

## Норильский никель

### Так ли уж плох 2009-й?

- В отличие от большинства других компаний металлургической отрасли финансовые показатели Норникеля в 2009 г. будут более чем достойными – цены на никель сейчас всего на 10 % ниже уровня годичной давности. Кроме того, благодаря ослаблению рубля, отмене экспортных пошлин на никель и медь и антикризисным усилиям менеджмента по снижению издержек компания впервые за несколько лет сократит свои затраты на тонну произведенной продукции.
- Ралли на рынке никеля и меди заставляет нас пересмотреть свои прогнозы цен на эти металлы на среднесрочную перспективу. Мы ожидаем дальнейшего роста цен на эти металлы с восстановлением мировой экономики и повышаем прогнозную стоимость никеля в 2014 г. с \$ 17 000 до \$ 21 000 за тонну, а долгосрочную оценку стоимости меди – с \$ 5 000 до \$ 7 000 за тонну.
- Несмотря на то что краткосрочные перспективы Норильского никеля представляются нам наиболее благоприятными в российской металлургической отрасли, долгосрочные прогнозы по компании вызывают большие сомнения: мы ожидаем, что в ближайшие годы издержки компании в России продолжат быстрый рост на фоне укрепления рубля, ухудшения условий добычи и качества руды, а значимых проектов для развития или даже потенциальных объектов для приобретения компания не имеет.
- В результате в перспективе нескольких лет из безусловного лидера отрасли по объемам производства и компании с уникально низкими издержками Норильский никель рискует превратиться в компанию с рентабельностью, близкой к среднеотраслевой.
- На наш взгляд, Норильскому никелю будет достаточно тяжело найти стратегического покупателя на свой ключевой энергетический актив – ОГК-3, и эта компания в течение ближайших нескольких лет останется в собственности ГКМ. Другие энергоактивы (миноритарные пакеты в нескольких электроэнергетических компаниях), напротив, будут реализованы, вероятно, в ближайшее время, что может принести компании до \$ 0.5 млрд. Поступления от продажи энергоактивов в совокупности с хорошими финансовыми показателями года и более чем умеренной долговой нагрузкой Норникеля позволяют акционерам компании рассчитывать на неплохие дивиденды уже в ближайшее время.
- Отмечая хорошие краткосрочные, но ухудшающиеся долгосрочные перспективы компании, мы увеличили свою оценку целевой стоимости 1 акции ГКМ с \$ 95.6 до \$ 112.4, что соответствует рекомендации «держать».

### Акции

#### Металлургия

Волов Юрий

[Volov\\_YM@mmbank.ru](mailto:Volov_YM@mmbank.ru)

Кучеров Андрей

[Kuchеров\\_AA@mmbank.ru](mailto:Kuchеров_AA@mmbank.ru)

#### Основные данные

Код РТС	<b>ГМКН</b>
Цена акции \$	103
Капитализация млн. \$	19 632
EV млн. \$	22 633
Целевая цена \$	<b>112</b>
Потенциал %	9%
Рекомендация	<b>Держать</b>

#### Динамика акций



#### Финансы и прогнозы

в млн. \$	2008	2009П	2010П
Выручка	13 980	9 096	11 335
ЕВITDA	5 796	3 295	4 074
Прибыль	- 449	1 521	2 022
EV/ЕВITDA	3.9	6.9	5.6
EV/S	1.6	2.5	2.0
P/E	отр.	12.9	9.7
Рентабельность			
По ЕВITDA	41.5%	36.2%	35.9%
Чистая	-3.2%	16.7%	17.8%

#### Акционеры

	Доля%
Интеррос	25.0%
ОК РУСАЛ	25.0%
ГМК и ее дочерние предприятия	8.4%
Прочие	41.6%

## Так ли уж плох 2009-й год?

Текущий год обещает стать худшим за последние много лет для большинства компаний, оперирующих в сырьевых отраслях. Цены как на сталь, так и на цветные металлы по сравнению с уровнями годичной давности подверглись кратному снижению, поставив многие металлургические компании по всему миру на грань рентабельности или даже за нее.

На таком безрадостном фоне позиции Норильского никеля – лидера \$ 25-миллиардной никелевой отрасли – смотрятся весьма неплохо. Впервые за долгое время Норильский никель, и так обладающий наиболее низкими издержками в отрасли, получает возможность существенно сократить размер своих затрат, по крайней мере в долларовом выражении. Более того, благодаря действию двух факторов – ослаблению рубля и усилиям нового менеджмента компании по сокращению затрат – снижение издержек Норильского никеля по итогам года вполне может быть сопоставимо со снижением цен на никель (средняя цена 2008 г. составила \$ 21 253 за тонну, текущая цена – на 23 % ниже), в результате чего рентабельность компании по-прежнему останется на достаточно высоком уровне.

### Ослабление рубля

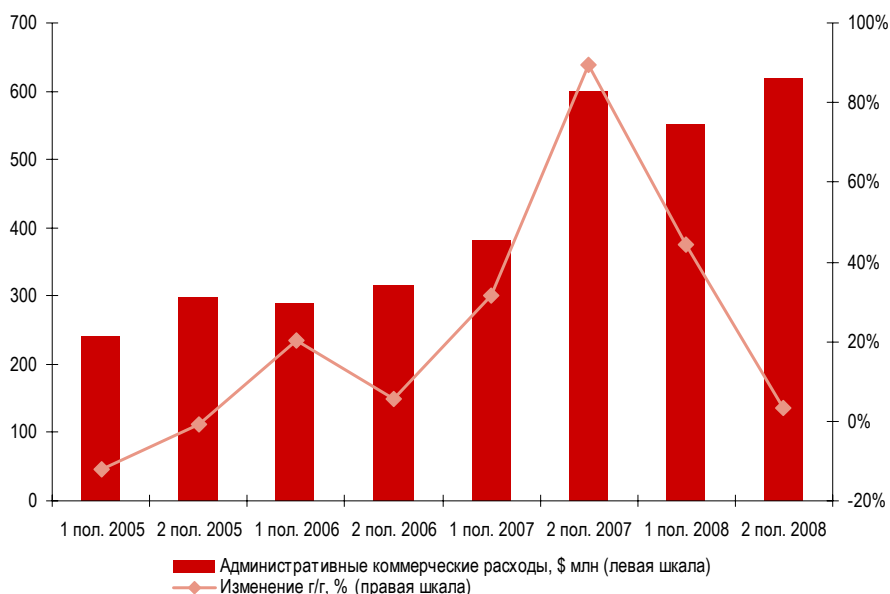
Ослабление рубля по сравнению с уровнем 2008 г. должно стать одной из основных движущих сил сокращения издержек компании в текущем году. Продукция Норильского никеля продается в привязке к биржевым долларovým ценам, при том что практически все затраты российских предприятий компании номинированы в рублях, что делает ГКМ явным бенефициаром ослабления курса российской валюты. Стоит отметить, что ослаблению по сравнению с прошлогодним уровнем подверглись и валюты других стран, где находятся производственные подразделения Норильского никеля – в частности ЮАР и Австралии.

### Сокращение издержек

Другим важным фактором, который будет способствовать сокращению издержек Норильского никеля в 2009 г., станет отмена экспортных пошлин на никель и медь, ранее составлявших 5 % и 10 % соответственно. В 2008 г. Норильский никель заплатил экспортных пошлин на сумму \$ 427 млн, а их отмена в 2009 г. позволит компании сэкономить \$ 250-300 млн.

Еще одним важным компонентом сокращения расходов Норильского никеля, по-видимому, будет снижение административных и коммерческих расходов, за которое активно взялся менеджмент компании. Одним из ключевых элементов сокращений здесь, вероятно, станет резкое снижение расходов на масштабные спортивные проекты компании.

### Административные и коммерческие расходы ГКМ

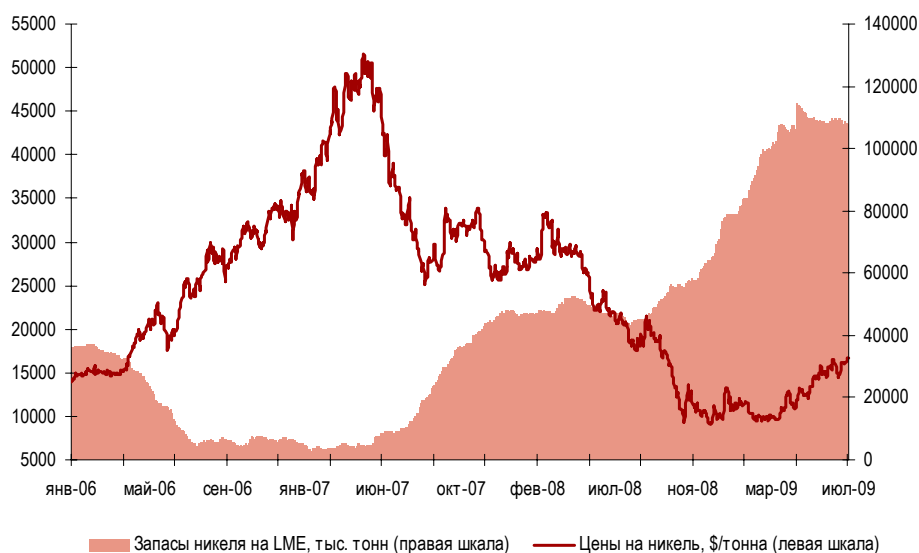


Источники: отчетность компании, оценки Аналитического департамента Банка Москвы

### Цены на никель

Несмотря на то что в настоящий момент стоимость никеля почти в 4 раза меньше исторического максимума 2007 г., текущие цены на никель сложно назвать низкими – стоимость металла находится на максимальных за последние 10 месяцев значениях и всего вполне сопоставима с докризисным уровнем годичной давности.

## Динамика цен и запасов никеля на LME



Источник: Bloomberg

Отметим, впрочем, что запасы никеля на LME хоть и прекратили резкий рост, по-прежнему находятся на исторически очень высоких уровнях, что серьезно ограничивает потенциал роста стоимости металла в ближайшие годы (в 2006-2007 гг. именно истощение запасов практически до нулевых значений и было основной движущей силой ралли на рынке никеля). Тем не менее, мы ожидаем, что ситуация на этом рынке с восстановлением мировой экономической активности будет понемногу улучшаться, однако резкого роста цен на металл ввиду больших накопленных запасов и наличия замороженных мощностей по всему миру ждать не стоит.

## Динамика и прогноз цен на никель

\$/тонна	2007	2008	2009о	2010п	2011п	2012п	2013п	2014п
Старый прогноз	36 071	21 253	12 500	14 000	15 000	16 000	16 500	17 000
Новый прогноз	36 071	21 253	13 650	17 000	18 000	19 000	20 000	21 000
Консенсус Bloomberg			12 356	15 470	15 000	16 000	15 377	

Источник: Bloomberg, оценки Банка Москвы

Мы также по-прежнему смотрим с оптимизмом на рынки других важных для Норильского никеля металлов – меди, платины и палладия, прогнозируя рост котировок всех трех металлов в среднесрочной перспективе.

## Динамика и прогноз цен на медь, платину и палладий

	2007	2008	2009о	2010п	2011п	2012п	2013п	2014п
Медь БМ, \$/т	7 019	7 287	4 550	5 700	6 000	6 500	7 000	7 000
консенсус Bloomberg			4 301	4 800	4 800	6 393	6 283	
Платина БМ, \$/унция	1 306	1 576	1 150	1 300	1 350	1 400	1 500	1 600
консенсус Bloomberg			1 129	1 231	1 242	1 262	1 337	
Палладий БМ, \$/унция	356	371	230	275	300	350	375	400
консенсус Bloomberg			226	275	330	400	475	

Источники: Bloomberg, оценки Банка Москвы

## Долгосрочные перспективы

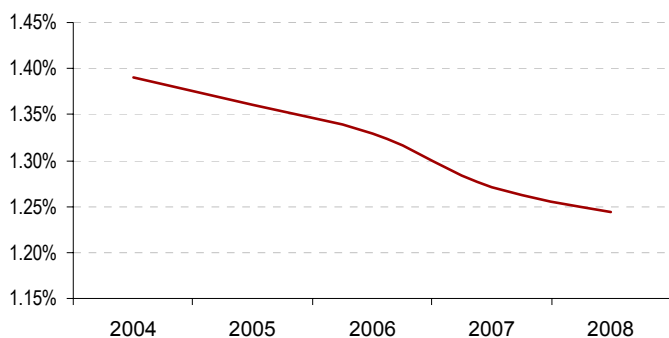
Впрочем, удачный 2009 год и рост цен на цветные металлы в последующие периоды вовсе не означает, что финансовые показатели Норильского никеля продолжают улучшаться и далее. Компания все еще сталкивается с целым рядом проблем, наиболее серьезными из которых являются ухудшение качества руды (и, соответственно, рост себестоимости и снижение производства) на российских активах компании, по-прежнему высокая производственная инфляция в РФ, перспективы возвращения экспортных пошлин на никель и медь, недостаток крупных привлекательных проектов по расширению мощностей, значительные сложности в поиске потенциального покупателя на крупнейший энергетический актив компании – ОГК-3.

## Качество руды и уровень добычи

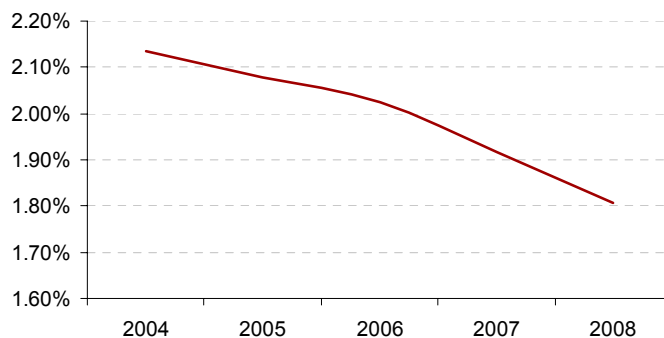
Ухудшение качества руды на разрабатываемых с 1939 г. месторождениях Заполярного

филиала Норникеля не является секретом уже давно, однако чем дальше, тем большую остроту принимает эта проблема. За последние четыре года среднее содержание никеля в добываемой на российских предприятиях компании руде сократилось на 10 %, а содержание меди – на 15 %. При этом в последние годы ухудшение качества руды начало напрямую сказываться на производственных показателях компании.

**Среднее содержание никеля в добываемой руде на российских предприятиях ГМК**



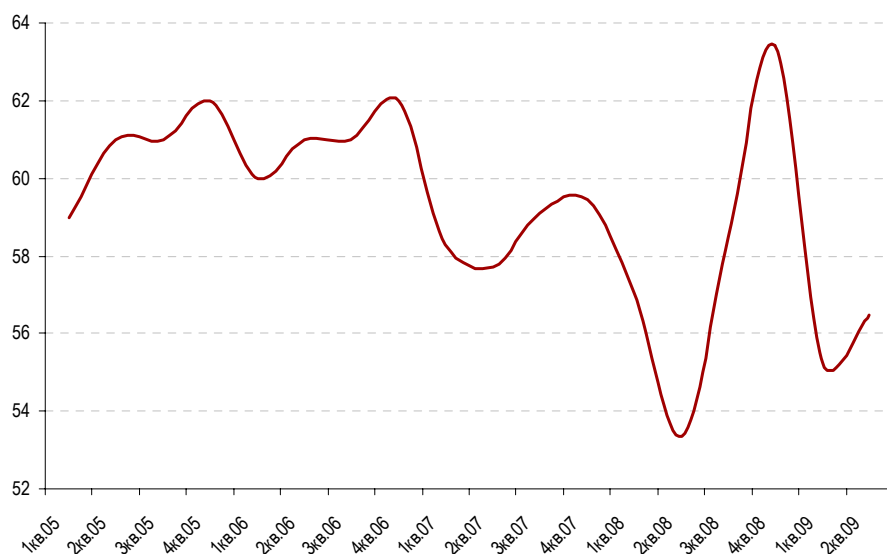
**Среднее содержание меди в добываемой руде на российских предприятиях ГМК**



Источники: данные компании, оценки Аналитического департамента Банка Москвы

Для сохранения производства в РФ на прежних уровнях компания реализует целый ряд дорогостоящих инвестиционных проектов (освоение глубоких залежей рудника «Скалистый» в Заполярном филиале, строительство рудника «Северный Глубокий» на Кольском полуострове, модернизация других рудников), однако есть опасения, что и этих усилий может оказаться недостаточно, чтобы избежать естественного снижения выпуска.

**Производство никеля на российских предприятиях ГМК, тыс. т**



Источник: данные компании

При этом отметим, что ухудшение качества руд означает не только снижение объемов добычи, но и увеличение себестоимости произведенных металлов, дополнительное давление на которую оказывают также по-прежнему остающаяся на высоком уровне инфляция в РФ и намечившееся с ростом цен на товарных рынках укрепление рубля.

#### Пошлины на никель и медь

Несмотря на то что в 2009 г. Норильскому никелю не придется платить экспортных пошлин на два своих ключевых металла – никель и медь, благодаря чему компания за год сможет сэкономить до \$ 300 млн, сохранение этих пошлин на нулевом уровне в последующие периоды, судя по всему, – дело далеко не решенное. По информации СМИ, в проекте федерального бюджета на 2010 год, подготовленном Министерством финансов, содержатся предпосылки для возврата экспортных пошлин на никель (до 2009 г. они составляли 5 %), благодаря чему бюджет может получить около 4 млрд руб. (\$ 130 млн), в основном за счет Норникеля. В своей финансовой модели компании мы закладываем возвращение 5%-ной экспортной пошлины на никель с 2010 г. при по-прежнему нулевой пошлине на экспорт меди.

## Проекты компании

Крупнейший потенциальный инвестиционный проект Норникеля – проект создания медно-молибдено-железнодорожного производства в Забайкальском крае («Читинский проект»), возможные капиталовложения в который ранее оценивались в \$ 4-7 млрд, вряд ли осуществим в условиях резкого снижения спроса и цен на металлы. Несмотря на то что компания уже вложила в геологоразведочные и проектно-исследовательские работы в регионе более \$ 100 млн, полностью зеленый свет проекту в ближайшее время вряд ли будет дан.

В этой связи ключевыми проектами компании являются проекты по модернизации и замещению выбывающих мощностей в РФ (освоение глубоких залежей рудника «Скалистый» Заполярного филиала, строительство рудника «Северный Глубокий» Кольской ГМК, модернизация других рудников), а также проекты в ЮАР (увеличение мощности СП с African Rainbow Minerals с 5.5 до 20.5 тыс. т никеля ежегодно) и Ботсване. Несмотря на достаточно высокие капитальные вложения в эти и другие проекты, их масштаб и перечень, к сожалению, не позволяет говорить о Норникеле как о динамично растущей компании, а значит, для расширения масштабов бизнеса Норильскому никелю, несмотря на достаточно неудачный опыт последних лет, вновь придется полагаться на M&A или искать привлекательные проекты в зарубежных странах, конкурируя в этом с крупнейшими мировыми горно-металлургическими компаниями.

## Энергоактивы

Судьба энергоактивов Норникеля последние два года является предметом активного обсуждения. Несмотря на то что против вывода данных активов из периметра компании (посредством выделения или продажи), похоже, уже не возражает никто из ключевых акционеров ГМК, пока энергоактивы находятся на балансе Норникеля. Как мы уже отмечали в нашем предыдущем обзоре по Норильскому никелю («Норильский никель: Худеет на глазах» от 02.09.2008 г.), идея о создании на базе энергоактивов ГМК новой независимой энергетической компании в нынешних условиях вряд ли еще имеет свою актуальность, выделять исключительно холдинговую компанию ОГК-3 также вряд ли целесообразно, распределение принадлежащих ГМК акций ОГК-3 среди акционеров Норникеля может привести к нарушению хрупкого равновесия и возникновению никому не нужной борьбы за компанию, а найти стратегического покупателя на имеющую значительную наличность, но и не менее значительную инвестпрограмму ОГК-3 – тоже крайне сложная и едва ли выполнимая задача.

Нам кажется все более вероятным, что ОГК-3 на продолжительное время останется в собственности Норникеля, который и будет своеобразным гарантом выполнения инвестпрограммы компании перед государством. В то же время, другие энергоактивы ГМК (по состоянию на конец 2008 г. компания обладала миноритарными пакетами в РусГидро, ФСК, МРСК Холдинге, ИнтерРАО, МРСК Сибири, МРСК Северо-Запада и ТГК-5 на общую сумму \$ 250 млн, которые с тех пор могли подняться в цене до \$ 459 млн) становятся, по сути, ненужными и, по всей вероятности, будут проданы. В мае 2008 г. компания уже фактически приступила к реализации части энергоактивов, продав принадлежащий ей блок-пакет акций ТГК-14 и миноритарный пакет бумаг ТГК-1.

Учитывая вышесказанное, мы включили показатели ОГК-3 в прогноз финансовых показателей Норникеля, исключив энергокомпанию из числа портфельных активов ГМК.

**Выводы и рекомендации**

Низкие издержки, ослабление рубля и рост цен на никель с начала года на 47 % позволят Норильскому никелю в 2009 г. неплохо заработать. При этом, учитывая низкую долговую нагрузку компании и возможность продажи непрофильных энергоактивов, ГМК имеет все возможности щедро поделиться полученными средствами со своими акционерами через дивидендные выплаты (при выплатах в 50 % от чистой прибыли по МСФО дивидендная доходность по бумагам ГМК, по нашим прогнозам, составит около 4 % в 2009 г. и около 5-7 % в 2010 г.) или продолжение покупок своих бумаг на открытом рынке.

**Целевая стоимость 1 акции Норильского никеля  
при разных ценах на базовые металлы, \$**

		<b>Никель, \$/тонна</b>				
		<b>Базовый вариант 2010:</b>				
		<b>-3000</b>	<b>-1500</b>	<b>\$ 17000</b>	<b>+1500</b>	<b>+3000</b>
<b>Медь, \$/тонна</b>	<b>-1000</b>	61	79	96	114	132
	<b>-500</b>	69	87	104	122	140
	<b>Базовый вариант 2010: \$ 5700</b>	<b>77</b>	<b>95</b>	<b>112</b>	<b>130</b>	<b>148</b>
	<b>+500</b>	85	103	120	138	156
	<b>+1000</b>	93	111	128	146	164

Источники: Оценки Аналитического Департамента Банка Москвы

Даже в базовом варианте, не говоря уже о сценариях более быстрого по сравнению с нашими ожиданиями роста цен на цветные металлы, компания снова станет настоящей «денежной коровой» для своих акционеров. Вместе с тем, долгосрочные перспективы компании представляются нам менее радужными, главным образом из-за продолжающегося ухудшения ее сырьевой базы и отсутствия крупных перспективных проектов.

В итоге мы считаем бумаги ГМК при текущих ценах на никель и медь адекватно оцененными рынком и сохраняем по ним рекомендацию «держат» с целевой стоимостью в \$ 112.4 за акцию.

## Модель DCF

## Прогноз денежного потока

в млн. \$	2007	2008	2009 П	2010 П	2011 П	2012 П	2013 П	2014 П
<b>Выручка</b>	<b>17 119</b>	<b>13 980</b>	<b>9 096</b>	<b>11 335</b>	<b>12 366</b>	<b>13 979</b>	<b>15 885</b>	<b>17 244</b>
Темп роста (%)		-18%	-35%	25%	9%	13%	14%	9%
<b>ЕБИТДА</b>	<b>8 368</b>	<b>5 796</b>	<b>3 295</b>	<b>4 074</b>	<b>3 852</b>	<b>3 965</b>	<b>4 126</b>	<b>4 391</b>
Рентабельность (%)	49%	41%	36%	36%	31%	28%	26%	25%
<b>ЕБИТ</b>	<b>7 431</b>	<b>4 485</b>	<b>1 980</b>	<b>2 738</b>	<b>2 493</b>	<b>2 591</b>	<b>2 759</b>	<b>3 028</b>
Рентабельность (%)	43%	32%	22%	24%	20%	19%	17%	18%
-Налоги на прибыль	2 459	282	383	509	461	482	517	571
<b>НОРАТ</b>	<b>4 972</b>	<b>4 203</b>	<b>1 597</b>	<b>2 229</b>	<b>2 032</b>	<b>2 109</b>	<b>2 242</b>	<b>2 456</b>
+ Амортизация	937	1 311	1 315	1 336	1 359	1 375	1 367	1 363
- Капвложения	-10 336	-3 262	-1 388	-1 736	-1 790	-1 681	-1 225	-1 284
(Увеличение)/Уменьшение об. капитала	76	370	-466	233	-321	-406	-474	-307
<b>Чистый денежный поток</b>	<b>-4 351</b>	<b>2 622</b>	<b>1 058</b>	<b>2 062</b>	<b>1 280</b>	<b>1 397</b>	<b>1 910</b>	<b>2 229</b>

## Основные предположения

WACC	13.1%
Конечный темп роста	3.0%
Ставка налогообложения	20%

## Расчет WACC

<b>Безрисковая ставка:</b>	<b>7.4%</b>
Средняя доходность UST10 за 5 лет	4.4%
Спрэд Россия 30 за 12 мес. , б.п.	300
<b>Риск рынка акций</b>	<b>4.9%</b>
Специфический риск эмитента	0.8%
Целевой уровень D/(E+D)	20.0%
Бэта	1.00
Бэта с учетом долга	1.20
Безрисковая ставка	7.4%
<b>Стоимость капитала</b>	<b>14.1%</b>
Стоимость долга	11.0%
Ставка налога на прибыль	20.0%
<b>Стоимость долга после налогов</b>	<b>8.8%</b>
<b>WACC</b>	<b>13.1%</b>

## Оценка DCF

Дисконтированный денежный поток	9 844
Конечная стоимость	22 781
Приведенная конечная стоимость	12 323
Стоимость денежных потоков	22 167
Текущий чистый долг (наличность)	3 001
Стоимость энергоактивов	459
Чистая стоимость компании	19 625
Количество акций (млн.)	174.6
<b>Цель на конец 2009 г., \$</b>	<b>112.4</b>

## Анализ чувствительности

		Ставка дисконтирования (WACC)						
		11.6%	12.1%	12.6%	13.1%	13.6%	14.1%	14.6%
Конечный темп роста (%)	4.5%	152	142	134	126	119	113	108
	4.0%	145	136	128	121	115	109	104
	3.5%	138	130	123	116	111	106	101
	<b>3.0%</b>	132	125	118	<b>112</b>	107	102	98
	2.5%	127	120	114	109	104	99	95
	2.0%	122	116	110	105	101	97	93
	1.5%	118	112	107	102	98	94	91

## Специфический риск эмитента

	0.8%
Отношения с государством	0.5%
Корпоративное управление	0.0%
Конфликт акционеров	0.3%
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

## Отчетность Норильского никеля по МСФО и прогнозы

## Отчет о прибылях и убытках

в млн. \$	2007	2008	2009 П	2010 П	2011 П	2012 П	2013 П	2014 П
<b>Выручка</b>	<b>17 119</b>	<b>13 980</b>	<b>9 096</b>	<b>11 335</b>	<b>12 366</b>	<b>13 979</b>	<b>15 885</b>	<b>17 244</b>
Операционные расходы	8 751	8 184	5 801	7 261	8 514	10 014	11 759	12 853
Амортизация	937	1 311	1 315	1 336	1 359	1 375	1 367	1 363
Операционная прибыль	7 431	4 485	1 980	2 738	2 493	2 591	2 759	3 028
<b>ЕБИТДА</b>	<b>8 368</b>	<b>5 796</b>	<b>3 295</b>	<b>4 074</b>	<b>3 852</b>	<b>3 965</b>	<b>4 126</b>	<b>4 391</b>
Чистые процентные расходы	307	30	65	193	187	181	176	171
Прочие расходы (доходы)	- 611	4 728	-	-	-	-	-	-
Прибыль до налогов	7 735	- 273	1 915	2 545	2 306	2 409	2 583	2 857
Налоги на прибыль	2 459	282	383	509	461	482	517	571
Доля миноритариев	51	- 106	11	15	13	14	15	16
<b>Чистая прибыль</b>	<b>5 276</b>	<b>- 449</b>	<b>1 521</b>	<b>2 022</b>	<b>1 832</b>	<b>1 914</b>	<b>2 052</b>	<b>2 269</b>

## Баланс

в млн. \$	2007	2008	2009 П	2010 П	2011 П	2012 П	2013 П	2014 П
Денежные средства и эквиваленты	4 008	1 995	2 608	3 466	3 643	3 901	4 610	5 533
Дебиторская задолженность	949	569	827	641	699	791	899	975
Запасы	2 108	1 959	1 934	2 040	2 392	2 814	3 304	3 612
Прочие оборотные активы	5 445	2 536	2 769	2 690	3 102	3 616	4 216	4 602
Основные средства	14 981	10 737	10 810	11 210	11 642	11 948	11 806	11 727
Прочие внеоборотные активы	8 205	3 027	3 048	3 160	3 282	3 368	3 328	3 306
<b>Итого активы</b>	<b>35 696</b>	<b>20 823</b>	<b>21 995</b>	<b>23 209</b>	<b>24 760</b>	<b>26 438</b>	<b>28 163</b>	<b>29 755</b>
Кредиторская задолженность	586	596	363	517	606	713	837	915
Краткосрочный долг	3 973	885	856	768	678	587	499	243
Прочие краткосрочные обязательства	1 875	645	754	834	1 077	1 340	1 589	1 771
Долгосрочный долг	4 103	5 609	5 573	5 468	5 371	5 280	5 192	5 278
Прочие долгосрочные обязательства	3 338	1 303	1 524	1 685	2 176	2 708	3 210	3 579
Капитал и резервы	21 821	11 785	12 926	13 937	14 853	15 809	16 835	17 970
<b>Итого пассивы</b>	<b>35 696</b>	<b>20 823</b>	<b>21 995</b>	<b>23 209</b>	<b>24 760</b>	<b>26 438</b>	<b>28 163</b>	<b>29 755</b>

## Отчет о движении денежных средств

в млн. \$	2007	2008	2009 П	2010 П	2011 П	2012 П	2013 П	2014 П
Операционная прибыль	7 431	4 485	1 980	2 738	2 493	2 591	2 759	3 028
Налоги на прибыль	2 459	282	383	509	461	482	517	571
Амортизация	937	1 311	1 315	1 336	1 359	1 375	1 367	1 363
Изменение оборотного капитала	76	370	- 466	233	- 321	- 406	- 474	- 307
<b>Денежные потоки от операций</b>	<b>5 985</b>	<b>5 884</b>	<b>2 446</b>	<b>3 798</b>	<b>3 069</b>	<b>3 078</b>	<b>3 136</b>	<b>3 513</b>
Капиталовложения	-10 336	- 3 262	- 1 388	- 1 736	- 1 790	- 1 681	- 1 225	- 1 284
Прочие доходы (инвестиции)	- 2 423	3 721	-	-	-	-	-	-
<b>Денежные потоки от инвестиций</b>	<b>-12 759</b>	<b>459</b>	<b>- 1 388</b>	<b>- 1 736</b>	<b>- 1 790</b>	<b>- 1 681</b>	<b>- 1 225</b>	<b>- 1 284</b>
<b>Свободные денежные потоки</b>	<b>- 6 774</b>	<b>6 343</b>	<b>1 058</b>	<b>2 062</b>	<b>1 280</b>	<b>1 397</b>	<b>1 910</b>	<b>2 229</b>
Изменение долга	7 286	- 1 582	- 65	- 193	- 187	- 181	- 176	- 171
Дивиденды	849	1 670	380	1 011	916	957	1 026	1 135
<b>Чистые денежные потоки</b>	<b>- 337</b>	<b>3 091</b>	<b>613</b>	<b>858</b>	<b>177</b>	<b>259</b>	<b>709</b>	<b>923</b>

**Аналитический департамент**

Тел: +7 495 624 00 80

Факс: +7 495 925 80 00 доб. 2822

[Bank\\_of\\_Moscow\\_Research@mmbank.ru](mailto:Bank_of_Moscow_Research@mmbank.ru)
**Директор департамента**

Тремасов Кирилл

[Tremasov\\_KV@mmbank.ru](mailto:Tremasov_KV@mmbank.ru)
**Управление рынка акций**
**Стратегия, Экономика**

Тремасов Кирилл

[Tremasov\\_KV@mmbank.ru](mailto:Tremasov_KV@mmbank.ru)

Волов Юрий

[Volov\\_YM@mmbank.ru](mailto:Volov_YM@mmbank.ru)
**ТЭК**

Лямин Михаил

[Lyamin\\_MY@mmbank.ru](mailto:Lyamin_MY@mmbank.ru)

Вахрамеев Сергей

[Vahrameev\\_SS@mmbank.ru](mailto:Vahrameev_SS@mmbank.ru)
**Металлургия, Химия**

Волов Юрий

[Volov\\_YM@mmbank.ru](mailto:Volov_YM@mmbank.ru)

Кучеров Андрей

[Kucherov\\_AA@mmbank.ru](mailto:Kucherov_AA@mmbank.ru)
**Потребсектор, телекоммуникации**

Мухамеджанова Сабина

[Muhamedzhanova\\_SR@mmbank.ru](mailto:Muhamedzhanova_SR@mmbank.ru)
**Машиностроение/Транспорт**

Лямин Михаил

[Lyamin\\_MY@mmbank.ru](mailto:Lyamin_MY@mmbank.ru)
**Банки**

Федоров Егор

[Fedorov\\_EY@mmbank.ru](mailto:Fedorov_EY@mmbank.ru)
**Управление долговых рынков**

Федоров Егор

[Fedorov\\_EY@mmbank.ru](mailto:Fedorov_EY@mmbank.ru)

Михарская Анастасия

[Mikharskaya\\_AV@mmbank.ru](mailto:Mikharskaya_AV@mmbank.ru)

Игнатьев Леонид

[Ignatiev\\_LA@mmbank.ru](mailto:Ignatiev_LA@mmbank.ru)

Горбунова Екатерина

[Gorbunova\\_EB@mmbank.ru](mailto: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.