



Сибнефть

Конец налоговой оптимизации

Сибнефть опубликовала полные результаты по US GAAP за первое полугодие текущего года, которые продемонстрировали рост основных финансовых показателей и увеличение налоговой нагрузки.

- ▶ Выручка в первом полугодии превысила \$4 млрд., благодаря высоким ценам на нефть и нефтепродукты на мировом рынке;
 - ▶ Чистая прибыль составила \$992 млн., что оказалось незначительно выше ранее представленных цифр, однако в целом это совпадает с нашими прогнозами по итогам текущего года;
 - ▶ Темпы роста операционных и коммерческих затрат оказались несколько ниже наших прогнозов, в связи с чем, мы внесли корректировки в нашу модель;
 - ▶ Среди негативных моментов отчетности можно выделить продолжающийся рост себестоимости добычи – за 1 полугодие она выросла на 6% и составила \$1.9 за баррель;
 - ▶ Сюрпризом стала эффективная ставка по налогу на прибыль, которая достигла 25,6% против прогнозирувавшихся нами 18%;
 - ▶ Мы снизили прогноз по темпам роста добычи компании в 2004 году с 14% до 11%, исходя из производственных итогов 1 полугодия и оперативных данных по итогам восьми месяцев текущего года;
 - ▶ При этом мы повысили годовой прогноз по уровню цен на российскую нефть Urals до \$31 за баррель, что является довольно консервативным прогнозом – за январь-сентябрь средняя цена Urals составила \$32,9 за баррель;
 - ▶ Сибнефть продолжила сокращать объемы краткосрочного и долгосрочного долга – в 1 полугодии на эти цели было потрачено около \$150 млн., снижая при этом объем капзатрат. Тем не менее, в первом полугодии чистые денежные потоки компании оказались отрицательными;
 - ▶ Славнефть продолжает приносить компании стабильный доход – по итогам полугодия доходы от участия в Славнефти достигли \$272 млн. - больше, чем мы ожидали, что также нашло свое отражение в модели.
- Исходя из финансовых результатов за первое полугодие, а также из за корректировки прогнозных цен на нефть, темпов роста себестоимости и ставки дисконтирования, мы повышаем целевую цену по акциям Сибнефти с \$2,86 до \$3,17 и сохраняем рекомендацию на прежнем уровне – «держать».

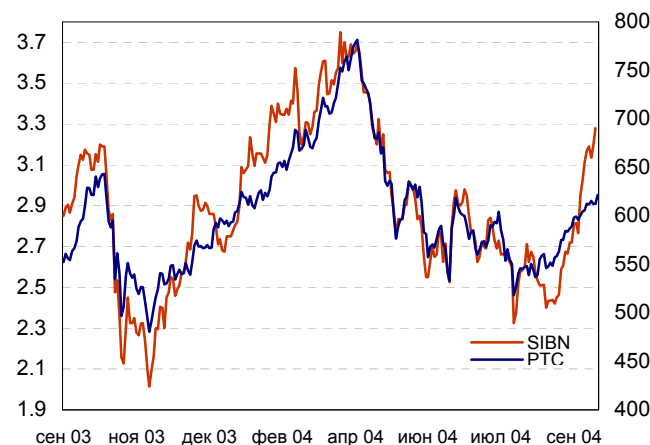
Код бумаги **SIBN**

Текущая цена \$ **3.38**

Целевая цена \$ **3.17**

Потенциал роста/снижения **-6%**

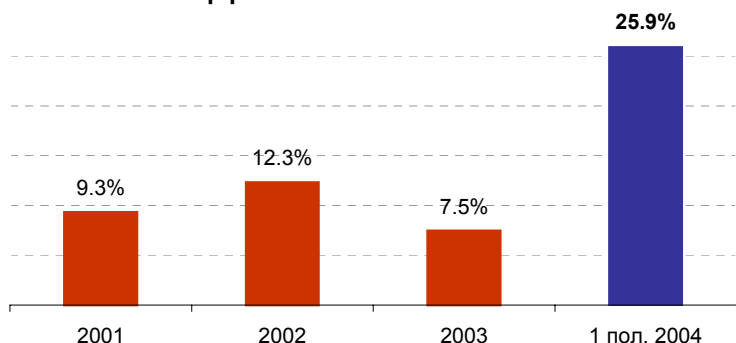
Рекомендация **ДЕРЖАТЬ**



| Финансы (млн. \$) | 2002 | 2003 | 2004П |
|---------------------|-------|--------|--------|
| Выручка | 4 777 | 6 716 | 8 122 |
| EBITDA | 1 803 | 2 337 | 2 535 |
| Чист.прибыль | 1 161 | 2 278 | 1 860 |
| Капитализация | 9 103 | 12 374 | 14 223 |
| Чистый долг | 1 038 | 1 134 | 374 |
| Стоимость компании | 8 065 | 11 240 | 13 849 |
| P/E | 7.84 | 5.43 | 7.65 |
| P/S | 1.91 | 1.84 | 1.75 |
| EV/EBITDA | 4.47 | 4.81 | 5.46 |
| Маржа по EBITDA | 37.8% | 34.8% | 31.2% |
| Маржа по ч. прибыли | 24.3% | 33.9% | 22.9% |

Теперь Сибнефть платит налоги в полном объеме

Эффективная налоговая ставка



Главный сюрприз отчетности - рост эффективной налоговой ставки более чем в три раза

Себестоимость добычи увеличилась на 6% за полугодие

Мы ожидаем роста себестоимости из-за увеличения налоговой нагрузки

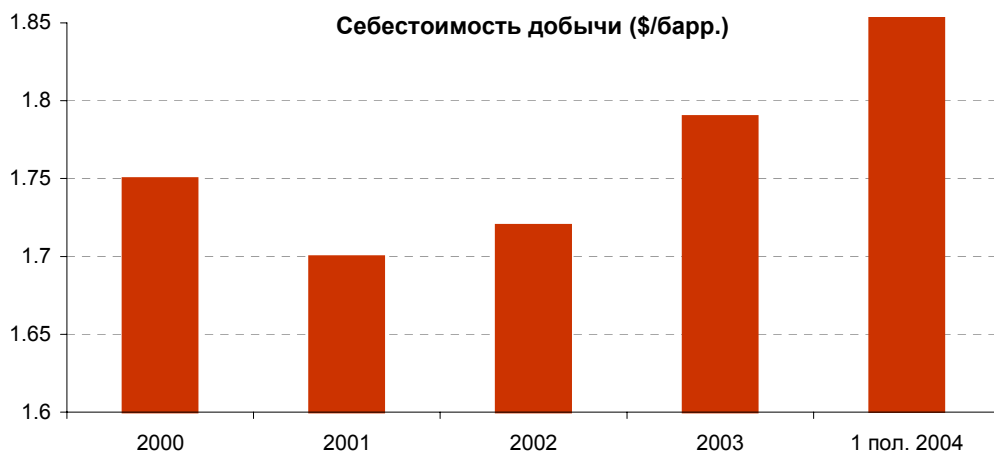
Славнефть продолжает приносить хороший доход

Компания сократила долг за полугодие еще \$151 млн.

За последний месяц акции Сибнефти выросли более чем на 35% на фоне роста рынка на 12%

Текущие ценовые уровни в полной мере отражают справедливую стоимость компании

Опубликованные полные финансовые результаты компании за первое полугодие в целом совпали с нашими прогнозами за исключением эффективной ставки по налогу на прибыль которая выросла более чем в три раза и составила за отчетный период 25,9%. Ранее представители компании уже заявляли об отказе от схем по оптимизации налоговых платежей, однако, мы полагали, что этот отказ все же будет частичным, а не полным. С точки зрения операционных затрат, компания показала весьма хорошие результаты – рост операционных расходов в первом полугодии составил 4,6%. Впрочем, себестоимость добычи росла более быстрыми темпами из-за укрепления рубля и увеличения тарифов на электроэнергию.



Источник: Данные компании

Значительное увеличение себестоимости произошло из-за роста налогов на добычу и экспортных пошлин, при этом мы ожидаем значительного увеличения этой статьи затрат во втором полугодии, поскольку по сравнению с июлем текущего года, ставка экспортной пошлины уже повышена почти в два раза до \$69,9 с тонны (\$9,54 с барреля), а в октябре экспортная пошлина достигнет \$87,9 с тонны (\$11,99 с барреля).

Благодаря успешному контролю над затратами, операционная прибыль Сибнефти достигла \$1,222 млрд., что на 23,6% выше показателя второго полугодия минувшего года и на 42,7% выше операционной прибыли первого полугодия 2003 г.

Славнефть продолжает приносить компании неплохой доход – за полугодие доходы от участия в компании составили \$271 млн., что оказалось несколько выше наших прогнозов.

Московский НПЗ, напротив, принес Сибнефти в первом полугодии убыток в \$1,3 млн. против прибыли в \$5,4 млн. по итогам 2003 года.

В отчетном периоде компания продолжала реализацию программы по снижению объема долга – за полугодие долгосрочный и краткосрочный долги сократились на \$151 млн. В итоге долгосрочный долг Сибнефти на 1 июля составил \$1,161 млрд.

Доналоговая прибыль компании составила \$1,333 млрд. и, заплатив налог на прибыль по новой эффективной ставке, компания получила \$992 млн. чистой прибыли, что на 10% выше, чем во втором полугодии минувшего года.

Акции компании за последнее время показали неплохой рост, прибавив за последний месяц более 35%, что во многом объясняется подвижками в деле развода с ЮКОСом – в начале сентября чукотский арбитраж предписал компаниям совершить обратный обмен акциями – Сибнефть получит назад 72% своих акций, а ЮКОС – 8,8% своих. Тем не менее, у ЮКОСа остается еще 20% акций Сибнефти, что позволяет ему теоретически влиять на деятельность компании.

Вторым фактором, который оказал поддержку акциям Сибнефти в последнее время, стали слухи о крупной покупке французской Total доли в одной из российских компаний. Учитывая, что ранее французы проявляли интерес к Сибнефти, многие инвесторы решили, что объектом покупки станет именно она. Впрочем, сегодня этот фактор перестал помогать акциям компании – Total официально сообщила о приобретении блока пакета в независимом производителе газа – компании НОВАТЭК.

Мы полагаем, что на данный момент акции компании в полной мере оценены рынком и сохраняем свою рекомендацию на уровне «Держать». Кроме того, риски налоговых претензий со стороны МНС по-прежнему остаются, несмотря на то, что с этого года компания полностью отказалась от схем минимизации налогов.

При оценке компании мы исходили из прогнозов замедления темпов роста добычи

Мы внесли незначительные изменения в нашу финансовую модель Сибнефти, в частности, снизив темпы роста добычи на текущий год до 11%, а так же в дальнейшие годы. Кроме того, мы повысили прогноз по цене Urals на текущий год до \$31 за баррель, и повысили эффективную ставку по налогу на прибыль до 24%.

В наших моделях мы закладываем прогнозную цену на нефть в 2005-2009 гг. на уровне \$25 за баррель, что является довольно оптимистичным допущением. С другой стороны, учитывая новую шкалу пошлин, при цене нефти выше \$25, вся сверхприбыль будет изыматься государством.

Модель Сибнефти 2004-2009 гг.

| в млн. тонн | 2002 | 2003 | 2004 | 2005 | 2006 | 2007 | 2008 | 2009 |
|------------------------------|--------------|--------------|-------------|-------------|-------------|-------------|-------------|-------------|
| Добыча нефти | 26.34 | 31.45 | 34.6 | 37.8 | 41.2 | 44.5 | 47.4 | 49.5 |
| прирост % | | 19% | 11% | 10% | 9% | 8% | 6% | 4% |
| Переработка | 15.91 | 17.96 | 18.1 | 18.8 | 19.5 | 20.3 | 21.1 | 22.0 |
| прирост % | | 13% | 1% | 4% | 4% | 4% | 4% | 4% |
| Продажа нефти | 12.17 | 15.74 | 16.5 | 19.1 | 21.7 | 24.2 | 26.3 | 27.5 |
| прирост % | | 29% | 5% | 16% | 14% | 12% | 8% | 5% |
| Дальнее зарубежье | 10.75 | 12.48 | 13.5 | 15.7 | 18.3 | 20.8 | 23.0 | 24.2 |
| СНГ и Россия | 1.42 | 3.26 | 3.0 | 3.4 | 3.4 | 3.4 | 3.3 | 3.3 |
| Продажа н/п | 15.91 | 17.96 | 18.1 | 18.8 | 19.5 | 20.3 | 21.1 | 22.0 |
| прирост % | | 13% | 1% | 4% | 4% | 4% | 4% | 4% |
| Дальнее зарубежье | 3.60 | 5.40 | 5.6 | 5.8 | 6.1 | 6.3 | 6.6 | 6.8 |
| СНГ и Россия | 12.31 | 12.56 | 12.4 | 12.9 | 13.4 | 14.0 | 14.5 | 15.1 |
| в млн. \$ | 2002 | 2003 | 2004 | 2005 | 2006 | 2007 | 2008 | 2009 |
| Нефтепродукты (Россия) | 1566 | 1655 | 1878 | 1958 | 2036 | 2118 | 2202 | 2290 |
| Нефтепродукты (Экспорт) | 722 | 1259 | 1629 | 1366 | 1421 | 1477 | 1537 | 1598 |
| Нефть (Экспорт) | 1840 | 2386 | 3088 | 2887 | 3374 | 3836 | 4229 | 4457 |
| Нефть (Россия, СНГ) | 207 | 585 | 550 | 498 | 449 | 449 | 435 | 435 |
| Прочая выручка | 95 | 178 | 236 | 284 | 310 | 335 | 356 | 372 |
| Перепродажа нефти | 347 | 653 | 742 | 598 | 598 | 598 | 598 | 598 |
| Итого выручка | 4777 | 6716 | 8122 | 7592 | 8188 | 8813 | 9357 | 9750 |
| Операционные затраты | 1205 | 1786 | 2072 | 2167 | 2339 | 2526 | 2687 | 2806 |
| Административные затраты | 820 | 1025 | 1280 | 1292 | 1408 | 1521 | 1619 | 1690 |
| Затраты на прочую реализацию | 37 | 91 | 88 | 71 | 71 | 71 | 71 | 71 |
| Амортизация | 410 | 492 | 556 | 609 | 664 | 717 | 763 | 797 |
| Затраты на геологоразведку | 15 | 54 | 63 | 70 | 78 | 86 | 93 | 99 |
| Налоги, пошлины и акцизы | 897 | 1423 | 2084 | 1906 | 2078 | 2244 | 2388 | 2493 |
| Итого затраты | 3384 | 4872 | 6143 | 6116 | 6638 | 7165 | 7621 | 7955 |
| Операционная прибыль | 1393 | 1844 | 1979 | 1476 | 1550 | 1648 | 1737 | 1796 |
| ЕВИТДА | 1803 | 2337 | 2535 | 2085 | 2214 | 2365 | 2500 | 2592 |
| Процентные платежи | 124 | 188 | 90 | 87 | 83 | 80 | 77 | 74 |
| Неоперационные доходы | 33 | -173 | 33 | 33 | 33 | 33 | 33 | 33 |
| Прочие доходы | 40 | 154 | 40 | 40 | 40 | 40 | 40 | 40 |
| Продажа активов | 0 | 388 | 0 | 0 | 0 | 0 | 0 | 0 |
| Доходы в Славнефти | 0 | 436 | 518 | 567 | 618 | 668 | 710 | 742 |
| ЕВТ | 1342 | 2461 | 2480 | 2030 | 2158 | 2309 | 2444 | 2537 |
| Налог на прибыль | 163 | 184 | 620 | 487 | 518 | 554 | 586 | 609 |
| Чистая прибыль | 1161 | 2277 | 1860 | 1543 | 1640 | 1755 | 1857 | 1928 |
| Эфф. налоговая ставка | 12.1% | 7.5% | 25% | 24% | 24% | 24% | 24% | 24% |
| Капзатраты | 959 | 985 | 800 | 900 | 950 | 1000 | 1000 | 1000 |
| Долгосрочный долг | 1658 | 1221 | 1127 | 1082 | 1039 | 997 | 957 | 919 |
| Цены на нефть | 2002 | 2003 | 2004 | 2005 | 2006 | 2007 | 2008 | 2009 |
| Urals \$/барр. | 23.70 | 27.30 | 31.00 | 25.00 | 25.00 | 25.00 | 25.00 | 25.00 |

При оценке дисконтированных денежных потоков Сибнефти мы исходили из предположения, что конечные темпы роста компании в постпрогнозный период составят 5%, что несколько ниже темпов роста компании на прогнозируемом отрезке, тем не менее, мы полагаем, что данная величина адекватно отражает специфику компании.

Расчет свободного денежного потока

| В млн. \$ | 2003 | 2004 | 2005 | 2006 | 2007 | 2008 | 2009 |
|---------------------------------|-------------|-------------|-------------|-------------|-------------|-------------|-------------|
| Выручка от реализации | 6716 | 8122 | 7592 | 8188 | 8813 | 9357 | 9750 |
| Операционные затраты | 4872 | 5422 | 6035 | 6717 | 7476 | 8321 | 9261 |
| ЕВИТДА | 2950 | 3036 | 2639 | 2822 | 3026 | 3206 | 3333 |
| Амортизация | 489 | 556 | 609 | 664 | 717 | 763 | 797 |
| Операционная прибыль (ЕВИТ) | 2461 | 2480 | 2030 | 2158 | 2309 | 2444 | 2537 |
| Налоги на прибыль | 184 | 620 | 487 | 518 | 554 | 586 | 609 |
| Изменения оборотного капитала | 269 | -459 | -154 | -165 | -129 | -85 | -36 |
| Капитальные вложения | 985 | 800 | 900 | 950 | 1000 | 1000 | 1000 |
| Свободный денежный поток | 1513 | 2075 | 1406 | 1519 | 1601 | 1705 | 1761 |

Анализ дисконтированных денежных потоков

| Показатель / Период времени | | 2003 | 2004 | 2005 | 2006 | 2007 | 2008 | 2009 |
|---|----------------|-------|-------|-------|-------|-------|-------|--------------|
| Свободный денежный поток (СДП) | млн. \$ | 1426 | 1766 | 1352 | 1454 | 1572 | 1720 | 1825 |
| Ставка дисконтирования | % | 13.9% | 13.9% | 13.9% | 13.9% | 13.9% | 13.9% | 13.9% |
| Фактор дисконтирования | | 1.00 | 0.88 | 0.77 | 0.68 | 0.59 | 0.52 | 0.46 |
| Дисконтированный денежный поток (ДСДП) | млн. \$ | 1426 | 1550 | 1041 | 983 | 933 | 896 | 834 |
| Сумма ДСДП | млн. \$ | | | | | | | 6237 |
| Операционный денежный поток в 2009 | млн. \$ | | | | | | | 1825 |
| Ставка дисконтирования в бесконечности | % | | | | | | | 13.9% |
| Рост в бесконечности | % | | | | | | | 5.0% |
| Конечная стоимость компании | млн. \$ | | | | | | | 21440 |
| Фактор дисконтирования | % | | | | | | | 0.46 |
| Приведенная конечная стоимость компании | млн. \$ | | | | | | | 9801 |
| Стоимость компании | млн. \$ | | | | | | | 16038 |
| - Долгосрочная финансовая задолженность | млн. \$ | | | | | | | 1127 |
| + Денежные средства | млн. \$ | | | | | | | 105 |
| Стоимость акционерного капитала | млн. \$ | | | | | | | 15015 |
| Количество акций | млн. шт. | | | | | | | 4741 |
| Целевая цена акции | | | | | | | | 3.17 |

Анализ чувствительности целевой цены

| конечный темп роста/ставка дисконтирования | 11.9% | 12.9% | 13.9% | 14.9% | 15.9% |
|--|-------|-------|-------------|-------|-------|
| 6.0% | 4.67 | 3.97 | 3.45 | 3.04 | 2.72 |
| 5.5% | 4.38 | 3.77 | 3.30 | 2.93 | 2.63 |
| 5.0% | 4.14 | 3.59 | 3.17 | 2.83 | 2.55 |
| 4.5% | 3.93 | 3.44 | 3.05 | 2.74 | 2.48 |
| 4.0% | 3.74 | 3.30 | 2.94 | 2.65 | 2.41 |

Расчет ставки дисконтирования (WACC) для Сибнефти

Высокая волатильность акций компании, нашедшая отражение в коэффициенте бэта, в целом отражает рыночные риски инвестиций в Сибнефть

При расчете ставки дисконтирования для модели Сибнефти мы использовали модель средневзвешенной стоимости капитала, которая, по нашему мнению, наиболее адекватно описывает ставку дисконтирования.

Высокая волатильность, которой характеризуются акции Сибнефти, объясняется малой долей бумаг в свободном обращении. Это нашло свое отражение в коэффициенте бэта, который описывает риски инвестиций в акции компании относительно рынка в целом.

Мы заложили в модель дополнительные риски эмитента на уровне 1%, поскольку полагаем, что претензии МНС к Сибнефти остаются, что несомненно отразится на стоимости компании.

Кроме того, "развод" с ЮКОСом до сих пор не завершен, что делает планы владельцев компании в ближайшем будущем продать ее иностранному инвестору пока не выполнимыми.

Впрочем, ставка WACC незначительно сократилась из-за снижения доли долгосрочных долгов в стоимости компании, а также из-за сокращения стоимости заемного капитала.

Средневзвешенная стоимость капитала (WACC)

Стоимость акционерного капитала (АК)

| | |
|---|-------|
| + Риск рынка акций | 4.0% |
| + Риск эмитента | 1.0% |
| Бэта | 1.34 |
| Доля долга в стоимости компании | 6.6% |
| × Бэта с учетом долга | 1.43 |
| = Премия за вложение в компанию | 7.1% |
| + Безрисковая ставка (Евро-30) | 7.3% |
| = Стоимость АК | 14.4% |
| × Доля капитализации в стоимости компании | 93.4% |
| = Взвешенная стоимость АК | 13.5% |

Стоимость заемного капитала

| | |
|--|------|
| + Доходность еврооблигаций Сибнефти с погашением в 2009 г. | 8.9% |
| = Стоимость долга без налогов | 8.9% |
| Ставка налога на прибыль | 24% |
| × База после налогов | 0.76 |
| = Стоимость долга | 6.8% |
| × Доля долга в стоимости компании | 6.6% |
| = Взвешенная стоимость долга | 0.4% |

Средневзвешенная стоимость капитала

| | |
|------------------------------|-------|
| + Взвешенная стоимость АК | 13.5% |
| + Взвешенная стоимость долга | 0.4% |
| = WACC | 13.9% |

Целевая цена повышена до \$3,17, рекомендация прежняя - "держать"

Сибнефть - одна из наиболее успешных российских компаний, которая в состоянии генерировать свободные денежные потоки на уровне более \$1 млрд. в год.

Несмотря на рост себестоимости добычи, обусловленный в основном внешними факторами, этот показатель остается одним из наиболее низких в отрасли, что способствует обеспечению высокой рентабельности на операционном уровне.

Впрочем, с другой стороны, увеличение налоговой нагрузки в данной ситуации нивелирует достаточно эффективный контроль затрат.

Как мы уже писали, наличие политических рисков у Сибнефти под большим вопросом прежде всего потому, что владельцем компании является Роман Абрамович, которого принято считать близким к власти.

Благодаря корректировке прогнозных цен на нефть, темпов роста себестоимости и ставки дисконтирования, мы повышаем целевую цену по акциям Сибнефти с \$2,86 до \$3,17 и сохраняем рекомендацию на прежнем уровне - «держать».

Приложение. Финансовая отчетность по стандартам US GAAP за 2001-2004 гг.

| Отчет о прибылях и убытках | в млн. \$ | 2001 | 2002 | 2003 | 1 пол. 2004 |
|--|-----------|--------------|--------------|-------------|--------------|
| Выручка | | | | | |
| Продажа нефти и нефтепродуктов | | 3 449 | 4 711 | 6590 | 3950 |
| Прочая выручка | | 127 | 66 | 126 | 64 |
| Итого выручка | | 3576 | 4777 | 6717 | 4014 |
| Затраты | | | | | |
| Операционные затраты | | 702 | 1 205 | 1786 | 935 |
| Комм. и административные затраты | | 609 | 820 | 1025 | 587 |
| Затраты на прочую реализацию | | 102 | 37 | 91 | 42 |
| Амортизация | | 314 | 410 | 492 | 282 |
| Затраты на геологоразведку | | 21 | 15 | 54 | 0 |
| Налоги, пошлины и акцизы | | 422 | 897 | 1423 | 945 |
| Всего затраты | | 2 170 | 3 384 | 4872 | 2792 |
| Операционная прибыль | | 1 405 | 1 393 | 1845 | 1222 |
| Прочие доходы (расходы) | | | | | |
| Доход от участия в дочерних компаниях (Славнефть, МНПЗ) | | | | 529 | 271 |
| Доход (убыток) от продажи долей в компаниях | | | | 385 | -146 |
| Проценты к получению | | 0.731 | 9 | 12 | 4 |
| Проценты к уплате | | -48 | -124 | -188 | -67 |
| Прочие внеоперационные доходы | | 129 | 148 | -173 | |
| Прочие внеоперационные расходы | | -82 | -115 | | -98 |
| Доля миноритарных акционеров | | -0.729 | 10 | 0 | - |
| Прибыль по курсовым разницам | | 35 | 4 | 5 | 2 |
| Итого прочие доходы | | 34 | -69 | 618 | 111 |
| Доналоговая прибыль | | 1 439 | 1 325 | 2462 | 1333 |
| Налог на прибыль | | 134 | 163 | 184 | 345 |
| Чистая прибыль | | 1 305 | 1 161 | 2278 | 988 |
| <i>Эффективная налоговая ставка</i> | | <i>9.3%</i> | <i>12.3%</i> | <i>7.5%</i> | <i>25.9%</i> |

| Баланс | млн. \$ | 2001 | 2002 | 2003 | 1 пол. 2004 |
|--|---------|--------------|--------------|--------------|--------------|
| Активы | | | | | |
| Оборотные активы: | | | | | |
| Наличность и эквиваленты | | 52 | 621 | 105 | 81 |
| Дебиторская задолженность | | 299 | 49 | 44 | 20 |
| Векселя к получению | | 766 | 1 357 | 1 321 | 1 690 |
| Запасы | | 233 | 322 | 287 | 277 |
| Расходы будущих периодов | | 5 | 31 | 27 | 35 |
| Всего оборотные активы | | 1 354 | 2 380 | 1 783 | 2 103 |
| Долгосрочные инвестиции | | 931 | 1 159 | 1 921 | 2 251 |
| Основные средства | | 2 848 | 3 352 | 3 749 | 3 746 |
| Прочие основные средства, нетто | | 393 | 502 | 521 | 583 |
| Незавершенное строительство | | 182 | 145 | 171 | 173 |
| Прочие внеоборотные активы | | 5 | 11 | 5 | 5 |
| Всего активы | | 5 713 | 7 548 | 8 150 | 8 861 |
| Обязательства и акционерный капитал | | | | | |
| Текущие обязательства: | | | | | |
| Краткосрочные займы | | 315 | 148 | 65 | 11 |
| Кредиторская задолженность | | 234 | 626 | 680 | 614 |
| Налог на прибыль и прочие налоги к уплате | | 141 | 134 | 189 | 206 |
| Прочие текущие обязательства | | 45 | 22 | 101 | 99 |
| Текущая часть долгосрочного долга | | 0 | 430 | 303 | 266 |
| Всего текущие обязательства | | 795 | 1 441 | 1 505 | 1 356 |
| Дивиденды, подлежащие оплате | | 195 | 0.367 | 92.707 | 1.149 |
| Долгосрочный долг | | 608 | 1 658 | 1 221 | 1 161 |
| Доля прочих акционеров в дочерних предприятиях | | 2 | 0 | 0 | 0 |
| Всего обязательства | | 1 676 | 3 257 | 3 013 | 2 732 |
| Акционерный капитал | | | | | |
| Обыкновенные акции | | 2 | 2 | 2 | 2 |
| Добавочный капитал | | 859 | 859 | 859 | 859 |
| Резервы | | 1 867 | 1 867 | 1 867 | 1 867 |
| Нераспределенная прибыль | | 1 309 | 1 565 | 2 412 | 3 400 |
| Итого акционерный капитал | | 4 037 | 4 292 | 5 138 | 6 130 |
| Итого обязательства и акционерный капитал | | 5 713 | 7 548 | 8 150 | 8 861 |

Система присвоения рекомендаций

Рекомендация «**Покупать**» присваивается по бумаге в том случае, если целевая расчетная цена на основе метода дисконтированных денежных потоков (ДДП) или метода сравнения аналогов превышает текущую рыночную стоимость бумаги более чем на 10%.

Рекомендация «**Держать**» присваивается по бумаге в том случае, если оценка ее целевой расчетной цены на основе метода ДДП или на методе сравнения аналогов расходится с рыночной стоимостью бумаги менее чем на 10%.

Рекомендация «**Продавать**» присваивается по бумаге в том случае, если целевая расчетная цена на основе метода ДДП или метода сравнения аналогов ниже текущей рыночной стоимости бумаги более чем на 10%.

Контактная информация

www.mmbank.ru

+7 (095) 105-8000, 928-0256

| | | <u>e-mail</u> | вн. тел. |
|--|-----------------------|------------------------|----------|
| <u>ВИЦЕ-ПРЕЗИДЕНТ</u> | Сытников Алексей | | |
| <u>НАЧАЛЬНИК УПРАВЛЕНИЯ ДОВЕРИТЕЛЬНЫХ ОПЕРАЦИЙ</u> | Касьянова Елена | Kasyanova_EA@mmbank.ru | 4679 |
| <u>КОЛЛЕКТИВНЫЕ ИНВЕСТИЦИИ</u> | Исаев Бейшен | Isaev_BK@mmbank.ru | 4591 |
| <u>ИНДИВИДУАЛЬНОЕ УПРАВЛЕНИЕ АКТИВАМИ</u> | | | |
| Начальник отдела | Беспалов Алексей | Bespalov_AV@mmbank.ru | 4220 |
| Менеджер по работе с клиентами | Шухова Алла | Shuhova_AG@mmbank.ru | 4269 |
| <u>АНАЛИТИЧЕСКИЙ ОТДЕЛ</u> | | | |
| Начальник отдела | Тремасов Кирилл | Tremasov_KV@mmbank.ru | 4592 |
| Анализ рынка акций | Веденеев Владимир | Vedeneev_VY@mmbank.ru | 2817 |
| Анализ долговых рынков | Федоров Егор | Fedorov_EY@mmbank.ru | 4233 |
| Ассистент | Лямин Михаил | Lyamin_MY@mmbank.ru | 2844 |
| <u>ОТДЕЛ УПРАВЛЕНИЯ АКТИВАМИ</u> | | | |
| Рынок облигаций | Храмцовский Станислав | HSS@mmbank.ru | 2895 |
| Рынок акций | Волков Алексей | Volkov_A@mmbank.ru | |

Настоящий обзор имеет только информационное значение и не может рассматриваться как предложение о совершении сделок на финансовом рынке. Обзор основан на источниках информации, заслуживающих доверие, однако мы не гарантируем, что все сведения абсолютно точны. Информация может быть изменена нами без предварительного уведомления.

© 2003, Банк Москвы. Без разрешения Банка Москвы запрещается воспроизводить, адаптировать, передавать по различным каналам, транслировать в эфир, доводить до общего сведения, публично показывать, преобразовывать в цифровую форму, синтезировать, опубликовывать, модифицировать, усовершенствовать, адаптировать, переводить на другие языки, использовать с другими произведениями, рекламировать, распространять, сублицензировать, продавать, сдавать в аренду, включать в каталоги, создавать резервные копии, архивировать, включать в базы данных и давать право доступа.