

## КАМАЗ

### Хорошие итоги 2007 года

- В конце августа крупнейший российский производитель тяжелых грузовиков опубликовал финансовый отчет за 2007 год по МСФО, цифры которого превысили наши ожидания. По итогам прошлого года выручка Группы «КАМАЗ» выросла на 45.4 % и составила \$ 3.8 млрд. Валовая рентабельность КАМАЗа в 2007 г. повысилась до 22.2 % с 19.6 % годом ранее. Операционная рентабельность выросла с 8.5 % до 11.8 %.
- По нашему мнению, важным фактором роста выручки в прошлом году являлось повышение цен на продукцию, наблюдавшееся на внутреннем рынке, где в условиях дефицита производители могут влиять на цены. По нашим расчетам, по итогам прошлого года средняя стоимость отгружаемых грузовиков на внутренний рынок увеличилась на 38 %, в то время как рост средней цены поставляемых на внешний рынок автомобилей составил 8 %. Мы в своих моделях закладывали среднее изменение цены на уровне 20 % и 9 % соответственно.
- На основе новых данных компании за 2007 год мы пересмотрели наши ожидания по выручке КАМАЗа. В соответствии с нашими новыми прогнозами, продажи автомобилей в 2008-2009 гг. принесут компании \$ 3.4 млрд, а не \$ 2.8 млрд, как мы ожидали.
- Вместе с тем, изменения коснулись и операционных издержек. Рост цен на сталь в текущем году, занимающую около 50 % в себестоимости автомобиля, негативно скажется на эффективности работы предприятия. **В 2008-2009 гг. мы ожидаем снижения валовой рентабельности КАМАЗа до 17.4-18 %.** Впоследствии, с учетом наших прогнозов по ценам на металл, темпы роста издержек будут оказывать меньшее давление на производителя. Тем не менее, возрастающая конкуренция в сегменте тяжелых грузовиков снизит возможности по увеличению цены, что не позволит компании нарастить уровень рентабельности 2007 г.
- На фоне внесенных в прогнозы изменений мы провели переоценку стоимости акций КАМАЗа. В соответствии с нашими новыми оценками, **справедливая стоимость акций КАМАЗа составляет \$ 4.6. Рекомендация – «покупать».**
- Отметим, что наше отношение к оценке КАМАЗа может измениться в связи с раскрытием параметров сотрудничества компании с Daimler AG, который к концу года намерен купить 42 % акций российского производителя. Партнерство с крупнейшим европейским автопроизводителем скорее позитивно для российского предприятия, которое сможет получить доступ к современным технологиям, упростить и сократить программу капитальных расходов и НИОКР. Тем не менее, до официального объявления о продаже и параметров сотрудничества мы не учитываем данную новость в наших моделях.

## Акции

### Автомобилестроение

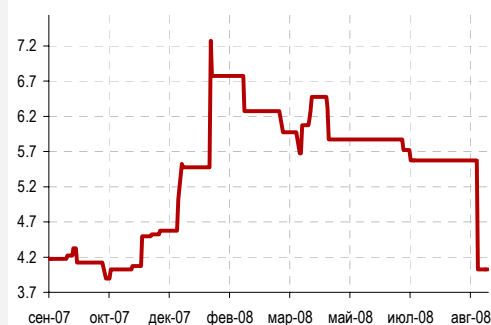
Лямин Михаил

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

#### Основные данные

Код РТС	КАМАЗ
Цена акции \$	4.0
Капитализация млн. \$	2 794
EV млн. \$	3 137
Целевая цена \$	4.6
Потенциал %	16%
Рекомендация	Покупать

#### Динамика акций



#### Финансы и прогнозы

в млн. \$	2007	2008П	2009П
Выручка	3 805	4 988	5 964
ЕБИТДА	519	457	599
Прибыль	291	208	296
EV/ЕБИТДА	6.05	6.87	5.24
EV/S	0.82	0.63	0.53
P/E	9.61	13.42	9.42
Рентабельность			
По ЕБИТДА	13.6%	9.2%	10.0%
Чистая	7.6%	4.2%	5.0%

#### Акционеры

	Доля%
РФФИ	37.8%
Камаз-Капитал	33.2%
Avtoinvest Limited	20.9%
Прочие	8.1%

## Финансовые итоги 2007 года

По итогам прошлого года выручка Группы «КАМАЗ» выросла на 45.4 % и составила \$ 3.8 млрд. Выручка от продаж грузовых автомобилей и сборочных комплектов по итогам прошлого года увеличилась на 54 %. Для сравнения: продажи автомобилей в абсолютном выражении в прошлом году выросли на 25 %. По нашему мнению, важным фактором роста выручки в 2007 г. являлось повышение цен на продукцию, наблюдавшееся на внутреннем рынке, где в условиях дефицита производители могут влиять на цены.

Структура выручки, \$ млн

	2006	2007	Изм., %
<b>Выручка всего</b>	<b>2 616.9</b>	<b>3 805.2</b>	<b>45.4</b>
<b>Грузовики и сборочные комплекты</b>	<b>1 578.2</b>	<b>2 437.8</b>	<b>54.5</b>
<i>Внутренний рынок</i>	1 059.5	1 770.9	67.1
<i>Внешний рынок</i>	518.7	666.9	28.6
<b>Автобусы и прицепы</b>	<b>328.2</b>	<b>412.5</b>	<b>25.7</b>
<i>Внутренний рынок</i>	296.5	373.0	25.8
<i>Внешний рынок</i>	31.6	39.4	24.8
<b>Запасные части</b>	<b>432.2</b>	<b>585.1</b>	<b>35.4</b>
<b>Металлургическое производство</b>	<b>87.6</b>	<b>138.6</b>	<b>58.3</b>
<b>Ремонт и модернизация грузовиков</b>	<b>49.2</b>	<b>54.0</b>	<b>9.9</b>
<b>Финансовый лизинг</b>	<b>20.7</b>	<b>29.3</b>	<b>41.6</b>
<b>Прочее</b>	<b>120.9</b>	<b>147.8</b>	<b>22.2</b>

Источники: данные компании, расчеты Банка Москвы

Себестоимость производства в 2007 г. росла меньшими темпами (41 %), что стало следствием сокращения амортизационных отчислений, а также отнесения на себестоимость изменения запасов. По итогам прошлого года изменение запасов готовой продукции и незавершенного производства составило \$ 47.6 млн, что более чем в 13 раз выше показателя 2007 г. Без учета списаний себестоимость производства выросла бы на 43 %.

Структура себестоимости, \$ млн

	2006	2007	Изм., %
<b>Себестоимость</b>	<b>2 103.2</b>	<b>2 958.8</b>	<b>40.7</b>
Материалы и компоненты	1 576.9	2 260.4	43.3
Зарплата	262.4	426.5	62.6
Топливо	109.9	144.3	31.3
Амортизация	72.0	70.8	- 1.8
Услуги сторонних организаций	63.9	70.1	9.6
Прочие операционные расходы	18.0	- 13.3	- 174.1
<i>в т.ч. изменение запасов</i>	- 3.6	- 47.6	

Источники: данные компании, расчеты Банка Москвы

Валовая рентабельность КАМАЗа в 2007 г. повысилась до 22.2 % с 19.6 % годом ранее. Улучшения наметились и на уровне административных издержек, увеличившихся в прошлом году всего на 30 %. Еще более впечатляюще выглядят успехи КАМАЗа в сокращении расходов на обслуживание долга. Так, в прошлом году расходы предприятия на выплату процентов сократились на 33 %, при том что совокупный долг за период увеличился на 16 %. В результате рост чистой прибыли предприятия составил 104.8 %.

Основные финансовые показатели, \$ млн

	2006	2007	Изм., %
<b>Выручка</b>	<b>2 616.9</b>	<b>3 805.2</b>	<b>45.4</b>
Валовая прибыль	513.7	846.4	64.8
<i>рентабельность, %</i>	19.6	22.2	
Операционная прибыль	222.3	448.1	101.6
<i>рентабельность, %</i>	8.5	11.8	38.6
ЕБИТДА	294.3	518.8	76.3
<i>рентабельность, %</i>	11.2	13.6	21.2
Чистая прибыль	141.9	290.7	104.8
<i>рентабельность, %</i>	5.4	7.6	40.9

Источники: данные компании, расчеты Банка Москвы

Итоги 2007 года мы оцениваем как позитивные. Рост внутреннего рынка тяжелых грузовиков позволяет компании работать на пределе своих возможностей, что обуславливает эффективность

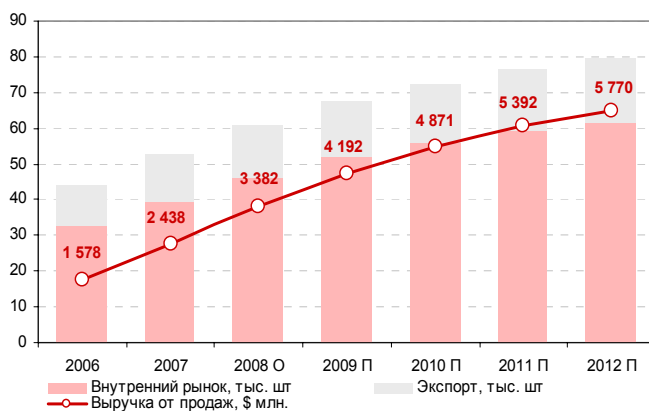
производства. Кроме того, сохраняющийся дефицит техники на рынке способствует проведению ценовой политики, позволяющей адекватно реагировать на рост стоимости материалов и компонентов, используемых в производстве.

Опубликованные в конце августа финансовые итоги КАМАЗа по МСФО за 2007 год в целом превзошли наши ожидания, на фоне чего мы провели корректировку наших прогнозов. В основном изменение прогнозов затронуло две составляющие: темпы роста отпускных цен на грузовые автомобили и, соответственно, изменение выручки, а также рост производственной себестоимости. Отметим, что по итогам 8 месяцев 2008 г. цены на сталь увеличились практически в 2 раза, что даже с учетом сильных позиций КАМАЗа на внутреннем рынке вызывает опасения относительно способности предприятия перекаладывать рост цен на конечных потребителей.

### Продажи: влияние средней цены

Мы сохраняем прогнозы по продажам грузовых автомобилей Группы «КАМАЗ», основанные на стратегических целях менеджмента и наших оценках развития рынка коммерческой техники. Тем не менее, в результате расхождения в прогнозных и фактических ценах 2007 г. мы изменили объем выручки от продаж грузовых автомобилей, формирующей 65 % всей выручки Группы «КАМАЗ».

Продажи грузовых автомобилей в 2006-2012 гг.

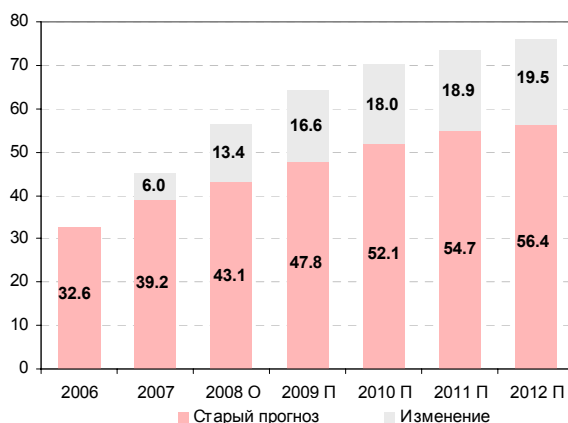


Источники: данные компании, Банк Москвы

По нашим оценкам, по итогам прошлого года средняя стоимость отгружаемых грузовиков на внутренний рынок увеличилась на 38 %, в то время как рост средней цены поставляемых на внешний рынок автомобилей составил 8 %. Отчасти рост средней цены обусловлен увеличением продаж автомобилей со спецнадстройками, новых моделей и повышением экологических параметров. Мы в своих моделях закладывали среднее изменение цены на уровне 20 % и 9 % соответственно.

Пересмотр темпов роста цен на грузовые автомобили КАМАЗ в 2008-2009 гг. диктуется увеличением издержек за счет роста цен на металл, что, по всей видимости, также будет перекаладываться на потребителей коммерческой техники. Впрочем, отметим, что конкурентное положение российского производителя 2006-2007 гг. формируется не столько ценой, сколько дефицитом предложения. За указанный период цены на отечественную продукцию приблизились к стоимости сопоставимой по качеству иностранной техники. Данная тенденция с каждым годом будет все больше осложнять возможность переложения роста издержек на потребителей.

Изменение средней цены продажи автомобилей на внутреннем рынке, \$ тыс.



Источники: данные компании, Банк Москвы

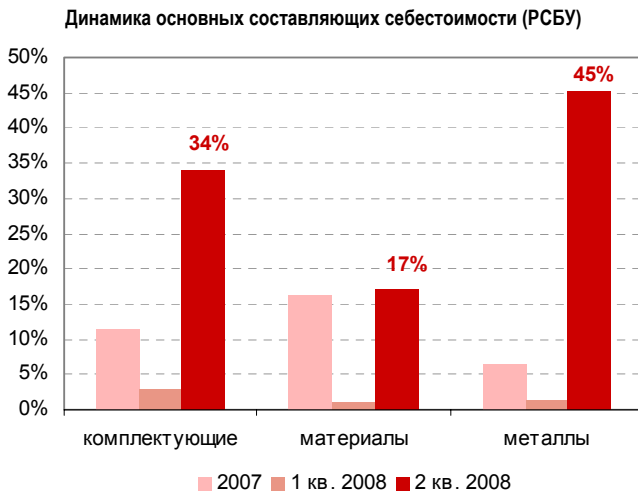
**Себестоимость: зависимость от металла**

С конца прошлого года цены на стальной лист выросли более чем в 2 раза. По нашим прогнозам, среднегодовая стоимость стального листа в 2008 г. на 56 % превысит показатель 2007 г.



Источник: Банк Москвы

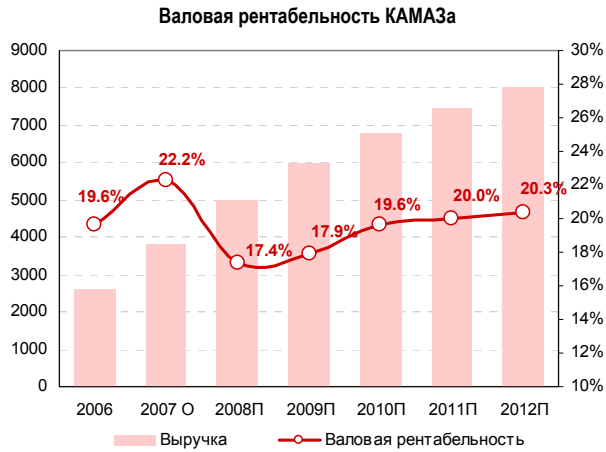
С учетом высокой доли черных металлов в себестоимости среднестатистического автомобиля (50-60 %), данный фактор негативно скажется на рентабельности производителей. КАМАЗ, как и большинство автопроизводителей, работает на основе долгосрочных контрактов, что объясняет весьма сдержанный рост стоимости металлов, закупленных предприятием в 1-м квартале 2008 г. на основании отчетности по РСБУ.



Источник: данные компании

С учетом существенного удорожания металлов и компонентов, приобретаемых производителем во 2-м квартале, можно сделать вывод, что пересмотр контрактов КАМАЗом проводился в апреле-мае, и, соответственно, рост расходов на приобретение металлов по итогам всего года будет более сдержанным, чем изменение стоимости металлов на рынке. Вместе с тем, рост стоимости черных металлов будет отражаться на стоимости поставляемых на производство комплектующих, доля которых в себестоимости более существенна, чем непосредственные расходы на закупку стального листа.

Как следствие, в 2008-2009 гг. мы ожидаем снижения валовой рентабельности КАМАЗа. Впоследствии, с учетом наших ожиданий по ценам на металл, темпы роста издержек будут оказывать меньшее давление на производителя. Тем не менее, возрастающая конкуренция в сегменте тяжелых грузовиков снизит возможности повышения цены, что не позволит компании нарастить уровень рентабельности 2007 г.



## Неучтенный потенциал

Отметим, что в настоящее время КАМАЗ переживает два важных события, которые могут повлиять на дальнейшее развитие компании.

**Сотрудничество с Daimler AG.** В первую очередь, мы имеем в виду возможное сотрудничество отечественного производителя с Daimler AG. Партнерство с крупнейшим европейским автопроизводителем скорее позитивно для российского предприятия, которое сможет получить доступ к современным технологиям, упростить и сократить программу капитальных расходов и НИОКР. Тем не менее, до официального объявления о продаже и параметров сотрудничества мы не учитываем данную новость в наших прогнозах.

Напомним, что до конца года Daimler планирует приобрести 42 % акций КАМАЗа. Конкретные параметры сделки пока неизвестны. Как сообщали СМИ, продаваться будут акции, принадлежащие Тройке Диалог, в настоящее время контролирующей 54,4 % акций российского производителя. Daimler начал оценку (due diligence) КАМАЗа, результаты которой будут обнародованы в сентябре-октябре. Закрыть сделку планируется в ноябре текущего года.

**Передача госпакета Ростехнологиям.** С одной стороны, передача госпакета акций КАМАЗа Ростехнологиям является не очень хорошей новостью для рынка, поскольку данное действие, скорее всего, приведет к отказу компании от проведения IPO, запланированного ранее на 2009 год.

С другой стороны, с точки зрения развития компании появление среди акционеров крупнейшей российской госкорпорации, объединяющей промышленные активы, позитивно. Мы полагаем, что посредством своего акционера КАМАЗу будет проще проводить в правительство свои инициативы, направленные на улучшение условий функционирования отрасли, повысить скорость принятия управленческих решений. Кроме того, госкорпорация сможет оказывать поддержку компании на экспортных направлениях, в вопросах снабжения армии и привлечения финансирования.

## Пересмотр рекомендаций

Мы пересмотрели нашу модель по компании исходя из более высокого, чем мы ожидали ранее, уровня продаж компании в денежном выражении. Влияние на нашу оценку оказал также пересмотр уровня расходов на производство.

На фоне внесенных в прогнозы изменений мы провели пересмотр справедливого уровня цены бумаг КАМАЗа, которая была повышена с \$ 4 до \$ 4,6 за акцию, что соответствует рекомендации «покупать».

## Модель доходов и расходов КАМАЗа

### Продажи, тыс. шт

	2007	2008 О	2009 П	2010 П	2011 П	2012 П	2013
<b>Грузовые автомобили</b>	<b>52.7</b>	<b>60.8</b>	<b>67.4</b>	<b>72.4</b>	<b>76.6</b>	<b>79.7</b>	<b>81.9</b>
Внутренний рынок	39.2	46.2	51.8	55.9	59.3	61.7	63.5
Экспорт	13.5	14.6	15.6	16.5	17.3	18.0	18.4
<b>Автобусы</b>	<b>1.2</b>	<b>1.2</b>	<b>1.2</b>	<b>1.2</b>	<b>1.2</b>	<b>1.2</b>	<b>1.2</b>
<b>Прицепы</b>	<b>12.1</b>	<b>14.0</b>	<b>14.8</b>	<b>15.6</b>	<b>16.2</b>	<b>16.3</b>	<b>16.5</b>
<b>Ремонт и модернизация грузовиков</b>	<b>1.5</b>	<b>1.7</b>	<b>1.8</b>	<b>1.9</b>	<b>1.9</b>	<b>2.0</b>	<b>2.1</b>

### Продажи, \$ млн

	2007	2008 О	2009 П	2010 П	2011 П	2012 П	2013
<b>Выручка</b>	<b>3 805.2</b>	<b>4 988.2</b>	<b>5 964.1</b>	<b>6 785.7</b>	<b>7 464.9</b>	<b>7 999.7</b>	<b>8 424.6</b>
в т. ч.							
Грузовые автомобили	2 437.8	3 382.5	4 192.4	4 871.2	5 391.9	5 770.4	6 075.4
Автобусы и прицепы	412.5	501.8	557.3	598.1	634.6	653.9	672.5
Запасные части	585.1	655.3	701.2	736.3	773.1	804.0	828.1
Ремонт и модернизация грузовиков	54.0	55.5	56.4	56.8	56.7	56.6	56.5
Финансовый лизинг	29.3	47.7	77.3	105.4	134.2	162.3	184.0
Прочее	286.4	345.4	379.5	418.0	474.5	552.4	608.0
<b>Себестоимость</b>	<b>2 959.1</b>	<b>4 120.1</b>	<b>4 895.6</b>	<b>5 454.6</b>	<b>5 973.7</b>	<b>6 372.8</b>	<b>6 716.1</b>
в т. ч.							
Сырье и материалы	2 260.4	3 289.4	3 948.8	4 406.3	4 827.9	5 130.2	5 390.1
Затраты на оплату труда	426.5	493.0	548.0	595.1	639.3	683.6	719.8
Энергия	144.3	183.4	220.2	255.9	294.2	333.3	368.3
Амортизация	70.8	79.5	89.1	95.4	100.3	105.7	111.5
Прочие затраты	57.0	74.8	89.5	101.8	112.0	120.0	126.4
<b>Валовая прибыль</b>	<b>846.2</b>	<b>868.1</b>	<b>1 068.5</b>	<b>1 331.2</b>	<b>1 491.2</b>	<b>1 626.9</b>	<b>1 708.5</b>
<i>рентабельность, %</i>	22.2	17.4	17.9	19.6	20.0	20.3	20.3
Коммерческие расходы	163.6	208.0	240.5	269.2	295.1	315.7	332.3
Административные расходы	230.2	277.6	312.0	337.2	371.0	397.5	418.6
Прочее	4.6	5.1	6.0	6.9	7.6	8.1	8.5
<b>Операционная прибыль</b>	<b>447.8</b>	<b>377.5</b>	<b>509.9</b>	<b>717.9</b>	<b>817.6</b>	<b>905.6</b>	<b>949.1</b>
<i>рентабельность, %</i>	11.8	7.6	8.6	10.6	11.0	11.3	11.3

Источник: Банк Москвы

## Модель DCF

### Прогноз денежного потока

в млн. \$	2007	2008 О	2009 П	2010 П	2011 П	2012 П	2013 П
<b>Выручка</b>	<b>3 805</b>	<b>4 988</b>	<b>5 964</b>	<b>6 786</b>	<b>7 465</b>	<b>8 000</b>	<b>8 425</b>
Темп роста (%)	14%	31%	20%	14%	10%	7%	5%
<b>ЕБИТДА</b>	<b>519</b>	<b>457</b>	<b>599</b>	<b>813</b>	<b>918</b>	<b>1 011</b>	<b>1 061</b>
Рентабельность (%)	14%	9%	10%	12%	12%	13%	13%
<b>ЕБИТ</b>	<b>448</b>	<b>377</b>	<b>510</b>	<b>718</b>	<b>818</b>	<b>906</b>	<b>949</b>
Рентабельность (%)	12%	8%	9%	11%	11%	11%	11%
-Налоги на прибыль	121	94	122	172	196	217	228
<b>НОРАТ</b>	<b>327</b>	<b>283</b>	<b>388</b>	<b>546</b>	<b>621</b>	<b>688</b>	<b>721</b>
+ Амортизация	71	79	89	95	100	106	112
- Капвложения	-139	-312	-249	-136	-149	-160	-168
(Увеличение)/Уменьшение об. капитала	17	-249	-53	-139	-62	-78	-46
<b>Чистый денежный поток</b>	<b>276</b>	<b>-199</b>	<b>174</b>	<b>366</b>	<b>510</b>	<b>556</b>	<b>618</b>

### Основные предположения

WACC	15.7%
Конечный темп роста	3.0%
Ставка налогообложения	24%

### Расчет WACC

<b>Безрисковая ставка:</b>	<b>6.0%</b>
Средняя доходность UST10 за 5 лет	4.4%
Спрэд Россия 30 за 12 мес. , б.п.	160
<b>Риск рынка акций</b>	<b>4.9%</b>
Специфический риск эмитента	0.8%
Целевой уровень D/(E+D)	30.0%
Бэта	1.75
Бэта с учетом долга	2.32
<b>Стоимость капитала</b>	<b>19.0%</b>
Стоимость долга	10.5%
Ставка налога на прибыль	24.0%
<b>Стоимость долга после налогов</b>	<b>8.0%</b>
<b>WACC</b>	<b>15.7%</b>

### Оценка DCF

Дисконтированный денежный поток	1 162
Конечная стоимость	5 002
Приведенная конечная стоимость	2 410
Стоимость денежных потоков	3 572
Текущий чистый долг (наличность)	344
Чистая стоимость компании	3 228
Количество акций (млн.)	707
<b>Цель на начало 2009 г., \$</b>	<b>4.6</b>

### Анализ чувствительности

		Ставка дисконтирования (WACC)						
		14.2%	14.7%	15.2%	15.7%	16.2%	16.7%	17.2%
Конечный темп роста (%)	4.5%	6.1	5.7	5.4	5.1	4.8	4.6	4.3
	4.0%	5.8	5.5	5.2	4.9	4.6	4.4	4.2
	3.5%	5.6	5.3	5.0	4.7	4.5	4.3	4.1
	<b>3.0%</b>	5.4	5.1	4.8	<b>4.6</b>	4.3	4.1	3.9
	2.5%	5.2	4.9	4.6	4.4	4.2	4.0	3.8
	2.0%	5.0	4.7	4.5	4.3	4.1	3.9	3.7
	1.5%	4.8	4.6	4.4	4.2	4.0	3.8	3.6

### Специфический риск эмитента

	0.75%
Отношения с государством	0.25%
Корпоративное управление	0.25%
Конфликт акционеров	0.00%
Налоговые угрозы	0.00%
Финансовая устойчивость	0.25%

### 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 Группы «КАМАЗ» по МСФО и прогнозы

## Отчет о прибылях и убытках

в млн. \$	2006	2007	2008 П	2009 П	2010 П	2011 П	2012 П	2013 П
<b>Выручка</b>	<b>2 617</b>	<b>3 805</b>	<b>4 988</b>	<b>5 964</b>	<b>6 786</b>	<b>7 465</b>	<b>8 000</b>	<b>8 425</b>
Операционные расходы	2 395	3 357	4 611	5 454	6 068	6 647	7 094	7 476
Амортизация	72	71	79	89	95	100	106	112
Операционная прибыль	222	448	377	510	718	818	906	949
<b>ЕБИТДА</b>	<b>294</b>	<b>519</b>	<b>457</b>	<b>599</b>	<b>813</b>	<b>918</b>	<b>1 011</b>	<b>1 061</b>
Чистые процентные расходы	86	57	62	74	77	54	42	36
Прочие расходы (доходы)	- 71	- 39	-	-	-	-	-	-
Прибыль до налогов	207	429	315	436	641	763	864	913
Налоги на прибыль	55	121	94	122	172	196	217	228
Доля миноритариев	10.7	17.3	12.7	17.6	25.8	30.7	34.8	36.7
<b>Чистая прибыль</b>	<b>142</b>	<b>291</b>	<b>208</b>	<b>296</b>	<b>443</b>	<b>536</b>	<b>612</b>	<b>649</b>

## Баланс

в млн. \$	2006	2007 П	2008 П	2009 П	2010 П	2011 П	2012 П	2013 П
Денежные средства и эквиваленты	94	176	32	180	441	868	1 360	1 930
Дебиторская задолженность	375	404	608	677	798	862	932	977
Запасы	406	542	685	793	891	971	1 039	1 094
Прочие оборотные активы	90	105	144	164	188	204	220	231
Основные средства	1 061	1 154	1 387	1 547	1 588	1 636	1 691	1 748
Прочие внеоборотные активы	312	403	484	540	554	572	590	610
<b>Итого активы</b>	<b>2 338</b>	<b>2 784</b>	<b>3 340</b>	<b>3 901</b>	<b>4 460</b>	<b>5 114</b>	<b>5 832</b>	<b>6 590</b>
Кредиторская задолженность	350	531	630	753	833	915	975	1 028
Краткосрочный долг	280	339	398	414	393	387	391	398
Прочие краткосрочные обязательства	161	138	251	321	381	431	477	521
Долгосрочный долг	169	181	215	225	211	207	209	217
Прочие долгосрочные обязательства	142	190	345	441	523	591	655	715
Капитал и резервы	1 178	1 332	1 502	1 746	2 120	2 583	3 124	3 710
<b>Итого пассивы</b>	<b>2 338</b>	<b>2 784</b>	<b>3 340</b>	<b>3 901</b>	<b>4 460</b>	<b>5 114</b>	<b>5 832</b>	<b>6 590</b>

## Отчет о движении денежных средств

в млн. \$	2006	2007 П	2008 П	2009 П	2010 П	2011 П	2012 П	2013 П
Операционная прибыль	222	448	377	510	718	818	906	949
Налоги на прибыль	55	121	94	122	172	196	217	228
Амортизация	72	71	79	89	95	100	106	112
Изменение оборотного капитала	- 14	17	- 249	- 53	- 139	- 62	- 78	- 46
<b>Денежные потоки от операций</b>	<b>226</b>	<b>415</b>	<b>113</b>	<b>423</b>	<b>502</b>	<b>659</b>	<b>716</b>	<b>786</b>
Капиталовложения	- 72	- 139	- 312	- 249	- 136	- 149	- 160	- 168
Прочие доходы (инвестиции)	-	-	-	-	-	-	-	-
<b>Денежные потоки от инвестиций</b>	<b>- 72</b>	<b>- 139</b>	<b>- 312</b>	<b>- 249</b>	<b>- 136</b>	<b>- 149</b>	<b>- 160</b>	<b>- 168</b>
<b>Свободные денежные потоки</b>	<b>154</b>	<b>276</b>	<b>- 199</b>	<b>174</b>	<b>366</b>	<b>510</b>	<b>556</b>	<b>618</b>
Изменение долга	- 8	70	94	26	- 36	- 10	6	15
Дивиденды	29	57	39	52	69	73	71	62
<b>Чистые денежные потоки</b>	<b>116</b>	<b>289</b>	<b>- 144</b>	<b>148</b>	<b>261</b>	<b>428</b>	<b>492</b>	<b>570</b>

**Аналитический департамент**

Тел: +7 495 624 00 80

Факс: +7 495 925 80 00 доб. 2822

Bank\_of\_Moscow\_Research@mmbank.ru

**Директор департамента**

Тремасов Кирилл

Tremasov\_KV@mmbank.ru

**Зам. директора департамента**

Веденеев Владимир

Vedeneev\_VY@mmbank.ru

**Управление рынка акций****Стратегия**

Тремасов Кирилл

Tremasov\_KV@mmbank.ru

**Металлургия**

Волов Юрий

Volov\_YM@mmbank.ru

**Электроэнергетика**

Лямин Михаил

Lyamin\_MY@mmbank.ru

Веденеев Владимир

Vedeneev\_VY@mmbank.ru

**Потребительский сектор**

Мухамеджанова Сабина

Muhamedzhanova\_SR@mmbank.ru

**Телекоммуникации и ИТ**

Мусяенко Ростислав

Musienko\_RI@mmbank.ru

**Экономика**

Тремасов Кирилл

Tremasov\_KV@mmbank.ru

**Машиностроение/Транспорт**

Лямин Михаил

Lyamin\_MY@mmbank.ru

**Химическая промышленность**

Волов Юрий

Volov\_YM@mmbank.ru

**Нефть и газ**

Веденеев Владимир

Vedeneev\_VY@mmbank.ru

**Банковский сектор**

Хамракулов Дмитрий

Hamrakulov\_DE@mmbank.ru

Вахрамеев Сергей

Vahrameev\_SS@mmbank.ru

**Управление долговых рынков****Стратегия и количественный анализ**

Федоров Егор

Fedorov\_EY@mmbank.ru

Ковалева Наталья

Kovaleva\_NY@mmbank.ru

Нефедов Юрий

Nefedov\_YA@mmbank.ru

**Кредитный анализ**

Михарская Анастасия

Mikharskaya\_AV@mmbank.ru

Игнатиев Леонид

Ignatiev\_LA@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 исключительно 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.