	-349	167	-805	-360	0	0	0	0	0
Денежные потоки от инвестиций	-3 615	-3 564	-3 180	-3 680	-3 221	-3 215	-4 324	-3 802	-3 961
Свободные денежные потоки	**1 871**	**3 050**	**4 451**	**3 211**	**5 605**	**4 589**	**2 954**	**3 356**	**2 014**
Изменение долга	357	100	446	948	-222	-850	-147	-897	-668
Дивиденды	2 420	2 856	5 498	2 588	2 968	3 519	2 840	2 675	2 424
Чистые денежные потоки	**-192**	**294**	**-601**	**1 572**	**2 414**	**221**	**-33**	**-217**	**-1 078**

Модель DCF НОВАТЭКа

Прогноз денежного потока

в млн. $	2007	2008	2009 П	2010 П	2011 П	2012 П	2013 П	2014 П	2015 П
Выручка	2 443	3 178	2 831	3 789	4 760	5 810	7 114	8 690	9 939
Темп роста (%)	*36%*	*30%*	*-11%*	*34%*	*26%*	*22%*	*22%*	*22%*	*14%*
EBITDA	**1 137**	**1 471**	**1 231**	**1 711**	**1 966**	**2 259**	**2 688**	**3 161**	**3 512**
Рентабельность (%)	*47%*	*46%*	*43%*	*45%*	*41%*	*39%*	*38%*	*36%*	*35%*
EBIT	**993**	**1 291**	**1 055**	**1 444**	**1 676**	**1 948**	**2 354**	**2 799**	**3 122**
Рентабельность (%)	*41%*	*41%*	*37%*	*38%*	*35%*	*34%*	*33%*	*32%*	*31%*
-Налоги на прибыль	264	240	213	287	334	389	471	560	626
NOPAT	**729**	**1 051**	**842**	**1 157**	**1 343**	**1 559**	**1 883**	**2 239**	**2 496**
+ Амортизация	144	180	176	267	289	311	334	362	390
- Капвложения	-745	-1 279	-510	-732	-747	-803	-906	-955	-1 001
(Увеличение)/Уменьшение об. капитала	-49	35	38	-78	0	-27	-55	-36	-35
Чистый денежный поток	**78**	**-12**	**546**	**614**	**885**	**1 039**	**1 256**	**1 609**	**1 850**

Основные предположения

WACC	12.2%
Конечный темп роста	4.0%
Ставка налогообложения	20%

Расчет WACC

Безрисковая ставка:	**6.0%**
Средняя доходность UST10 за 5 лет	4.0%
Спрэд Россия 30 за 12 мес. , б.п.	200
Риск рынка акций	**4.9%**
Специфический риск эмитента	0.3%
Целевой уровень D/(E+D)	10.0%
Бэта	1.25
Бэта с учетом долга	1.36
Безрисковая ставка	6.0%
Стоимость капитала	**13.0%**
Стоимость долга	6.5%
Ставка налога на прибыль	20.0%
Стоимость долга после налогов	**5.2%**
WACC	**12.2%**

Оценка DCF

Нормализованный годовой денежный поток *	2 782
Дисконтированный денежный поток	6 681
Конечная стоимость	35 312
Приведенная конечная стоимость	19 865
Стоимость денежных потоков	26 546
Стоимость инвестиций	2 594
Текущий чистый долг (наличность)	709
Чистая стоимость компании	28 430
Количество акций (млн.)	3 032
Цель на конец 2011 г., $	**9.38**

Анализ чувствительности

Конечный темп роста (%) \ Ставка дисконтирования (WACC)	10.7%	11.2%	11.7%	**12.2%**	12.7%	13.2%	13.7%
5.5%	14.13	12.88	11.84	10.96	10.20	9.54	8.96
5.0%	13.09	12.03	11.13	10.36	9.69	9.10	8.58
4.5%	12.23	11.31	10.52	9.84	9.24	8.71	8.23
4.0%	11.49	10.69	9.99	**9.38**	8.84	8.36	7.93
3.5%	10.85	10.14	9.52	8.97	8.48	8.04	7.65
3.0%	10.30	9.67	9.11	8.61	8.16	7.76	7.40
2.5%	9.82	9.25	8.74	8.28	7.87	7.50	7.17

Специфический риск эмитента

	0.3%
Отношения с государством	0.3%
Корпоративное управление	0.0%
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.

Отчетность и прогнозы НОВАТЭКа, $ млн

Отчет о прибылях и убытках

	2007	2008	2009	2010 П	2011 П	2012 П	2013 П	2014 П	2015 П
Выручка	**2 443**	**3 178**	**2 831**	**3 789**	**4 760**	**5 810**	**7 114**	**8 690**	**9 939**
Операционные расходы	1 307	1 706	1 600	2 079	2 794	3 552	4 426	5 529	6 427
Амортизация	144	180	176	267	289	311	334	362	390
Операционная прибыль	993	1 291	1 055	1 444	1 676	1 948	2 354	2 799	3 122
EBITDA	**1 137**	**1 471**	**1 231**	**1 711**	**1 966**	**2 259**	**2 688**	**3 161**	**3 512**
Чистые процентные расходы	- 4	- 7	9	9	7	3	0	- 3	- 8
Прочие расходы (доходы)	- 0	141	23	-	-	-	-	-	-
Прибыль до налогов	998	1 158	1 023	1 435	1 670	1 944	2 353	2 802	3 130
Налоги на прибыль	264	240	213	287	334	389	471	560	626
Доля миноритариев	-	1.0	- 10.1	- 14.2	- 16.5	- 19.2	- 23.2	- 27.7	- 30.9
Чистая прибыль	**734**	**921**	**820**	**1 162**	**1 352**	**1 575**	**1 906**	**2 269**	**2 535**

Баланс

	2007	2008	2009	2010 П	2011 П	2012 П	2013 П	2014 П	2015 П
Денежные средства и эквиваленты	162	374	348	400	700	987	1 244	1 671	2 204
Дебиторская задолженность	271	282	281	375	454	569	693	842	968
Запасы	73	73	59	91	108	130	164	197	226
Прочие оборотные активы	188	136	217	219	221	223	225	228	230
Основные средства	3 367	3 700	5 339	5 782	6 217	6 686	7 231	7 795	8 377
Прочие внеоборотные активы	174	166	159	161	162	164	166	167	169
Итого активы	**4 235**	**4 731**	**6 403**	**7 027**	**7 862**	**8 759**	**9 722**	**10 900**	**12 173**
Кредиторская задолженность	173	220	243	290	386	496	599	745	865
Краткосрочный долг	267	216	457	457	457	457	457	457	457
Прочие краткосрочные обязательства	52	47	81	178	174	168	161	152	141
Долгосрочный долг	2	679	790	634	590	546	501	453	403
Прочие долгосрочные обязательства	409	300	421	932	909	879	840	793	739
Капитал и резервы	3 332	3 289	3 780	4 535	5 346	6 212	7 165	8 300	9 567
Итого пассивы	**4 235**	**4 731**	**6 403**	**7 027**	**7 862**	**8 759**	**9 722**	**10 900**	**12 173**

Отчет о движении денежных средств

	2007	2008	2009	2010 П	2011 П	2012 П	2013 П	2014 П	2015 П
Операционная прибыль	993	1 291	1 055	1 444	1 676	1 948	2 354	2 799	3 122
Налоги на прибыль	264	240	213	287	334	389	471	560	626
Амортизация	144	180	176	267	289	311	334	362	390
Изменение оборотного капитала	- 36	22	129	- 78	0	- 27	- 55	- 36	- 35
Денежные потоки от операций	**837**	**1 253**	**1 147**	**1 346**	**1 632**	**1 843**	**2 162**	**2 564**	**2 851**
Капиталовложения	- 745	- 1 279	- 510	- 732	- 747	- 803	- 906	- 955	- 1 001
Прочие доходы (инвестиции)	- 67	- 18	- 623	-	-	-	-	-	-
Денежные потоки от инвестиций	- 812	- 1 297	- 1 134	- 732	- 747	- 803	- 906	- 955	- 1 001
Свободные денежные потоки	**25**	**- 44**	**14**	**614**	**885**	**1 039**	**1 256**	**1 609**	**1 850**
Изменение долга	84	540	213	- 155	- 44	- 44	- 45	- 48	- 50
Дивиденды	229	308	240	407	541	709	953	1 135	1 267
Чистые денежные потоки	**- 120**	**189**	**- 14**	**52**	**300**	**287**	**257**	**427**	**533**

Модель DCF Газпром нефти

Прогноз денежного потока

в млн. $	2007	2008	2009	2010 П	2011 П	2012 П	2013 П	2014 П	2015 П
Выручка	22 768	33 870	24 166	32 255	35 646	36 650	38 667	38 492	38 227
Темп роста (%)	*13%*	*49%*	*-29%*	*33%*	*11%*	*3%*	*6%*	*0%*	*-1%*
EBITDA	**5 828**	**7 558**	**4 904**	**6 276**	**6 318**	**5 162**	**5 089**	**4 884**	**4 753**
Рентабельность (%)	*26%*	*22%*	*20%*	*19%*	*18%*	*14%*	*13%*	*13%*	*12%*
EBIT	**4 899**	**6 249**	**3 429**	**4 166**	**4 564**	**3 342**	**3 171**	**2 870**	**2 630**
Рентабельность (%)	*22%*	*18%*	*14%*	*13%*	*13%*	*9%*	*8%*	*7%*	*7%*
-Налоги на прибыль	1 315	1 464	816	891	1 021	743	679	605	549
NOPAT	**3 584**	**4 785**	**2 613**	**3 275**	**3 543**	**2 599**	**2 492**	**2 264**	**2 081**
+ Амортизация	929	1 309	1 475	2 110	1 754	1 821	1 918	2 015	2 123
- Капвложения	-2 212	-3 366	-2 607	-3 253	-2 359	-2 701	-2 801	-2 995	-3 153
(Увеличение)/Уменьшение об. капитала	1 524	-897	-275	400	-228	13	-130	33	35
Чистый денежный поток	**3 824**	**1 831**	**1 206**	**2 532**	**2 711**	**1 732**	**1 479**	**1 317**	**1 085**

Основные предположения

WACC	12.7%
Конечный темп роста	4.0%
Ставка налогообложения	20%

Расчет WACC

Безрисковая ставка:	**6.0%**
Средняя доходность UST10 за 5 лет	4.0%
Спрэд Россия 30 за 12 мес. , б.п.	200
Риск рынка акций	**4.9%**
Специфический риск эмитента	0.0%
Целевой уровень D/(E+D)	25.0%
Бэта	1.50
Бэта с учетом долга	1.90
Безрисковая ставка	6.0%
Стоимость капитала	**15.3%**
Стоимость долга	6.5%
Ставка налога на прибыль	20.0%
Стоимость долга после налогов	**5.2%**
WACC	**12.7%**

Оценка DCF

Нормализованный годовой денежный поток *	2 245
Дисконтированный денежный поток	8 234
Конечная стоимость	26 713
Приведенная конечная стоимость	14 666
Стоимость денежных потоков	22 900
Текущий чистый долг (наличность)	4 617
Стоимость инвестиций	5 434
Чистая стоимость компании	23 717
Количество акций (млн.)	4 718
Цель на конец 2011 г., $	**5.03**

Анализ чувствительности

Конечный темп роста (%) \ Ставка дисконтирования (WACC)	11.2%	11.7%	12.2%	**12.7%**	13.2%	13.7%	14.2%
5.5%	7.10	6.57	6.11	5.73	5.39	5.09	4.83
5.0%	6.66	6.20	5.81	5.46	5.16	4.89	4.65
4.5%	6.29	5.89	5.54	5.23	4.96	4.72	4.50
4.0%	5.98	5.62	5.30	**5.03**	4.78	4.56	4.36
3.5%	5.70	5.38	5.10	4.84	4.62	4.42	4.23
3.0%	5.46	5.17	4.91	4.68	4.47	4.29	4.12
2.5%	5.24	4.98	4.74	4.53	4.34	4.17	4.01

Специфический риск эмитента

	0.0%
Отношения с государством	0.0%
Корпоративное управление	0.0%
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.

Отчетность и прогнозы Газпром нефти, $ млн

Отчет о прибылях и убытках

	2007	2008	2009	2010 П	2011 П	2012 П	2013 П	2014 П	2015 П
Выручка	**22 768**	**33 870**	**24 166**	**32 255**	**35 646**	**36 650**	**38 667**	**38 492**	**38 227**
Операционные расходы	16 940	26 312	19 262	25 979	29 327	31 487	33 578	33 608	33 475
Амортизация	929	1 309	1 475	1 569	1 754	1 821	1 918	2 015	2 123
Операционная прибыль	4 899	6 249	3 429	4 707	4 564	3 342	3 171	2 870	2 630
EBITDA	**5 828**	**7 558**	**4 904**	**6 276**	**6 318**	**5 162**	**5 089**	**4 884**	**4 753**
Чистые процентные расходы	55	67	261	261	198	114	73	47	30
Прочие расходы (доходы)	- 614	21	- 729	- 816	- 737	- 486	- 294	- 204	- 146
Прибыль до налогов	5 458	6 161	3 897	5 262	5 103	3 714	3 393	3 026	2 746
Налоги на прибыль	1 315	1 464	816	1 052	1 021	743	679	605	549
Доля миноритариев	-	39.0	68.0	-	-	-	-	-	-
Чистая прибыль	**4 143**	**4 658**	**3 013**	**4 209**	**4 082**	**2 971**	**2 714**	**2 421**	**2 197**

Баланс

	2007	2008	2009	2010 П	2011 П	2012 П	2013 П	2014 П	2015 П
Денежные средства и эквиваленты	733	2 235	1 021	2 204	3 696	4 423	4 879	5 181	5 358
Дебиторская задолженность	2 264	1 866	2 818	2 602	2 875	2 956	3 119	3 105	3 084
Запасы	1 083	1 194	1 737	1 870	2 067	2 125	2 242	2 232	2 216
Прочие оборотные активы	680	580	1 226	1 238	1 251	1 263	1 276	1 289	1 301
Основные средства	6 634	9 231	14 265	15 948	16 553	17 433	18 316	19 296	20 327
Прочие внеоборотные активы	5 215	5 099	8 845	9 730	10 702	11 773	12 950	14 245	15 669
Итого активы	**16 609**	**20 205**	**29 912**	**33 592**	**37 144**	**39 973**	**42 782**	**45 348**	**47 956**
Кредиторская задолженность	2 286	1 102	2 434	1 887	2 129	2 281	2 431	2 440	2 438
Краткосрочный долг	1 339	2 085	2 148	2 120	2 073	2 052	2 042	2 038	2 033
Прочие краткосрочные обязательства	-	833	1 110	5 975	6 421	7 132	8 100	9 251	10 572
Долгосрочный долг	2 083	1 608	4 162	4 092	3 941	3 848	3 784	3 741	3 718
Прочие долгосрочные обязательства	465	477	1 401	-	-	-	-	-	-
Капитал и резервы	10 433	13 961	16 151	19 518	22 580	24 660	26 424	27 876	29 195
Итого пассивы	**16 609**	**20 205**	**29 912**	**33 592**	**37 144**	**39 973**	**42 782**	**45 348**	**47 956**

Отчет о движении денежных средств

	2007	2008	2009	2010 П	2011 П	2012 П	2013 П	2014 П	2015 П
Операционная прибыль	4 899	6 249	3 429	4 707	4 564	3 342	3 171	2 870	2 630
Налоги на прибыль	1 315	1 464	816	1 052	1 021	743	679	605	549
Амортизация	929	1 309	1 475	1 569	1 754	1 821	1 918	2 015	2 123
Изменение оборотного капитала	803	- 611	- 614	152	- 228	13	- 130	33	35
Денежные потоки от операций	**5 316**	**5 483**	**3 474**	**5 375**	**5 070**	**4 433**	**4 280**	**4 312**	**4 238**
Капиталовложения	- 2 212	- 3 366	- 2 607	- 3 253	- 2 359	- 2 701	- 2 801	- 2 995	- 3 153
Прочие доходы (инвестиции)	- 3 424	- 136	- 2 272	-	-	-	-	-	-
Денежные потоки от инвестиций	- 5 636	- 3 502	- 4 879	- 3 253	- 2 359	- 2 701	- 2 801	- 2 995	- 3 153
Свободные денежные потоки	**- 320**	**1 981**	**- 1 405**	**2 123**	**2 711**	**1 732**	**1 479**	**1 317**	**1 085**
Изменение долга	1 777	165	1 135	- 98	- 198	- 114	- 73	- 47	- 30
Дивиденды	2 071	792	937	842	1 021	891	950	968	879
Чистые денежные потоки	**- 614**	**1 354**	**- 1 207**	**1 183**	**1 493**	**727**	**456**	**302**	**177**

Модель DCF Татнефти

Прогноз денежного потока

в млн. $	2007	2008	2009 П	2010 П	2011 П	2012 П	2013 П	2014 П	2015 П
Выручка	13 944	17 863	11 981	14 820	16 094	16 694	18 586	18 531	18 477
Темп роста (%)	*19%*	*28%*	*-33%*	*24%*	*9%*	*4%*	*11%*	*0%*	*0%*
EBITDA	**2 626**	**1 783**	**2 538**	**2 233**	**2 877**	**2 359**	**2 703**	**2 409**	**2 162**
Рентабельность (%)	*19%*	*10%*	*21%*	*15%*	*18%*	*14%*	*15%*	*13%*	*12%*
EBIT	**2 220**	**1 375**	**2 163**	**1 785**	**2 365**	**1 779**	**2 082**	**1 748**	**1 461**
Рентабельность (%)	*16%*	*8%*	*18%*	*12%*	*15%*	*11%*	*11%*	*9%*	*8%*
-Налоги на прибыль	740	376	553	357	436	318	384	324	275
NOPAT	**1 481**	**999**	**1 610**	**1 428**	**1 930**	**1 461**	**1 699**	**1 424**	**1 186**
+ Амортизация	406	408	375	448	512	580	620	662	701
- Капвложения	-1 317	-2 432	-2 809	-1 643	-1 728	-1 047	-1 079	-1 066	-1 054
(Увеличение)/Уменьшение об. капитала	-490	398	-122	-83	-59	-166	-125	29	-8
Чистый денежный поток	**80**	**-626**	**-947**	**150**	**653**	**828**	**1 115**	**1 048**	**825**

Основные предположения

WACC	12.3%
Конечный темп роста	4.0%
Ставка налогообложения	20%

Расчет WACC

Безрисковая ставка:	**6.0%**
Средняя доходность UST10 за 5 лет	4.0%
Спрэд Россия 30 за 12 мес. , б.п.	200
Риск рынка акций	**4.9%**
Специфический риск эмитента	0.5%
Целевой уровень D/(E+D)	20.0%
Бэта	1.25
Бэта с учетом долга	1.50
Безрисковая ставка	6.0%
Стоимость капитала	**14.1%**
Стоимость долга	6.5%
Ставка налога на прибыль	20.0%
Стоимость долга после налогов	**5.2%**
WACC	**12.3%**

Оценка DCF

Нормализованный годовой денежный поток *	1 079
Дисконтированный денежный поток	4 139
Конечная стоимость	13 544
Приведенная конечная стоимость	7 588
Стоимость денежных потоков	11 727
Текущий чистый долг (наличность)	1 914
Чистая стоимость компании	9 813
Количество акций (млн.)	2 079
Цель на конец 2011 г., $	**4.72**

Анализ чувствительности

Конечный темп роста (%) \ Ставка дисконтирования (WACC)	10.8%	11.3%	11.8%	**12.3%**	12.8%	13.3%	13.8%
5.5%	7.34	6.66	6.08	5.59	5.17	4.80	4.47
5.0%	6.78	6.19	5.69	5.26	4.89	4.55	4.26
4.5%	6.31	5.80	5.36	4.97	4.64	4.34	4.07
4.0%	5.90	5.45	5.06	4.72	4.42	4.15	3.90
3.5%	5.55	5.16	4.81	4.50	4.22	3.97	3.75
3.0%	5.25	4.89	4.58	4.30	4.04	3.82	3.61
2.5%	4.98	4.66	4.37	4.12	3.88	3.67	3.48

Специфический риск эмитента

	0.5%
Отношения с государством	0.3%
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.

Отчетность и прогноз Татнефти, $ млн

Отчет о прибылях и убытках

	2007	2008	2009	2010 П	2011 П	2012 П	2013 П	2014 П	2015 П
Выручка	**13 944**	**17 863**	**11 981**	**14 820**	**16 094**	**16 694**	**18 586**	**18 531**	**18 477**
Операционные расходы	11 318	16 081	9 444	12 587	13 217	14 335	15 883	16 121	16 315
Амортизация	406	408	375	448	512	580	620	662	701
Операционная прибыль	2 220	1 375	2 163	1 785	2 365	1 779	2 082	1 748	1 461
EBITDA	**2 626**	**1 783**	**2 538**	**2 233**	**2 877**	**2 359**	**2 703**	**2 409**	**2 162**
Чистые процентные расходы	- 106	- 128	- 113	-	187	188	164	127	88
Прочие расходы (доходы)	- 124	773	- 70	-	-	-	-	-	-
Прибыль до налогов	2 450	730	2 346	1 785	2 178	1 591	1 918	1 621	1 373
Налоги на прибыль	740	376	553	357	436	318	384	324	275
Доля миноритариев	42	16	82	62	76	56	67	57	48
Чистая прибыль	**1 694**	**338**	**1 711**	**1 366**	**1 666**	**1 217**	**1 467**	**1 240**	**1 050**

Баланс

	2007	2008	2009	2010 П	2011 П	2012 П	2013 П	2014 П	2015 П
Денежные средства и эквиваленты	1 059	788	425	726	1 045	1 198	1 400	1 558	1 453
Дебиторская задолженность	2 532	1 640	1 449	1 802	1 763	1 955	2 153	2 114	2 137
Запасы	445	481	386	447	476	511	560	558	559
Прочие оборотные активы	1 121	1 060	2 235	2 257	2 280	2 303	2 326	2 349	2 372
Основные средства	7 892	8 222	10 664	11 629	12 604	12 924	13 231	13 487	13 693
Прочие внеоборотные активы	2 032	1 184	1 235	1 322	1 414	1 513	1 619	1 732	1 854
Итого активы	**15 080**	**13 376**	**16 394**	**18 183**	**19 582**	**20 404**	**21 289**	**21 798**	**22 068**
Кредиторская задолженность	1 309	851	443	775	706	766	888	876	892
Краткосрочный долг	200	213	2 355	2 398	2 421	2 411	2 401	2 394	2 292
Прочие краткосрочные обязательства	56	27	868	935	979	1 050	1 118	1 173	1 216
Долгосрочный долг	384	1 529	549	999	1 308	1 129	814	427	19
Прочие долгосрочные обязательства	2 192	1 741	1 811	1 949	2 041	2 189	2 330	2 446	2 536
Капитал и резервы	10 756	8 859	10 103	11 127	12 127	12 858	13 738	14 482	15 112
Итого пассивы	**15 080**	**13 376**	**16 394**	**18 183**	**19 582**	**20 404**	**21 289**	**21 798**	**22 068**

Отчет о движении денежных средств

	2007	2008	2009	2010 П	2011 П	2012 П	2013 П	2014 П	2015 П
Операционная прибыль	2 220	1 375	2 163	1 785	2 365	1 779	2 082	1 748	1 461
Налоги на прибыль	740	376	553	357	436	318	384	324	275
Амортизация	406	408	375	448	512	580	620	662	701
Изменение оборотного капитала	- 14	517	111	- 83	- 59	- 166	- 125	29	- 8
Денежные потоки от операций	**1 873**	**1 924**	**2 096**	**1 793**	**2 382**	**1 874**	**2 194**	**2 114**	**1 879**
Капиталовложения	- 1 317	- 2 432	- 2 809	- 1 643	- 1 728	- 1 047	- 1 079	- 1 066	- 1 054
Прочие доходы (инвестиции)	- 234	- 50	- 65	-	-	-	-	-	-
Денежные потоки от инвестиций	- 1 551	- 2 482	- 2 875	- 1 643	- 1 728	- 1 047	- 1 079	- 1 066	- 1 054
Свободные денежные потоки	**322**	**- 558**	**- 779**	**150**	**653**	**828**	**1 115**	**1 048**	**825**
Изменение долга	328	1 101	1 263	493	332	- 188	- 326	- 394	- 510
Дивиденды	417	527	317	341	667	487	587	496	420
Чистые денежные потоки	**233**	**16**	**- 18**	**302**	**319**	**153**	**202**	**158**	**- 105**

Модель DCF Башнефти

Прогноз денежного потока

в млн. $	2010 П	2011 П	2012 П	2013 П	2014 П	2015 П
Выручка	12 563	13 041	13 324	14 323	14 516	14 730
Темп роста (%)	*210%*	*4%*	*2%*	*7%*	*1%*	*1%*
EBITDA	**2 387**	**2 269**	**2 106**	**2 459**	**2 577**	**2 792**
Рентабельность (%)	*19%*	*17%*	*16%*	*17%*	*18%*	*19%*
EBIT	**1 667**	**1 513**	**1 312**	**1 625**	**1 701**	**1 873**
Рентабельность (%)	*13%*	*12%*	*10%*	*11%*	*12%*	*13%*
-Налоги на прибыль	330	304	271	341	360	400
NOPAT	**1 337**	**1 210**	**1 041**	**1 284**	**1 341**	**1 474**
+ Амортизация	720	756	794	833	875	919
- Капвложения	-645	-837	-973	-1 172	-1 251	-1 336
(Увеличение)/Уменьшение об. капитала	-500	-31	-30	-130	-92	-110
Чистый денежный поток	**912**	**1 097**	**832**	**815**	**873**	**946**

Основные предположения

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

Расчет WACC

Безрисковая ставка:	**6.0%**
Средняя доходность UST10 за 5 лет	4.4%
Спрэд Россия 30 за 12 мес. , б.п.	200
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	6.0%
Стоимость капитала	**17.2%**
Стоимость долга	7.5%
Ставка налога на прибыль	20.0%
Стоимость долга после налогов	**6.0%**
WACC	**15.5%**

Оценка DCF

	2011
Нормализованный годовой денежный поток *	1 557
Дисконтированный денежный поток	4 281
Конечная стоимость	13 378
Приведенная конечная стоимость	6 497
Стоимость денежных потоков	10 778
Текущий чистый долг (наличность)	1 835
Стоимость инвестиций	1 017
Чистая стоимость компании	9 960
Количество акций (млн.)	170.2
Цель на конец 2011 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%	76.17	71.90	68.06	64.59	61.45	58.58	55.96
4.5%	73.03	69.12	65.59	62.39	59.47	56.80	54.34
4.0%	70.21	66.61	63.35	60.37	57.65	55.15	52.85
3.5%	67.66	64.33	61.30	**58.53**	55.98	53.64	51.47
3.0%	65.33	62.25	59.42	56.83	54.44	52.23	50.19
2.5%	63.21	60.33	57.69	55.26	53.01	50.93	49.00
2.0%	61.27	58.58	56.10	53.81	51.69	49.72	47.88

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.

Отчетность и прогноз Башнефти, $ млн

Отчет о прибылях и убытках

	2010 П	2011 П	2012 П	2013 П	2014 П	2015 П
Выручка	**12 563**	**13 041**	**13 324**	**14 323**	**14 516**	**14 730**
Операционные расходы	10 176	10 771	11 219	11 864	11 940	11 938
Амортизация	720	756	794	833	875	919
Операционная прибыль	1 667	1 513	1 312	1 625	1 701	1 873
EBITDA	**2 387**	**2 269**	**2 106**	**2 459**	**2 577**	**2 792**
Чистые процентные расходы	58	32	- 11	- 39	- 58	- 79
Прочие расходы (доходы)	- 41	- 37	- 32	- 40	- 42	- 46
Прибыль до налогов	1 650	1 519	1 356	1 704	1 801	1 998
Налоги на прибыль	330	304	271	341	360	400
Доля миноритариев	-	-	-	-	-	-
Чистая прибыль	**1 320**	**1 215**	**1 084**	**1 363**	**1 441**	**1 598**

Баланс

	2010 П	2011 П	2012 П	2013 П	2014 П	2015 П
Денежные средства и эквиваленты	1 203	1 814	2 212	2 482	2 779	3 086
Дебиторская задолженность	1 607	1 690	1 750	1 906	1 957	2 013
Запасы	699	730	750	811	826	843
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	**7 301**	**8 366**	**9 312**	**10 459**	**11 558**	**12 753**
Кредиторская задолженность	2 235	2 317	2 366	2 453	2 429	2 391
Краткосрочный долг	-	-	-	-	-	-
Прочие краткосрочные обязательства	- 55	- 25	4	32	63	95
Долгосрочный долг	1 653	1 653	1 653	1 653	1 653	1 653
Прочие долгосрочные обязательства	- 413	- 189	28	242	470	711
Капитал и резервы	3 881	4 610	5 260	6 078	6 943	7 902
Итого пассивы	**7 301**	**8 366**	**9 312**	**10 459**	**11 558**	**12 753**

Отчет о движении денежных средств

	2010 П	2011 П	2012 П	2013 П	2014 П	2015 П
Операционная прибыль	1 667	1 513	1 312	1 625	1 701	1 873
Налоги на прибыль	330	304	271	341	360	400
Амортизация	720	756	794	833	875	919
Изменение оборотного капитала	- 500	- 31	- 30	- 130	- 92	- 110
Денежные потоки от операций	**1 557**	**1 934**	**1 805**	**1 988**	**2 125**	**2 282**
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	**912**	**1 097**	**832**	**815**	**873**	**946**
Изменение долга	-	-	-	-	-	-
Дивиденды	528	486	434	545	576	639
Чистые денежные потоки	**384**	**611**	**399**	**270**	**297**	**307**

Модель DCF Eurasia Drilling

Прогноз денежного потока

в млн. $	2007	2008	2009	2010 П	2011 П	2012 П	2013 П	2014 П	2015 П
Выручка	1 492	2 102	1 382	1 869	2 105	2 164	2 344	2 391	2 421
Темп роста (%)	*37%*	*41%*	*-34%*	*35%*	*13%*	*3%*	*8%*	*2%*	*1%*
EBITDA	**295**	**449**	**321**	**453**	**449**	**463**	**509**	**520**	**528**
Рентабельность (%)	*19.8%*	*21.4%*	*23.2%*	*24.2%*	*21.4%*	*21.4%*	*21.7%*	*21.8%*	*21.8%*
EBIT	**255**	**347**	**214**	**323**	**326**	**334**	**382**	**398**	**416**
Рентабельность (%)	*17%*	*17%*	*15%*	*17%*	*15%*	*15%*	*16%*	*17%*	*17%*
-Налоги на прибыль	61	75	44	65	71	73	83	86	91
NOPAT	**194**	**272**	**170**	**258**	**255**	**262**	**299**	**312**	**325**
+ Амортизация	40	102	106	130	123	129	127	122	112
- Капвложения	-273	-255	-105	-191	-269	-263	-273	-200	-194
(Увеличение)/Уменьшение об. капитала	-77	52	92	0	2	6	-4	5	4
Чистый денежный поток	**-116**	**170**	**264**	**196**	**111**	**133**	**149**	**239**	**247**

Основные предположения

WACC	14.1%
Конечный темп роста	4.0%
Ставка налогообложения	20%

Расчет WACC

Безрисковая ставка:	**6.0%**
Средняя доходность UST10 за 5 лет	4.0%
Спрэд Россия 30 за 12 мес. , б.п.	200
Риск рынка акций	**4.9%**
Специфический риск эмитента	0.5%
Целевой уровень D/(E+D)	5.0%
Бэта	1.50
Бэта с учетом долга	1.56
Безрисковая ставка	6.0%
Стоимость капитала	**14.4%**
Стоимость долга	10.0%
Ставка налога на прибыль	20.0%
Стоимость долга после налогов	**8.0%**
WACC	**14.1%**

Оценка DCF

Нормализованный годовой денежный поток *	
Дисконтированный денежный поток	832
Конечная стоимость	3 643
Приведенная конечная стоимость	1 886
Стоимость денежных потоков	2 718
Текущий чистый долг (наличность)	-219
Чистая стоимость компании	2 937
Количество акций (млн.)	147
Цель на конец 2011 г., $	**20.00**

Анализ чувствительности

Конечный темп роста (%) \ Ставка дисконтирования (WACC)	12.6%	13.1%	13.6%	**14.1%**	14.6%	15.1%	15.6%
5.5%	27.19	25.40	23.84	22.5	21.24	20.14	19.16
5.0%	25.80	24.20	22.80	21.6	20.44	19.43	18.53
4.5%	24.57	23.14	21.87	20.7	19.71	18.79	17.95
4.0%	23.5	22.2	21.0	**20.0**	19.1	18.2	17.4
3.5%	22.53	21.35	20.29	19.3	18.46	17.67	16.95
3.0%	21.67	20.59	19.61	18.7	17.92	17.18	16.50
2.5%	20.90	19.90	19.00	18.2	17.42	16.73	16.09

Специфический риск эмитента

	0.5%
Отношения с государством	0.5%
Корпоративное управление	0.0%
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.

Отчетность и прогноз Eurasia Drilling, $ млн

Отчет о прибылях и убытках

	2007	2008	2009	2010 П	2011 П	2012 П	2013 П	2014 П	2015 П
Выручка	**1 492**	**2 102**	**1 382**	**1 869**	**2 105**	**2 164**	**2 344**	**2 391**	**2 421**
Операционные расходы	1 197	1 653	1 062	1 416	1 655	1 701	1 835	1 871	1 893
Амортизация	40	102	106	130	123	129	127	122	112
Операционная прибыль	255	347	214	323	326	334	382	398	416
EBITDA	**295**	**449**	**321**	**453**	**449**	**463**	**509**	**520**	**528**
Чистые процентные расходы	25	17	3	- 2	- 28	- 29	- 32	- 34	- 38
Прочие расходы (доходы)	0	34	2	-	-	-	-	-	-
Прибыль до налогов	229	296	209	325	354	364	414	431	455
Налоги на прибыль	61	75	44	65	71	73	83	86	91
Доля миноритариев	-	-	-	-	-	-	-	-	-
Чистая прибыль	**169**	**221**	**165**	**260**	**283**	**291**	**331**	**345**	**364**

Баланс

	2007	2008	2009	2010 П	2011 П	2012 П	2013 П	2014 П	2015 П
Денежные средства и эквиваленты	343	279	434	564	647	738	824	983	1 131
Дебиторская задолженность	231	230	192	250	272	270	282	279	273
Запасы	208	183	117	159	180	186	202	207	210
Прочие оборотные активы	63	61	52	57	69	82	99	119	142
Основные средства	497	609	683	725	858	979	1 111	1 179	1 241
Прочие внеоборотные активы	17	82	44	51	61	73	87	105	126
Итого активы	**1 360**	**1 446**	**1 522**	**1 805**	**2 086**	**2 328**	**2 605**	**2 870**	**3 124**
Кредиторская задолженность	210	236	224	296	341	351	376	382	385
Краткосрочный долг	119	92	32	20	25	31	37	44	52
Прочие краткосрочные обязательства	36	54	95	81	64	50	38	33	22
Долгосрочный долг	165	171	150	130	139	150	163	180	200
Прочие долгосрочные обязательства	7	12	20	17	14	11	8	7	5
Капитал и резервы	822	881	1 001	1 261	1 502	1 735	1 983	2 225	2 461
Итого пассивы	**1 360**	**1 446**	**1 522**	**1 805**	**2 086**	**2 328**	**2 605**	**2 870**	**3 124**

Отчет о движении денежных средств

	2007	2008	2009	2010 П	2011 П	2012 П	2013 П	2014 П	2015 П
Операционная прибыль	255	347	214	323	326	334	382	398	416
Налоги на прибыль	61	75	44	65	71	73	83	86	91
Амортизация	40	102	106	130	123	129	127	122	112
Изменение оборотного капитала	- 106	- 64	130	-	2	6	- 4	5	4
Денежные потоки от операций	**128**	**310**	**407**	**388**	**381**	**396**	**422**	**438**	**441**
Капиталовложения	- 273	- 255	- 105	- 191	- 269	- 263	- 273	- 200	- 194
Прочие доходы (инвестиции)	14	- 69	- 19	- 35	-	-	-	-	-
Денежные потоки от инвестиций	- 260	- 324	- 124	- 226	- 269	- 263	- 273	- 200	- 194
Свободные денежные потоки	**- 131**	**- 14**	**283**	**161**	**111**	**133**	**149**	**239**	**247**
Изменение долга	455	- 50	- 127	- 32	15	16	19	24	29
Дивиденды	10	-	-	-	43	58	83	104	127
Чистые денежные потоки	**314**	**- 64**	**156**	**130**	**84**	**91**	**85**	**159**	**149**

Модель DCF Интегры

Прогноз денежного потока

в млн. $	2007	2008	2009	2010 П	2011 П	2012 П	2013 П	2014 П	2015 П
Выручка	1 177	1 446	836	887	1 052	1 173	1 362	1 493	1 604
Темп роста (%)	*115%*	*23%*	*-42%*	*6%*	*19%*	*11%*	*16%*	*10%*	*7%*
EBITDA	**176**	**12**	**55**	**126**	**150**	**167**	**176**	**178**	**184**
Рентабельность (%)	*15.0%*	*0.8%*	*6.6%*	*14.2%*	*14.2%*	*14.2%*	*13.0%*	*12.0%*	*11.5%*
EBIT	**22**	**-193**	**-76**	**1**	**59**	**96**	**117**	**127**	**142**
Рентабельность (%)	*2%*	*-13%*	*-9%*	*0%*	*6%*	*8%*	*9%*	*9%*	*9%*
-Налоги на прибыль	28	13	6	0	0	0	21	23	26
NOPAT	**-6**	**-206**	**-82**	**1**	**59**	**96**	**97**	**104**	**116**
+ Амортизация	154	205	131	125	91	71	59	51	42
- Капвложения	-181	-158	-44	-59	-69	-77	-88	-70	-62
(Увеличение)/Уменьшение об. капитала	-148	136	68	-29	-38	-24	-29	-17	-15
Чистый денежный поток	**-182**	**-23**	**74**	**38**	**43**	**66**	**39**	**68**	**81**

Основные предположения

WACC	15.6%
Конечный темп роста	4.0%
Ставка налогообложения	20%

Расчет WACC

Безрисковая ставка:	**6.0%**
Средняя доходность UST10 за 5 лет	4.0%
Спрэд Россия 30 за 12 мес. , б.п.	200
Риск рынка акций	**4.9%**
Специфический риск эмитента	1.0%
Целевой уровень D/(E+D)	20.0%
Бэта	1.60
Бэта с учетом долга	1.92
Безрисковая ставка	6.0%
Стоимость капитала	**17.3%**
Стоимость долга	11.0%
Ставка налога на прибыль	20.0%
Стоимость долга после налогов	**8.8%**
WACC	**15.6%**

Оценка DCF

Нормализованный годовой денежный поток *	103
Дисконтированный денежный поток	269
Конечная стоимость	927
Приведенная конечная стоимость	449
Стоимость денежных потоков	718
Текущий чистый долг (наличность)	116
Чистая стоимость компании	602
Количество акций (млн.)	183
Цель на конец 2011 г., $	**3.28**

Анализ чувствительности

Конечный темп роста (%) \ Ставка дисконтирования (WACC)	14.1%	14.6%	15.1%	**15.6%**	16.1%	16.6%	17.1%
5.5%	4.46	4.18	3.92	3.7	3.48	3.29	3.12
5.0%	4.25	3.99	3.75	3.5	3.35	3.17	3.01
4.5%	4.06	3.82	3.60	3.4	3.23	3.06	2.91
4.0%	3.9	3.7	3.5	3.3	3.1	3.0	2.8
3.5%	3.73	3.53	3.34	3.2	3.01	2.87	2.74
3.0%	3.59	3.40	3.23	3.1	2.92	2.78	2.66
2.5%	3.46	3.28	3.12	3.0	2.83	2.70	2.59

Специфический риск эмитента

	1.0%
Отношения с государством	0.5%
Корпоративное управление	0.0%
Конфликт акционеров	0.0%
Налоговые угрозы	0.0%
Финансовая устойчивость	0.5%

Расчет бэта

Средний оборот, $ '000	Бэта
больше 50 000	1.00
больше 10 000	1.25
больше 1000	1.50
больше 200	1.60

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

Отчетность и прогноз Интегры, $ млн

Отчет о прибылях и убытках

	2007	2008	2009	2010 П	2011 П	2012 П	2013 П	2014 П	2015 П
Выручка	**1 177**	**1 446**	**836**	**887**	**1 052**	**1 173**	**1 362**	**1 493**	**1 604**
Операционные расходы	1 155	1 434	781	761	902	1 006	1 185	1 315	1 421
Амортизация	154	205	131	125	91	71	59	51	42
Операционная прибыль	22	- 193	- 76	1	59	96	117	127	142
EBITDA	**176**	**12**	**55**	**126**	**150**	**167**	**176**	**178**	**184**
Чистые процентные расходы	49	45	50	30	20	18	14	12	10
Прочие расходы (доходы)	- 4	21	- 13	-	-	-	-	-	-
Прибыль до налогов	- 23	- 259	- 113	- 29	39	78	103	115	132
Налоги на прибыль	28	13	6	-	-	-	21	23	26
Доля миноритариев	- 5	- 8	0	- 2	7	14	18	20	23
Чистая прибыль	**- 46**	**- 263**	**- 119**	**- 27**	**32**	**64**	**64**	**72**	**82**

Баланс

	2007	2008	2009	2010 П	2011 П	2012 П	2013 П	2014 П	2015 П
Денежные средства и эквиваленты	102	62	37	40	64	112	124	163	209
Дебиторская задолженность	405	357	260	265	301	323	361	382	396
Запасы	177	147	99	102	118	128	145	155	163
Прочие оборотные активы	8	-	-	-	-	-	-	-	-
Основные средства	562	510	377	341	305	296	307	312	319
Прочие внеоборотные активы	460	199	133	119	107	97	87	78	70
Итого активы	**1 714**	**1 276**	**906**	**867**	**895**	**955**	**1 024**	**1 089**	**1 158**
Кредиторская задолженность	325	347	261	240	254	262	289	303	310
Краткосрочный долг	203	395	70	70	60	52	45	39	34
Прочие краткосрочные обязательства	-	-	-	-	-	-	-	-	-
Долгосрочный долг	210	3	142	107	97	88	81	75	70
Прочие долгосрочные обязательства	84	39	20	82	83	88	94	103	117
Капитал и резервы	814	451	395	368	400	464	516	569	627
Итого пассивы	**1 714**	**1 276**	**906**	**867**	**895**	**955**	**1 024**	**1 089**	**1 158**

Отчет о движении денежных средств

	2007	2008	2009	2010 П	2011 П	2012 П	2013 П	2014 П	2015 П
Операционная прибыль	22	- 193	- 76	1	59	96	117	127	142
Налоги на прибыль	28	13	6	-	-	-	21	23	26
Амортизация	154	205	131	125	91	71	59	51	42
Изменение оборотного капитала	- 148	136	68	- 29	- 38	- 24	- 29	- 17	- 15
Денежные потоки от операций	**- 1**	**135**	**118**	**97**	**112**	**143**	**127**	**138**	**143**
Капиталовложения	- 181	- 158	- 44	- 59	- 69	- 77	- 88	- 70	- 62
Прочие доходы (инвестиции)	- 153	- 29	- 11	-	-	-	-	-	-
Денежные потоки от инвестиций	- 334	- 187	- 55	- 59	- 69	- 77	- 88	- 70	- 62
Свободные денежные потоки	**- 335**	**- 52**	**63**	**38**	**43**	**66**	**39**	**68**	**81**
Изменение долга	347	33	- 97	- 35	- 20	- 18	- 14	- 12	- 10
Дивиденды	-	-	-	-	-	-	13	18	25
Чистые денежные потоки	**12**	**- 19**	**- 34**	**3**	**23**	**48**	**12**	**38**	**46**

Модель DCF C.A.T. oil

Прогноз денежного потока

в млн. $	2006	2007	2008	2009	2010 П	2011 П	2012 П	2013 П	2014 П	2015 П
Выручка	245	307	406	318	305	339	357	392	409	425
Темп роста (%)	*25%*	*25%*	*32%*	*-22%*	*-4%*	*11%*	*5%*	*10%*	*4%*	*4%*
EBITDA	**58**	**69**	**69**	**63**	**69**	**72**	**83**	**89**	**91**	**92**
Рентабельность (%)	*23.6%*	*22.3%*	*17.1%*	*19.7%*	*22.7%*	*21.2%*	*23.2%*	*22.6%*	*22.2%*	*21.7%*
EBIT	**47**	**51**	**30**	**26**	**36**	**37**	**50**	**56**	**59**	**61**
Рентабельность (%)	*19%*	*17%*	*8%*	*8%*	*12%*	*11%*	*14%*	*14%*	*14%*	*14%*
-Налоги на прибыль	16	15	14	9	7	8	10	11	12	12
NOPAT	**31**	**37**	**16**	**17**	**29**	**30**	**40**	**44**	**47**	**48**
+ Амортизация	11	17	39	37	33	35	34	33	32	31
- Капвложения	-84	-123	-65	-17	-51	-34	-36	-35	-34	-33
(Увеличение)/Уменьшение об. капитала	-6	-12	-14	30	2	-8	-5	-8	-4	-4
Чистый денежный поток	**-48**	**-82**	**-24**	**67**	**13**	**22**	**32**	**34**	**41**	**43**

Основные предположения

WACC	15.4%
Конечный темп роста	4.0%
Ставка налогообложения	20%

Расчет WACC

Безрисковая ставка:	**6.0%**
Средняя доходность UST10 за 5 лет	4.0%
Спрэд Россия 30 за 12 мес. , б.п.	200
Риск рынка акций	**4.9%**
Специфический риск эмитента	1.0%
Целевой уровень D/(E+D)	2.3%
Бэта	1.60
Бэта с учетом долга	1.63
Безрисковая ставка	6.0%
Стоимость капитала	**15.6%**
Стоимость долга	11.0%
Ставка налога на прибыль	20.0%
Стоимость долга после налогов	**8.8%**
WACC	**15.4%**

Оценка DCF

Дисконтированный денежный поток	155
Конечная стоимость	523
Приведенная конечная стоимость	255
Стоимость денежных потоков	410
Текущий чистый долг (наличность)	-48
Чистая стоимость компании	458
Количество акций (млн.)	48.85
Цель на конец 2011 г., $	**9.37**

Анализ чувствительности

Конечный темп роста (%) \ Ставка дисконтирования (WACC)	13.9%	14.4%	14.9%	**15.4%**	15.9%	16.4%	16.9%
5.5%	11.93	11.30	10.74	10.2	9.79	9.38	9.01
5.0%	11.46	10.89	10.38	9.9	9.51	9.13	8.78
4.5%	11.05	10.53	10.06	9.6	9.24	8.89	8.57
4.0%	10.7	10.2	9.8	9.4	9.0	8.7	8.4
3.5%	10.33	9.89	9.49	9.1	8.79	8.47	8.19
3.0%	10.03	9.62	9.24	8.9	8.58	8.29	8.02
2.5%	9.75	9.37	9.02	8.7	8.40	8.12	7.86

Специфический риск эмитента

	1.0%
Отношения с государством	0.5%
Корпоративное управление	0.5%
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

Отчетность и прогноз C.A.T. oil, $ млн

Отчет о прибылях и убытках

	2007	2008	2009	2010 П	2011 П	2012 П	2013 П	2014 П	2015 П
Выручка	**307**	**406**	**318**	**305**	**339**	**357**	**392**	**409**	**425**
Операционные расходы	238	337	255	236	267	274	303	318	333
Амортизация	17	39	37	33	35	34	33	32	31
Операционная прибыль	51	30	26	36	37	50	56	59	61
EBITDA	**69**	**69**	**63**	**69**	**72**	**83**	**89**	**91**	**92**
Чистые процентные расходы	- 1	2	2	1	- 0	- 0	- 0	- 1	- 1
Прочие расходы (доходы)	7	11	3	-	-	-	-	-	-
Прибыль до налогов	46	18	21	35	38	50	56	59	61
Налоги на прибыль	15	14	9	7	8	10	11	12	12
Доля миноритариев	-	-	-	-	-	-	-	-	-
Чистая прибыль	**31**	**4**	**12**	**28**	**30**	**40**	**45**	**47**	**49**

Баланс

	2007	2008	2009	2010 П	2011 П	2012 П	2013 П	2014 П	2015 П
Денежные средства и эквиваленты	22	20	42	51	66	86	104	125	144
Дебиторская задолженность	67	71	52	50	55	58	64	67	69
Запасы	59	52	42	40	45	47	52	54	56
Прочие оборотные активы	24	23	13	14	15	17	19	20	22
Основные средства	233	221	192	206	200	196	191	187	183
Прочие внеоборотные активы	12	11	13	13	14	14	15	16	17
Итого активы	**416**	**398**	**352**	**374**	**395**	**418**	**445**	**469**	**492**
Кредиторская задолженность	37	21	21	19	22	22	24	25	26
Краткосрочный долг	12	8	0	1	1	2	3	3	4
Прочие краткосрочные обязательства	-	22	20	20	17	14	12	9	7
Долгосрочный долг	-	42	-	4	6	10	13	16	20
Прочие долгосрочные обязательства	-	12	12	12	10	9	7	5	4
Капитал и резервы	343	292	298	318	337	361	386	410	432
Итого пассивы	**416**	**398**	**352**	**374**	**395**	**418**	**445**	**469**	**492**

Отчет о движении денежных средств

	2007	2008	2009	2010 П	2011 П	2012 П	2013 П	2014 П	2015 П
Операционная прибыль	51	30	26	36	37	50	56	59	61
Налоги на прибыль	15	14	9	7	8	10	11	12	12
Амортизация	17	39	37	33	35	34	33	32	31
Изменение оборотного капитала	- 25	- 35	34	2	- 8	- 5	- 8	- 4	- 4
Денежные потоки от операций	**29**	**21**	**87**	**64**	**57**	**68**	**69**	**75**	**76**
Капиталовложения	- 123	- 65	- 17	- 51	- 34	- 36	- 35	- 34	- 33
Прочие доходы (инвестиции)	-	- 1	2	-	-	-	-	-	-
Денежные потоки от инвестиций	- 123	- 67	- 15	- 51	- 34	- 36	- 35	- 34	- 33
Свободные денежные потоки	**- 94**	**- 46**	**72**	**13**	**22**	**32**	**34**	**41**	**43**
Изменение долга	12	28	- 51	4	4	4	4	4	4
Дивиденды	-	-	-	8	11	16	20	24	27
Чистые денежные потоки	**- 82**	**- 18**	**21**	**9**	**15**	**20**	**18**	**21**	**19**

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

Финансовый сектор
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

Федоров Егор
Fedorov_EY@mmbank.ru

Нефедов Юрий
Nefedov_YA@mmbank.ru

Сарсон Анастасия
Sarson_AY@mmbank.ru

Горбунова Екатерина
Gorbunova_EB@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.