

Газовые компании

Вопросов больше, чем ответов

Середину лета владельцы акций отечественных газовых компаний встречают в разном настроении: акционеры НОВАТЭКа с начала года смогли заработать на росте капитализации NVTK около 30 %, что является абсолютным рекордом среди ведущих российских и мировых нефтегазовых компаний (для сравнения, индекс РТС за аналогичный период снизился на 3 %, MSCI Energy – на 13 %), в то время как инвестиции в бумаги Газпрома принесли убытки в размере 16 %. Таким образом, в данном случае правило «прилив (отлив) поднимает (снижает) все лодки» не сработало, что во многом объясняется не столько отражением текущей ситуации в газовой отрасли, сколько отличиями в оценке перспектив развития этих двух компаний и уровня корпоративного управления. **Помимо фундаментальной недооцененности главным аргументом в пользу роста котировок НОВАТЭКа стало изменение в составе главных акционеров компании** (приход Volga Resources, контролируемой нефтетрейдером Геннадием Тимченко). Приход в НОВАТЭК новых акционеров позволил участникам рынка надеяться, 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. Однако в последнее время производственная динамика добычи НОВАТЭКа ухудшилась. Мы полагаем, что данный факт является достаточно тревожным: на фоне завершения V-образного восстановления экономики риски медленного восстановления спроса на газ в ЕС растут, и конкуренция среди маргинальных производителей газа как на мировом, так и на российском газовых рынках усиливается. Как следствие, **мы более консервативно подходим к оценке динамики будущей добычи НОВАТЭКа, что приводит к понижению нашего таргета по компании на 9 % до \$ 8.4, рекомендация изменена с «покупать» на «держать».**

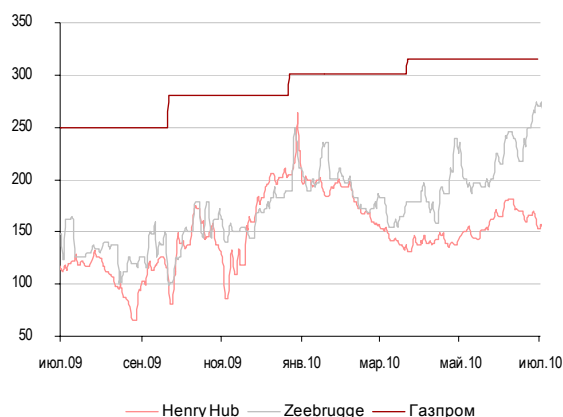
Что касается Газпрома, то, даже несмотря на значительный рост спотовых цен на газ в ЕС, инвесторы не спешат покупать бумаги GAZP. По всей видимости, **участники рынка негативно относятся к намерениям Газпрома потратить миллиарды долларов на строительство обходных транспортных маршрутов**, которые без гарантий спроса на новый газ со стороны потребителей **не создают добавленной стоимости для компании и уменьшают размер свободных денежных потоков**. Кроме того, со стороны Газпрома недавно прозвучали заявления об **ослаблении уровня спроса со стороны Южной Европы**, которые уже частично нашли отражение в июньской динамике добычи компании и усилили страхи инвесторов относительно возможной невостребованности дорогого российского газа. Растущие риски неопределенности дальнейшего сценария восстановления мировой экономики заставляют нас более консервативно подойти к прогнозам экспортных поставок Газпрома (особенно в условиях, когда стоимость маргинального газ Ямала примерно на \$ 100 за тыс. куб. м выше стоимости норвежского газа и на \$ 50 за тыс. куб. м катарского LNG). **В результате мы понижаем наш таргет по акциям Газпрома на 9 % до \$ 7.16.** Тем не менее, мы полагаем, что с фундаментальной точки зрения акции Газпрома выглядят достаточно дешевыми (в настоящее время по показателю EV/EBITDA бумаги GAZP торгуются со значительным дисконтом к своим медианным значениям) и **сохраняем рекомендацию «покупать».**

компания	Новый таргет, \$	Старый таргет, \$	Изм, %	Рыночная цена, \$	Потенциал роста, %	Рекомендация
Газпром	7.16	7.87	-9	5.22	37	покупать
НОВАТЭК	8.40	9.20	-9	7.32	15	держать

Борисов Денис, к.э.н.
Borisov_DV@mmbank.ru
 Вахрамеев Сергей, к.э.н.
Vahrameev_SS@mmbank.ru

Ситуация со стоимостью спотового газа в ЕС (наличие диспропорции между ценами краткосрочных и долгосрочных контрактов), которая долгое время занимала умы инвесторов, улучшилась. В настоящее время спрэд между оптовыми ценами Газпрома и котировками спотового газа в Zeebrugge не превышает \$ 50-60 за тыс. куб. м.

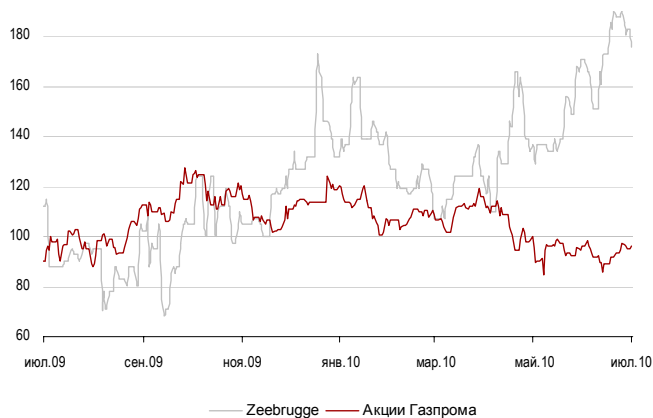
Цены на газ, \$ за тыс. куб. м



Источники: Bloomberg, оценки Аналитического департамента Банка Москвы

Наиболее вероятно, что в настоящий момент рынок продолжает отыгрывать закрытие на ремонт 8 из 12 комплексов LNG в Катаре, при этом пока говорить о долгосрочном характере данной тенденции не приходится: цены в луизианском Henry Hub сейчас составляют около \$ 165 за тыс. куб. м, цены на поставку LNG в Европу из Алжира, Тринидада и Нигерии в начале июля не превышали \$ 210-230 за тыс. куб. м. Таким образом, если спотовые цены на газ в Zeebrugge продолжают рост, то не исключены новые межконтинентальные перетоки газа (например, за счет поставок из Тринидада), которые приведут к очередному охлаждению европейского газового рынка и увеличат экспортные риски Газпрома. Как бы то ни было, начиная с апреля корреляция между ценами на спотовый газ в Европе и котировками Газпрома стремится к нулевым значениям, что знаменует собой завершение участниками рынка спекулятивной игры по паре «газ Zeebrugge – акции GAZP».

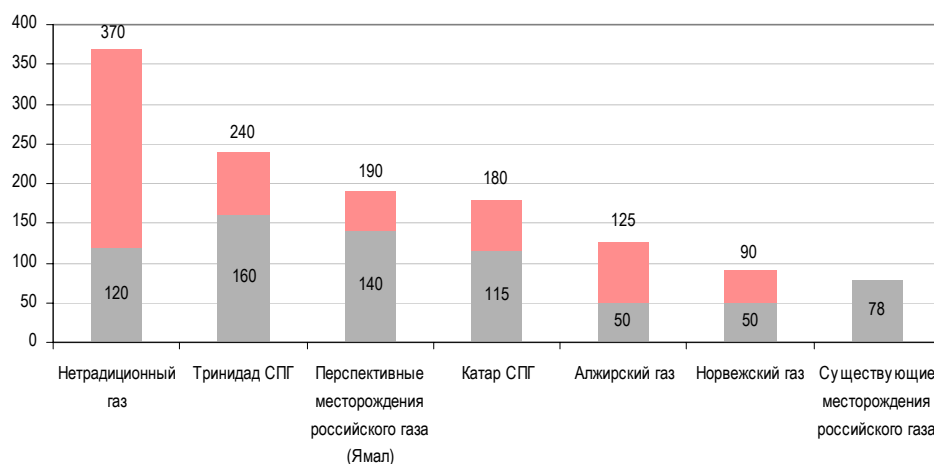
Динамика котировок GAZP и спотовых цен на газ в ЕС, %



Источники: Bloomberg, оценки Аналитического департамента Банка Москвы

При этом мы полагаем, что в настоящее время основная угроза для динамичного развития Газпрома заключается не в возможном очередном снижении спотовых цен на газ (с учетом низкой ликвидности спотового рынка котировки на нем подвержены высокой волатильности) и не в ожидаемом росте налогов (влияние ожидаемого повышения НДС на показатель EBITDA газовых компаний является незначительным), а в замедлении темпов восстановления мировой экономики и европейского газопотребления. Последние макроэкономические данные (более подробно см. нашу июльскую стратегию «V-образное восстановление экономики завершилось» от 06.07.2010) и заявления менеджмента Газпрома об ухудшении спроса на российский газ в Европе (прежде всего, на юге) настораживают. Если европейская экономика будет оставаться слабой, то уровень конкуренции среди газопроизводителей будет расти. При этом уровень предельных издержек по новым ямальским месторождениям Газпрома превышает аналогичный показатель проектов компаний-конкурентов из Катара и Норвегии.

Себестоимость поставок газа в Европу в 2010 г. (минимум- максимум), \$ за тыс. куб. м



Источники: Ведомости, Wood Mackenzie, International Energy Agency

Как следствие, мы полагаем, что возможности Газпрома по увеличению экспортных поставок являются крайне ограниченными, что с учетом повешения вероятности замедления темпов восстановления мировой экономики приводит нас к необходимости понижения нашего прогноза по экспорту российского газа.

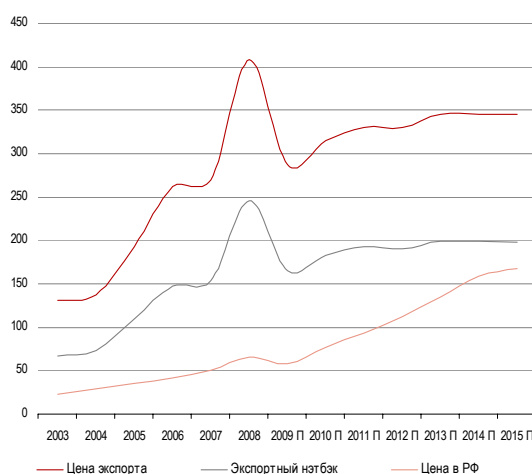
Прогноз динамики экспорта Газпрома в Европу

млрд куб. м	2010	2011	2012	2013	2014	2015
Старый прогноз	161	167	167	167	167	167
Новый прогноз	155	155	155	155	155	155
Изменение	-6	-12	-12	-12	-12	-12

Источник: оценки Аналитического департамента Банка Москвы

Что касается российского рынка газа, то с пересмотром нашего прогноза по динамике валютного курса мы пришли к выводу, что ежегодное 15%-ное повышение тарифов на газ позволит выйти на уровень экспортного паритета не ранее 2016 г. (мы ожидали, что это событие может произойти в 2014 г.).

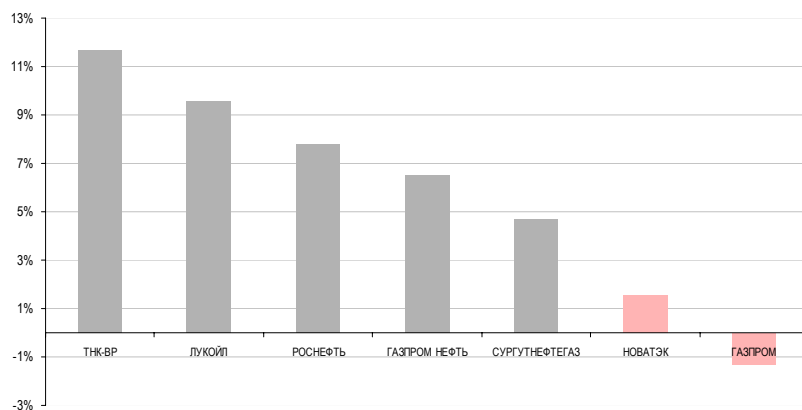
Динамика цен на газ в РФ и за рубежом



Источник: оценки Аналитического департамента Банка Москвы

Не добавляет оптимизма участникам рынка и информация (пока неподтвержденная) о том, что инвестпрограмма Газпрома составит в следующем году 1.7 трлн руб., причем очевидно, что значительная часть данной суммы может пойти на сооружение новых газопроводов (вторая очередь Северного потока, Южный поток), которые без наличия новых контрактов на поставку по ним не создают добавленной стоимости для концерна. Если концерн в следующем году действительно направит на капитальные вложения \$ 56 млрд, то его свободный денежный поток сократится до \$ -17 млрд, а средний 3-летний FCF-yield (2008-2010 гг.) – с 6 % до -1 %.

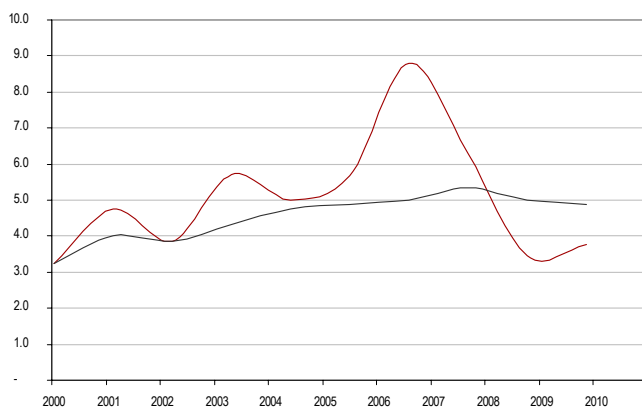
Средний показатель FCF-YIELD за 2008-2010 гг., %



Источник: оценки Аналитического департамента Банка Москвы

Тем не менее, с фундаментальной точки зрения бумаги Газпрома в настоящее время являются дешевыми: наша DCF-модель (с учетом внесенных корректировок) указывает на 37%-ный потенциал роста GAZP. Также мы построили регрессию зависимости показателя EV компании от EBITDA и определили, что медианное значение EV/EBITDA с 2001 по 2010 г. составило 4.9 X, что также свидетельствует о недооценке компании (EV/EBITDA на 2010 г., по нашим оценкам, будет равной 3.8 X).

Фактический и медианный показатель EV/EBITDA Газпрома



Источники: данные компании, оценки Аналитического департамента Банка Москвы

Что касается НОВАТЭКа, то последние данные производственной статистики свидетельствуют о замедлении темпов роста добычи газа по компании. На фоне корректировок наших прогнозов по экспорту Газпрома и общему газовому балансу России мы также снижаем наши прогнозы по добыче НОВАТЭКа.

Изменение прогнозов по добыче НОВАТЭКа

млрд куб м	2010	2011	2012	2013	2014	2015
Старый прогноз	39	44	47	50	53	56
Новый прогноз	37	40	43	46	48	51
Изменение	-2	-4	-4	-4	-5	-5

Источник: оценки Аналитического департамента Банка Москвы

В результате корректировок наших допущений, закладываемых в финансовые модели газовых компаний (снижение прогнозов добычи и изменение макроэкономических параметров), мы снижаем наш целевой уровень по акциям Газпрома с \$ 7.87 до \$ 7.16, по бумагам НОВАТЭКа – с \$ 9.2 до \$ 8.4 за акцию.

Сравнительная оценка

Компания	Мсар \$ млн	EV/EBITDA			EV/S			P/E		
		2009	2010	2011	2009	2010	2011	2009	2010	2011
ROYAL DUTCH SHELL	166 419	5.7	4.4	3.7	0.7	0.6	0.6	12.9	9.0	7.2
TOTAL	112 688	4.3	3.7	3.3	0.8	0.7	0.7	10.8	8.4	7.5
ENI	78 336	3.9	3.3	2.9	1.0	0.9	0.8	11.4	9.2	7.9
STATOIL	65 173	2.6	2.4	2.0	1.0	0.9	0.7	12.7	8.6	7.4
BG GROUP	54 162	7.1	6.9	6.0	3.6	3.5	3.1	15.0	13.8	12.2
CAN NATURAL RES	37 481	7.7	6.1	5.2	4.5	3.6	3.2	14.7	13.9	10.9
APACHE	29 494	6.7	4.4	3.5	4.5	3.2	2.6	25.9	8.8	6.8
WOODSIDE PETROLEUM	28 058	12.2	12.0	8.1	8.5	8.2	5.9	22.7	24.8	15.5
DEVON ENERGY	28 007	6.4	4.7	4.6	3.8	3.1	3.1	55.0	10.1	10.3
REPSOL YPF	27 583	5.5	4.3	3.9	0.8	0.6	0.6	13.9	10.4	8.3
EOG RESOURCES	25 928	9.3	8.0	5.3	6.6	5.2	3.7	38.3	43.7	17.4
ENTERPRISE PRODUCTS PARTNERS	24 586	15.6	11.9	11.0	2.0	1.1	1.1	30.6	21.2	19.6
TRANSCANADA	24 074	11.5	11.5	9.6	5.5	5.7	5.0	18.7	18.1	14.8
ENCANA	23 195	4.8	5.4	5.6	2.6	3.7	3.5	12.2	17.8	21.2
CHESAPEAKE ENERGY	13 760	6.1	4.9	4.8	3.8	2.9	2.7	neg	7.0	7.6
Медианное значение		6.4	4.9	4.8	3.6	3.1	2.7	14.9	10.4	10.3
Газпром	119 802	4.6	3.7	3.8	1.7	1.5	1.4	4.9	4.7	4.7
НОВАТЭК	22 010	18.5	9.9	7.3	8.0	4.7	3.6	26.9	13.3	9.6
Премия (дисконт) Газпрома		-28%	-24%	-22%	-52%	-52%	-49%	-67%	-55%	-54%
Премия (дисконт) НОВАТЭКа		189%	102%	51%	123%	52%	33%	81%	28%	-7%

Источники: Bloomberg, Аналитического департамента Банка Москвы

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

Что касается НОВАТЭКа, то компания, напротив, торгуется со значительной премией к мировым аналогам. Судя по всему, инвесторы весьма оптимистично оценивают будущие темпы роста компании, и по мультипликаторам НОВАТЭК смотрится дорого.

Финансовые модели компаний

Модель DCF Газпрома

Прогноз денежного потока

в млн. \$	2007	2008	2009	2010 П	2011 П	2012 П	2013 П	2014 П
Выручка	94 837	132 085	94 154	107 668	114 996	124 129	136 583	144 924
Темп роста (%)		39%	-29%	14%	7%	8%	10%	6%
ЕБИТДА	34 951	62 486	35 368	43 737	42 166	41 062	35 608	36 496
Рентабельность (%)	37%	47%	38%	41%	37%	33%	26%	25%
ЕБИТ	27 767	54 646	28 405	35 100	32 511	30 396	24 125	24 242
Рентабельность (%)	29%	41%	30%	33%	28%	24%	18%	17%
-Налоги на прибыль	8 971	10 463	5 844	6 674	6 220	5 826	4 598	4 622
НОРАТ	18 796	44 183	22 561	28 426	26 291	24 570	19 528	19 620
+ Амортизация	7 185	7 840	6 963	8 637	9 655	10 666	11 482	12 253
- Капвложения	-22 763	-36 011	-31 259	-28 500	-30 165	-29 652	-29 941	-30 232
(Увеличение)/Уменьшение об. капитала	2 265	-11 149	-1 282	1 879	404	120	1 319	-586
Чистый денежный поток	5 483	4 863	-3 017	10 441	6 184	5 704	2 387	1 056

Основные предположения

WACC	11.3%
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	0.3%
Целевой уровень D/(E+D)	35.0%
Бэга	1.00
Бэга с учетом долга	1.43
Безрисковая ставка	6.0%
Стоимость капитала	13.3%
Стоимость долга	9.4%
Ставка налога на прибыль	20.0%
Стоимость долга после налогов	7.5%
WACC	11.3%

Специфический риск эмитента

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

Оценка DCF

Дисконтированный денежный поток	33 700
Конечная стоимость	259 949
Приведенная конечная стоимость	152 234
Стоимость денежных потоков	185 935
Текущий чистый долг (наличность)	43 229
Чистая стоимость компании	142 706
Стоимость инвестиций	26 276
Количество акций (млн.)	23 608
Цель на начало 2009 г., \$	7.16

Анализ чувствительности

	Ставка дисконтирования (WACC)						
	9.8%	10.3%	10.8%	11.3%	11.8%	12.3%	12.8%
5.5%	12.65	11.15	9.94	8.94	8.11	7.40	6.79
5.0%	11.35	10.12	9.11	8.25	7.53	6.91	6.37
4.5%	10.31	9.27	8.40	7.67	7.03	6.48	6.00
4.0%	9.44	8.56	7.80	7.16	6.60	6.10	5.67
3.5%	8.71	7.95	7.29	6.72	6.21	5.77	5.38
3.0%	8.09	7.42	6.84	6.33	5.88	5.47	5.12
2.5%	7.56	6.96	6.44	5.98	5.57	5.21	4.88

Конечный темп роста (%)

Расчет бэга

Средний оборот, \$ '000	Бэга
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

Отчетность и прогнозы Газпрома

Отчет о прибылях и убытках

	2007	2008	2009	2010 П	2011 П	2012 П	2013 П	2014 П
Выручка	94 837	132 085	94 154	107 668	114 996	124 129	136 583	144 924
Операционные расходы	59 886	69 599	58 786	63 932	72 830	83 067	100 975	108 429
Амортизация	7 185	7 840	6 963	8 637	9 655	10 666	11 482	12 253
Операционная прибыль	27 767	54 646	28 405	35 100	32 511	30 396	24 125	24 242
ЕБИТДА	34 951	62 486	35 368	43 737	42 166	41 062	35 608	36 496
Чистые процентные расходы	62	526	1 180	1 729	1 410	1 267	1 137	1 133
Прочие расходы (доходы)	- 8 465	12 646	- 3 607	-	-	-	-	-
Прибыль до налогов	36 170	41 474	30 832	33 370	31 101	29 129	22 989	23 110
Налоги на прибыль	8 971	10 463	5 844	6 674	6 220	5 826	4 598	4 622
Доля миноритариев	1 446	1 144	447	484	451	423	333	335
Чистая прибыль	25 753	29 868	24 541	26 212	24 430	22 881	18 057	18 152

Баланс

	2007	2008	2009	2010 П	2011 П	2012 П	2013 П	2014 П
Денежные средства и эквиваленты	16 011	12 501	9 982	16 240	16 885	17 396	16 358	15 608
Дебиторская задолженность	28 414	23 006	27 870	32 259	34 454	37 190	40 922	43 421
Запасы	9 998	9 426	9 480	11 350	12 123	13 086	14 398	15 278
Прочие оборотные активы	9 392	8 574	8 485	9 333	10 266	11 293	12 422	13 664
Основные средства	142 200	136 844	161 813	180 252	199 254	216 757	233 720	250 187
Прочие внеоборотные активы	70 710	53 640	58 893	59 482	60 076	60 677	61 284	61 897
Итого активы	276 725	243 992	276 523	308 915	333 058	356 400	379 104	400 055
Кредиторская задолженность	22 775	17 840	16 601	24 738	28 110	31 929	38 292	41 084
Краткосрочный долг	21 410	15 000	14 047	13 183	11 724	10 349	10 235	10 235
Прочие краткосрочные обязательства	-	-	3 971	4 412	4 784	5 148	5 487	5 846
Долгосрочный долг	39 982	31 423	39 163	38 299	36 840	35 465	34 442	34 442
Прочие долгосрочные обязательства	16 846	12 505	16 062	17 847	19 355	20 826	22 196	23 649
Капитал и резервы	175 713	167 224	186 679	210 437	232 245	252 683	268 453	284 799
Итого пассивы	276 725	243 992	276 523	308 915	333 058	356 400	379 104	400 055

Отчет о движении денежных средств

	2007	2008	2009	2010 П	2011 П	2012 П	2013 П	2014 П
Операционная прибыль	27 767	54 646	28 405	35 100	32 511	30 396	24 125	24 242
Налоги на прибыль	8 971	10 463	5 844	6 674	6 220	5 826	4 598	4 622
Амортизация	7 185	7 840	6 963	8 637	9 655	10 666	11 482	12 253
Изменение оборотного капитала	- 2 557	- 11 149	- 1 282	1 879	404	120	1 319	- 586
Денежные потоки от операций	23 424	40 875	28 242	38 941	36 349	35 356	32 328	31 288
Капиталовложения	- 22 763	- 31 801	- 25 044	- 28 500	- 30 165	- 29 652	- 29 941	- 30 232
Прочие доходы (инвестиции)	- 12 340	- 4 364	- 6 216	-	-	-	-	-
Денежные потоки от инвестиций	- 34 919	- 36 011	- 31 259	- 28 500	- 30 165	- 29 652	- 29 941	- 30 232
Свободные денежные потоки	- 11 496	4 863	- 3 017	10 441	6 184	5 704	2 387	1 056
Изменение долга	14 596	474	586	- 1 729	- 2 918	- 2 750	- 1 137	-
Дивиденды	2 713	2 734	527	2 454	2 621	2 443	2 288	1 806
Чистые денежные потоки	387	2 603	- 2 958	6 258	645	511	- 1 038	- 750

Модель DCF НОВАТЭК

Прогноз денежного потока

в млн. \$	2006	2007	2008	2009 П	2010 П	2011 П	2012 П	2013 П	2014 П
Выручка	1 794	2 443	3 178	2 831	3 866	4 928	6 107	7 593	9 348
Темп роста (%)	20%	36%	30%	-11%	37%	27%	24%	24%	23%
ЕБИТДА	841	1 137	1 471	1 231	1 784	2 384	3 017	3 304	4 228
Рентабельность (%)	47%	47%	46%	43%	46%	48%	49%	44%	45%
ЕБИТ	706	993	1 291	1 055	1 517	2 083	2 678	2 925	3 808
Рентабельность (%)	39%	41%	41%	37%	39%	42%	44%	39%	41%
-Налоги на прибыль	188	264	240	213	302	415	534	584	761
НОРАТ	517	729	1 051	842	1 215	1 668	2 144	2 341	3 047
+ Амортизация	135	144	180	176	267	301	339	378	420
- Капвложения	-164	-745	-1 279	-510	-979	-1 086	-1 168	-1 244	-1 310
(Увеличение)/Уменьшение об. капитал а	63	-49	35	38	-87	-41	-69	-33	-90
Чистый денежный поток	552	78	-12	546	416	842	1 246	1 443	2 067

Основные предположения

WACC	12.8%
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%
Бэ та	1.25
Бэ та с учетом долга	1.36
Безрисковая ставка	6.0%
Стоимость капитала	13.3%
Стоимость долга	10.1%
Ставка налога на прибыль	20.0%
Стоимость долга после налогов	8.1%
WACC	12.8%

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%

Оценка DCF

Дисконтированный денежный поток	6 112
Конечная стоимость	36 425
Приведенная конечная стоимость	19 957
Стоимость денежных потоков	26 068
Стоимость инвестиций	157
Текущий чистый долг (наличность)	754
Чистая стоимость компании	25 471
Количество акций (млн.)	3 032
Цель на начало 2010 г., \$	8.40

Анализ чувствительности

	Ставка дисконтирования (WACC)						
	11.3%	11.8%	12.3%	12.8%	13.3%	13.8%	14.3%
5.5%	12.75	11.63	10.69	9.87	9.16	8.54	7.99
5.0%	11.84	10.87	10.04	9.32	8.68	8.12	7.62
4.5%	11.06	10.21	9.48	8.83	8.26	7.75	7.30
4.0%	10.39	9.64	8.98	8.40	7.88	7.42	7.00
3.5%	9.81	9.14	8.54	8.02	7.54	7.12	6.73
3.0%	9.30	8.69	8.15	7.67	7.24	6.84	6.49
2.5%	8.84	8.29	7.80	7.36	6.96	6.60	6.26

Конечный темп роста (%)

Расчет бэ та

Средний оборот, \$ '000	Бэ та
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

Отчетность и прогнозы НОВАТЭК

Отчет о прибылях и убытках

	2007	2008	2009	2010 П	2011 П	2012 П	2013 П	2014 П
Выручка	2 443	3 178	2 831	3 866	4 928	6 107	7 593	9 348
Операционные расходы	1 307	1 706	1 600	2 083	2 545	3 090	4 289	5 120
Амортизация	144	180	176	267	301	339	378	420
Операционная прибыль	993	1 291	1 055	1 517	2 083	2 678	2 925	3 808
ЕБИТДА	1 137	1 471	1 231	1 784	2 384	3 017	3 304	4 228
Чистые процентные расходы	- 4	- 7	9	9	9	7	5	2
Прочие расходы (доходы)	- 0	141	23	-	-	-	-	-
Прибыль до налогов	998	1 158	1 023	1 508	2 074	2 671	2 921	3 806
Налоги на прибыль	264	240	213	302	415	534	584	761
Доля миноритариев	-	1.0	- 10.1	- 14.9	- 20.5	- 26.4	- 28.8	- 37.6
Чистая прибыль	734	921	820	1 221	1 679	2 163	2 365	3 083

Баланс

	2007	2008	2009	2010 П	2011 П	2012 П	2013 П	2014 П
Денежные средства и эквиваленты	162	374	348	133	240	446	640	1 100
Дебиторская задолженность	271	282	281	382	470	598	739	906
Запасы	73	73	59	93	111	137	175	212
Прочие оборотные активы	188	136	217	219	221	223	225	228
Основные средства	3 367	3 700	5 339	6 021	6 774	7 568	8 396	9 247
Прочие внеоборотные активы	174	166	159	161	162	164	166	167
Итого активы	4 235	4 731	6 403	7 009	7 979	9 136	10 341	11 860
Кредиторская задолженность	173	220	243	291	356	440	587	701
Краткосрочный долг	267	216	457	457	457	457	457	457
Прочие краткосрочные обязательства	52	47	81	177	171	163	153	142
Долгосрочный долг	2	679	790	585	521	456	389	323
Прочие долгосрочные обязательства	409	300	421	926	892	850	801	742
Капитал и резервы	3 332	3 289	3 780	4 573	5 581	6 771	7 954	9 495
Итого пассивы	4 235	4 731	6 403	7 009	7 979	9 136	10 341	11 860

Отчет о движении денежных средств

	2007	2008	2009	2010 П	2011 П	2012 П	2013 П	2014 П
Операционная прибыль	993	1 291	1 055	1 517	2 083	2 678	2 925	3 808
Налоги на прибыль	264	240	213	302	415	534	584	761
Амортизация	144	180	176	267	301	339	378	420
Изменение оборотного капитала	- 36	22	129	- 87	- 41	- 69	- 33	- 90
Денежные потоки от операций	837	1 253	1 147	1 395	1 928	2 414	2 687	3 377
Капиталовложения	- 745	- 1 279	- 510	- 979	- 1 086	- 1 168	- 1 244	- 1 310
Прочие доходы (инвестиции)	- 67	- 18	- 623	-	-	-	-	-
Денежные потоки от инвестиций	- 812	- 1 297	- 1 134	- 979	- 1 086	- 1 168	- 1 244	- 1 310
Свободные денежные потоки	25	- 44	14	416	842	1 246	1 443	2 067
Изменение долга	84	540	213	- 205	- 63	- 66	- 67	- 66
Дивиденды	229	308	240	427	672	973	1 183	1 541
Чистые денежные потоки	- 120	189	- 14	- 216	107	206	193	460

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

Rubinov_IV@mmbank.ru**Металлургия, Химия**

Волов Юрий, CFA

Volov_YM@mmbank.ru

Кучеров Андрей

Kucherov_AA@mmbank.ru**Банки, денежный рынок**

Федоров Егор

Fedorov_EY@mmbank.ru**Потребсектор, телекоммуникации**

Горячих Кирилл

Goryachih_KA@mmbank.ru**Машиностроение/Транспорт**

Лямин Михаил

Lyamin_MY@mmbank.ru**Управление долговых рынков**

Игнатьев Леонид

Ignatiev_LA@mmbank.ru

Горбунова Екатерина

Gorbunova_EB@mmbank.ru

Турмышев Дмитрий

Turmyshev_DS@mmbank.ru

Сарсон Анастасия

Sarson_AY@mmbank.ru

Настоящий документ предоставлен исключительно в порядке информации и не является предложением о проведении операций на рынке ценных бумаг, и в частности предложением об их покупке или продаже. Настоящий документ содержит информацию, полученную из источников, которые Банк Москвы рассматривает в качестве достоверных. Однако Банк Москвы, его руководство и сотрудники не могут гарантировать абсолютную 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.