

## Электроэнергетика

### Обновление прогнозов

#### Ключевые моменты

##### Цены на ОРЭМ в I ценовой зоне ниже прогнозов

В условиях заморозки тарифов на 1 пол. 2012 г. на уровне 2011 г. энергетические компании могли бы компенсировать растущие издержки только за счет свободных цен на электроэнергию и мощность. Однако это было бы возможным в том случае, если государство не оказывало бы влияния и на ситуацию на свободном рынке.

Фактические же цены на электроэнергию на РСВ (рынок на сутки вперед) в первой ценовой зоне в 1 кв. 2012 г. оказались в среднем на 10% ниже, чем в 1 кв. 2011 г.

Результаты конкурентного отбора мощности (КОМ) на 2012 г. также оказались «неожиданными», в первую очередь в части снижения цены в зонах свободного перетока (ЗСП) «Центр» и «Урал». В ЗСП «Центр» генерирующие компании в этом году получают 118,1 тыс. руб. за 1 МВт установленной мощности в месяц, в ЗСП «Урал» – 118,118 тыс. руб. Регулируемый price-cap в соседних зонах остался на уровне 2011 г. – 118,125 тыс. руб. за 1 МВт в месяц.

В связи с этим мы пересматриваем наши модели по компаниям сектора электроэнергетики. Наш новый прогноз средневзвешенной цены на электроэнергию на РСВ в первой ценовой зоне РФ в 2012 г.: -3% по отношению к цене прошлого года; во второй ценовой зоне +20%.

##### Вложения в генерацию все еще менее рискованны, чем в сети

Холдинг МРСК переходит под управление ФСК. Работа Холдинга МРСК признана неэффективной – управляющей компании не удалось решить ключевые проблемы распределительных структур, прежде всего перекрестного субсидирования и «последней мили», а также приватизации региональных подразделений. Дальнейшая схема сделки пока не известна. Впоследствии возможно объединение ФСК и Холдинга МРСК на базе Роснефтегаза.

Мы сохраняем умеренно пессимистичный взгляд на сектор из-за слабой динамики цен на электроэнергию на «свободном» рынке и увеличения количества инструментов регулирования. Мы по-прежнему отдаем предпочтение генерирующему сегменту, а нашим фаворитом остается Э.ОН Россия, демонстрирующая лучшие показатели маржи среди ОГК и начавшая выплачивать дивиденды в этом году.

## Фавориты: Э.ОН Россия

Аналитик: Анна Дианова  
Эл. почта: ADianova@veles-capital.ru

### Основные показатели

Рис. 1. Динамика свободных цен на э/э в I ценовой зоне в 1 пол. 2012 г., руб./МВт.ч

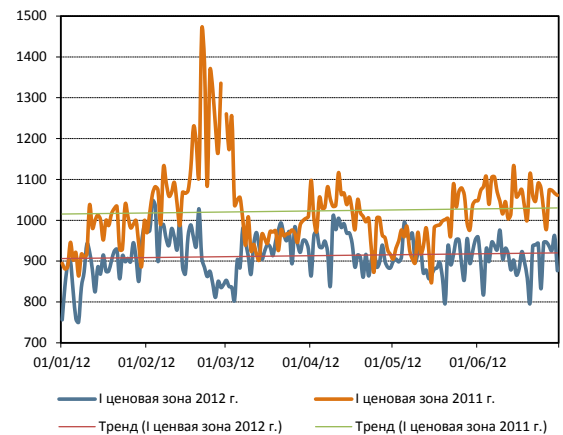


Рис. 2. Динамика свободных цен на э/э во II ценовой зоне в 1 пол. 2012 г., руб./МВт.ч

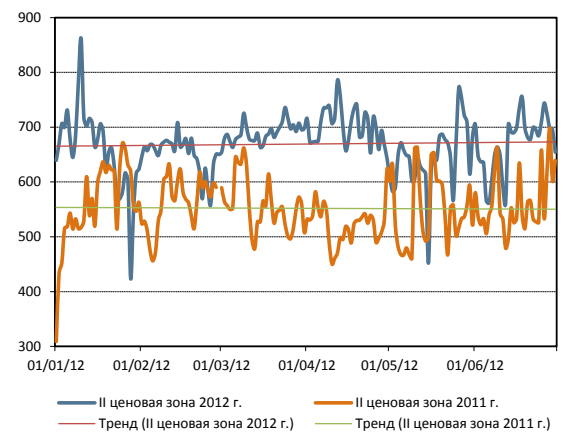


Рис. 3. Динамика индекса ММВБ и индекса ММВБ Электроэнергетика в 1 пол. 2012 г.



Данные аналитические материалы ИК «Велес Капитал» могут быть использованы только в информационных целях. Компания не дает гарантий относительно полноты приведенной в них информации и ее достоверности, а также не несет ответственности за прямые или косвенные убытки от использования данных материалов не по назначению. Данный документ не может рассматриваться как основание для покупки или продажи тех или иных ценных бумаг.

Все права на данный бюллетень принадлежат ИК «Велес Капитал». Воспроизведение и/или распространение аналитических материалов ИК «Велес Капитал» не может осуществляться без письменного разрешения Компании. © Велес Капитал 2012г.



## Оглавление

Группа ИНТЕР РАО: консолидация продолжается .....	3
Э.ОН Россия: лидер тепловой генерации .....	6
Энел ОГК-5: итальянцы в России .....	8
ТГК-1: не реализовавшаяся идея .....	10
Мосэнерго: лучшая в когенерации.....	12
ФСК ЕЭС: запутались в сетях.....	14



## ИНТЕР РАО ЭЭС

### Цель: 0,0011 долл. (+37,52%), ПОКУПАТЬ

Консолидация продолжается

Аналитик: Анна Дианова  
Эл. почта: ADianova@veles-capital.ru

### Ключевые моменты

- К концу года будет завершена консолидация ОГК-1, ОГК-3, Башэнергоактива

ИНТЕР РАО сохраняет статус центра консолидации в электроэнергетике. До конца года ОГК-1, ОГК-3 и генерирующие активы Башкирэнерго будут присоединены к ИНТЕР РАО. Схема реорганизации следующая: из ОГК-1 и ОГК-3 будут выделены промежуточные компании, которые затем будут присоединены к ИНТЕР РАО, которая проведет допэмиссию в целях конвертации акций дочерних компаний в собственные; Башкирэнерго проходит реорганизацию в форме разделения на Башкирскую электросетевую компанию и Башэнергоактив (генерирующие активы) с последующим присоединением генерирующих активов к ИНТЕР РАО. Мы консолидируем в нашей модели генерирующие активы Башкирэнерго, начиная с 2012 г.

Преимущества консолидации генерирующих активов заключаются в упрощении структуры управления, повышении ее эффективности и прозрачности, максимизации финансовой синергии, повышении инвестиционной привлекательности компании за счет увеличения ликвидности и уровня free-float (увеличится до 20,39%).

- Коэффициент конвертации акций ОГК-3 в акции ИНТЕР РАО создает возможность для арбитража

После объявления коэффициентов конвертации акций ОГК-1 и ОГК-3 (24 акции ИНТЕР РАО и 40 акций ИНТЕР РАО соответственно) возможность арбитража была почти сразу отыграна, однако сейчас «спрэд» между ценой 1 акции ОГК-3 и 40 акциями ИНТЕР РАО вновь расширяется до 8-10%.

- Целью для акций ТГК-11 сейчас является цена оферты со стороны ИНТЕР РАО

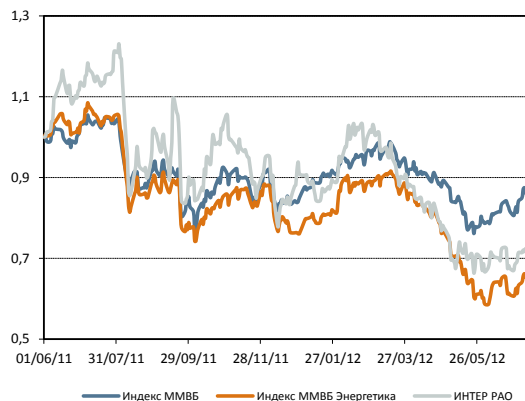
В ТГК-11 ИНТЕР РАО планирует довести долю пока до 84,7%. В связи с этим ИНТЕР РАО направила оферту миноритариям по цене 1,5066 копейки за акцию. Срок действия обязательного предложения – с 31 мая по 20 августа 2012 г. В настоящее время котировки ТГК-11 находятся вблизи цены предложения со стороны ИНТЕР РАО.

- M&A активность продолжится

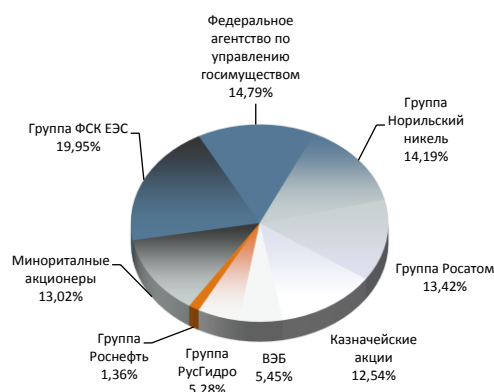
ИНТЕР РАО четко придерживается принятой стратегии управления миноритарными пакетами. После реализации пакета акций Энел ОГК-5 у ИНТЕР РАО осталась доля выше блокирующего пакета в ТГК-6 и ТГК-7. Возможно, по мере продвижения переговоров КЭС Холдинга (в настоящее время являющегося мажоритарным акционером в ТГК-6 и ТГК-7) с Газпром энергохолдингом по поводу объединения активов ИНТЕР РАО придет к соглашению с КЭС об обмене одного из своих миноритарных пакетов в ТГК-6 или ТГК-7 на контроль в другой компании. Мы рассматриваем новые приобретения как риск для компании. В частности, дочерние компании КЭС Холдинга имеют высокую долговую нагрузку, которая будет увеличиваться до завершения инвестиционной программы.

### Основные показатели

Динамика цены акций компании относительно индекса ММВБ



### Текущая структура акционерного капитала



### Целевая структура акционерного капитала



### Информация о компании

Код РТС	ИРАО
Цена обычн. акции, долл.	0,0008
Мин./макс. цена акции за 52 недели, долл.	0,0008 / 0,0015
<b>Справедливая цена акции на конец года, долл.</b>	<b>0,0011</b>
Потенциал роста (об.), %	37,5
Всего обыкновенных акций, шт. <sup>1</sup>	9 714 664 088 698
Рыночная капитализация, млн долл.	8 066
EV, млн долл.	8 204

<sup>1</sup> За вычетом казначейских акций



## Ключевые моменты

### Экспансию на зарубежные рынки планируется приостановить за некоторым исключением

По сообщению председателя правления ИНТЕР РАО Бориса Ковальчука, компания приостанавливает зарубежную экспансию из-за ситуации на рынке РФ. По его словам, «государство совершило целый ряд действий, которые привели к снижению капитализации энергетических компаний».

Тем не менее, компания сохранила интерес к зарубежным рынкам, в частности к рынку Турции. Холдинг зарегистрировал в стране компанию, которая может быть в дальнейшем использована для сделок по покупке активов – Inter Rao Turkey Enerji Holding. Возможно, осенью управление по приватизации правительства страны проведет очередные торги. Таким образом, Турция – один из рынков, для которого Интер РАО делает исключение в плане приостановки экспансии на зарубежные рынки. Напомним, что ранее игроки негативно воспринимали новости о планах зарубежных приобретений Интер РАО. Однако Турция является энергодефицитной страной, что оправдывает интерес инвесторов к ее энергетике.

### ИНТЕР РАО среди претендентов на докапитализацию со стороны Роснефтегаза

Последней тенденцией в отрасли стало обсуждение возможных схем вхождения Роснефтегаза в капитал энергетических компаний. Первой на очереди стала РусГидро, которой необходимы средства на покрытие инвестиционной программы, однако схема ее докапитализации включает передачу 40% пакета акций Иркутскэнерго, которые сейчас находятся у ИНТЕР РАО. Возможных схем уже обсуждалось как минимум три, но тенденция прослеживается в сторону выплаты ИНТЕР РАО полной стоимости пакета (около 50 млрд руб.).

Спекулятивная идея, связанная с данной сделкой, заключается в покупке акций Иркутскэнерго на ожидании выставления оферты со стороны РусГидро по цене около 18,23 руб. за акцию (средневзвешенная за 6 мес.). В случае оферты со стороны Евросибэнерго при последующей передаче 40% пакета акций Иркутскэнерго от РусГидро Евросибэнерго цена выкупа может составить 25,96 руб. за акцию (сделка может состояться не раньше конца года).

Также, по информации Коммерсанта, за ИНТЕР РАО могут закрепить энергосотрудничество с Киргизией. В этом случае компании может понадобиться еще 60 млрд руб. от Роснефтегаза.

### Значительная часть стоимости ИНТЕР РАО приходится на миноритарные пакеты акций

Наша справедливая стоимость обыкновенных акций компании, полученная методом DCF, составляет 0,11 центов за акцию, что указывает на потенциал роста в размере 36,22%. В связи с этим мы присваиваем акциям компании рекомендацию «ПОКУПАТЬ». Тем не менее, мы отмечаем, что значительная часть стоимости компании приходится на миноритарные пакеты акций, находящиеся в ее собственности, и раскрытие потенциала во многом будет зависеть от того, как компания распорядится данными пакетами и сумеет ли она оптимизировать бизнес после достижения целевой структуры.

## Основные показатели

### Корпоративные действия

Мероприятие	Срок
Прием требований акционеров ОГК-1, ОГК-3, Башкирэнерго о выкупе акций, выкуп предъявленных акций	июнь-август 2012 г.
Реорганизация ОГК-1 и ОГК-3	октябрь 2012 г.
Реорганизация Башкирэнерго	октябрь 2012 г.
Реорганизация ИНТЕР РАО	октябрь 2012 г.
Гос. регистрация отчета об итогах размещения доп. выпуска акций ИНТЕР РАО	ноябрь 2012 г.

Источник: данные компании.

### Портфель миноритарных долей

Наименование компании	На 31.12.2012	На 01.07.2012
Иркутскэнерго	40,01%	40,01%
ТГК-7	39,39%	39,39%
Томская энергосбытовая компания	31,27%	31,27%
Башкирэнерго	26,65%	26,65%
ТГК-6	26,09%	26,09%
ОГК-2	5,70%	5,70%
Мосэнерго	5,05%	5,05%
Квадра	2,25%	2,25%
ТГК-1	1,97%	1,97%
РусГидро	1,85%	1,83%
ТГК-9	1,71%	1,71%
ТГК-2	1,21%	1,19%
ТГК-14	0,60%	0,60%
ФСК ЭС	0,37%	0,37%
Новосибирскэнерго	0,16%	0,16%
Э.ОН Россия	3,26%	0%
Энел ОГК-5	26,43%	0%
Енисейская ТГК	2,16%	0%
Кузбассэнерго	1,97%	0%
ОГК-6	0,00%	0%
РАО ЭС Востока	0,00%	0%
Фортум	3,04%	0%
Кубанская генерирующая компания	26,26%	0%
Кубанская энергосбытовая компания	26,26%	0%
Томскэнергоремонт	25,88%	0%

Источник: данные компании.

### Финансовые показатели и коэффициенты (МСФО)

	2011	2012 (П)	2013 (П)
Выручка, млн долл.	18 243	20 447	22 771
ЕБИТДА, млн долл.	1 293	1 232	1 609
Чистая прибыль, млн долл.	1 230	471	523
Норма ЕБИТДА, %	7,1	6,0	7,1
Норма чистой прибыли, %	6,7	2,3	2,3
EPS	0,00013	0,00005	0,00005
EV / S	0,45	0,40	0,36
EV / ЕБИТДА	6,35	6,66	5,10
P / E	6,56	17,12	15,41
ROIC, %	5,5	2,6	3,7
ROE, %	11,6	3,9	4,3



## Финансовая модель и оценка Интер РАО, млн долл.

	2011	2012 (п)	2013 (п)	2014 (п)	2015 (п)		2011	2012 (п)	2013 (п)	2014 (п)	2015 (п)			
<b>Отчет о прибылях и убытках</b>						<b>WACC</b>								
Выручка	18 243	20 447	22 771	24 866	26 192	Безрисковая ставка, %	4,8	5,5	5,8	6,0				
Операционные расходы (без амортизации)	(16 950)	(19 215)	(21 162)	(23 175)	(24 500)	Налог на прибыль, %	20,0	20,0	20,0	20,0				
<b>EBITDA</b>	<b>1 293</b>	<b>1 232</b>	<b>1 609</b>	<b>1 691</b>	<b>1 692</b>	<b>Стоимость акционерного капитала (ао), %</b>	<b>12,6</b>	<b>13,5</b>	<b>13,8</b>	<b>15,3</b>				
Амортизация	(442)	(709)	(818)	(913)	(933)	Систематический риск рынка акций, %	5,0	5,0	5,0	5,0				
<b>EBIT</b>	<b>851</b>	<b>523</b>	<b>791</b>	<b>777</b>	<b>759</b>	Beta leveraged	1,0	1,0	1,0	1,3				
Разовые статьи	251	0	0	0	0	Специфический риск компании, %	3,0	3,0	3,0	3,0				
Процентные расходы	(110)	(137)	(372)	(470)	(516)	<b>Стоимость долга, %</b>	<b>6,1</b>	<b>6,9</b>	<b>7,2</b>	<b>7,3</b>				
Неоперационные доходы/расходы	193	146	165	174	168	Специфический риск компании, %	1,4	1,4	1,4	1,4				
Доля в прибыли ассоциированных и совместно контролируемых компаний	577	143	166	360	388	<b>WACC, %</b>	<b>10,8</b>	<b>11,4</b>	<b>11,7</b>	<b>13,0</b>				
<b>Прибыль до налогообложения</b>	<b>1 763</b>	<b>675</b>	<b>750</b>	<b>841</b>	<b>798</b>	<b>Свободный денежный поток</b>								
Налог на прибыль	(353)	(135)	(150)	(168)	(160)	НОРАТ								
Доля меньшинства	(181)	(69)	(77)	(86)	(82)	Амортизация	709	818	913	933				
<b>Чистая прибыль</b>	<b>1 230</b>	<b>471</b>	<b>523</b>	<b>587</b>	<b>557</b>	Капитальные затраты	(3 379)	(1 913)	(1 640)	(1 076)				
<b>Баланс</b>						Изменение чистого оборотного капитала	(134)	(203)	(143)	(101)				
<b>Долгосрочные активы</b>	<b>10 190</b>	<b>13 845</b>	<b>14 615</b>	<b>15 202</b>	<b>15 064</b>	<b>Свободный денежный поток</b>	<b>(2 157)</b>	<b>(316)</b>	<b>272</b>	<b>912</b>				
Основные средства и нематериальные	7 216	10 528	11 356	11 953	11 852	Ставка дисконтирования, %								
Прочие долгосрочные активы	2 974	3 316	3 259	3 249	3 212	Коэффициент дисконтирования			0,95	0,85	0,76			
<b>Краткосрочные активы</b>	<b>6 331</b>	<b>7 460</b>	<b>8 019</b>	<b>8 555</b>	<b>8 875</b>	<b>Дисконтированный свободный денежный поток</b>	<b>(299)</b>	<b>231</b>	<b>690</b>					
Оборотные активы	4 979	5 873	6 261	6 642	6 865	<b>Оценка стоимости обыкновенных акций</b>								
Краткосрочные инвестиции	0	68	67	67	66	Ставка роста в постпрогнозный период, %	3,0							
Денежные средства	1 352	1 518	1 691	1 846	1 945	Сумма дисконтированного денежного потока (+)	4 837							
<b>Итого активы</b>	<b>16 521</b>	<b>21 305</b>	<b>22 633</b>	<b>23 757</b>	<b>23 939</b>	Дисконтированная продленная стоимость (+)	5 227							
<b>Средства акционеров</b>	<b>12 134</b>	<b>13 761</b>	<b>14 017</b>	<b>14 527</b>	<b>14 891</b>	<b>Стоимость бизнеса компании</b>	<b>10 064</b>							
Акционерный капитал	10 793	12 220	12 425	12 855	13 155	Стоимость чистого долга (-)	2 441							
Доля меньшинства	1 341	1 541	1 591	1 672	1 736	Доля миноритарных акционеров (-)	1 399							
<b>Долгосрочные обязательства</b>	<b>2 354</b>	<b>4 725</b>	<b>5 072</b>	<b>6 069</b>	<b>5 119</b>	Стоимость финансовых вложений (+)	4 868							
Долгосрочные займы	1 383	3 597	3 965	4 965	4 027	<b>Стоимость акционерного капитала</b>	<b>11 093</b>							
Прочие долгосрочные обязательства	972	1 127	1 108	1 104	1 092	<b>Фундаментальная стоимость ао, долл.</b>	<b>0,0011</b>							
<b>Краткосрочные обязательства</b>	<b>2 033</b>	<b>2 819</b>	<b>3 544</b>	<b>3 161</b>	<b>3 930</b>	<b>Чувствительность оценки, %</b>								
Краткосрочные займы	107	430	911	277	883	TGR	WACC	-3,0	-2,0	-1,0	тек.	1,0	2,0	3,0
Оборотные обязательства	1 926	2 389	2 633	2 883	3 047	1,0	+20%	+10%	+1%	-7%	-13%	-19%	-24%	
<b>Итого обязательства и средства акционеров</b>	<b>16 521</b>	<b>21 305</b>	<b>22 633</b>	<b>23 757</b>	<b>23 939</b>	2,0	+27%	+15%	+5%	-4%	-11%	-17%	-22%	
<b>Движение денежных средств</b>						3,0	+36%	+21%	+9%	+0%	-8%	-14%	-20%	
<b>Основная деятельность</b>	<b>1 565</b>	<b>1 146</b>	<b>1 309</b>	<b>1 536</b>	<b>1 582</b>	4,0	+46%	+29%	+15%	+5%	-4%	-12%	-18%	
Чистая прибыль	1 230	471	523	587	557	5,0	+60%	+39%	+23%	+10%	-0%	-8%	-15%	
Амортизация	442	709	818	913	933	<b>Рыночные мультипликаторы, 1x</b>								
Изменение оборотного капитала	502	(134)	(203)	(143)	(101)	EV / Sales	0,4	0,4	0,4	0,3	0,3			
Прочее	(608)	100	171	178	193	EV / EBITDA	6,3	6,7	5,1	4,9	4,8			
<b>Инвестиционная деятельность</b>	<b>(856)</b>	<b>(3 500)</b>	<b>(1 913)</b>	<b>(1 640)</b>	<b>(1 076)</b>	EV / EBIT	9,6	15,7	10,4	10,6	10,8			
Приобретение внеоборотных активов	(899)	(3 379)	(1 913)	(1 640)	(1 076)	P / E	6,6	17,1	15,4	13,7	14,5			
Приобретение/продажа дочерних	397	0	0	0	0	P / BV	0,7	0,6	0,6	0,6	0,5			
Прочее	(354)	(121)	0	0	0	EV / FCF	4,8	отр.	отр.	30,1	9,0			
<b>Финансовая деятельность</b>	<b>(302)</b>	<b>2 389</b>	<b>802</b>	<b>265</b>	<b>(387)</b>	EPS	0,00013	0,00005	0,00005	0,00006	0,00006			
Изменение долга	(160)	2 423	908	384	(274)									
Изменение акционерного капитала	2	1	0	0	0									
Выплата дивидендов	(55)	(95)	(106)	(119)	(113)									
Прочее	(88)	61	0	0	0									
<b>Изменение денежных средств</b>	<b>407</b>	<b>35</b>	<b>199</b>	<b>161</b>	<b>119</b>									
<b>Коэффициенты</b>														
Рентабельность EBITDA, %	7,1	6,0	7,1	6,8	6,5									
Рентабельность чистой прибыли, %	6,7	2,3	2,3	2,4	2,1									
EBITDA / процентные расходы, 1x	11,8	9,0	4,3	3,6	3,3									
Инвестиции / выручка, %	4,9	16,5	8,4	6,6	4,1									
ROE, %	11,6	3,9	4,3	4,6	4,3									
ROIIC, %	5,5	2,6	3,7	3,5	3,4									
Долг/EBITDA	1,2	3,3	3,0	3,1	2,9									
Чистый долг/EBITDA	0,1	2,0	1,9	2,0	1,7									
Долг/собственный капитал	0,1	0,3	0,3	0,4	0,3									

Источник: данные компании. Оценка: Велес Капитал



## Э.ОН Россия

Лидер тепловой генерации

### Цель: 12,63 центов (+70,82%), ПОКУПАТЬ

Аналитик: Анна Дианова  
Эл. почта: ADianova@vees-capital.ru

### Ключевые моменты

#### Результаты за 1 кв. 2012 г. лучше, чем у компаний-аналогов

Учитывая неблагоприятную конъюнктуру в секторе электроэнергетики в этом году, результаты Э.ОН Россия (ранее – ОГК-4) за 1 кв. 2012 г. можно рассматривать как сильные. Компания увеличила выработку электроэнергии в 1 кв. 2012 г. на 12% (по сравнению с аналогичным периодом прошлого года) на фоне среднего прироста потребления электроэнергии в 2,2%. Э.ОН Россия – одна из немногих компаний сектора, сохранивших рентабельность в 1 кв. 2012 г., тогда как большинство компаний продемонстрировали снижение выручки (+16% у Э.ОН Россия). Позитивом для Э.ОН Россия является отмена с 2012 г. price-cap в ЗСП Сибири, где работает Березовская ГРЭС.

#### Э.ОН Россия выплатила дивиденды за 2011 г.

Акционеры Э.ОН. Россия на годовом собрании приняли решение выплатить дивиденды по итогам 2011 г. в размере 0,057 руб. на одну обыкновенную акцию. Это первые дивиденды компании с момента прихода E.ON на российский рынок в 2007 г. Дивидендная доходность пока невысока – на дату закрытия реестра (14 мая) она составляла 2,5%, однако сам факт начала выплаты дивидендов первой среди частных электроэнергетических компаний позитивен для Э.ОН Россия. А положительный свободный денежный поток, который компания начала получать в 2011 г., дает надежду на утверждение дивидендной политики. Материнская компания E.ON направляет на дивидендные выплаты более половины чистой прибыли.

#### Э.ОН Россия остается нашим фаворитом среди ОГК

Э.ОН Россия остается нашим единственным фаворитом среди ОГК. Ее инвестиционная программа почти закончена, а дополнительных обязательств в отсутствие механизма, гарантирующего возврат инвестиций, компания брать пока не собирается. В настоящее время у Э.ОН Россия нет долгов. По нашим оценкам, компания способна завершить инвестпрограмму, не привлекая внешнее финансирование.

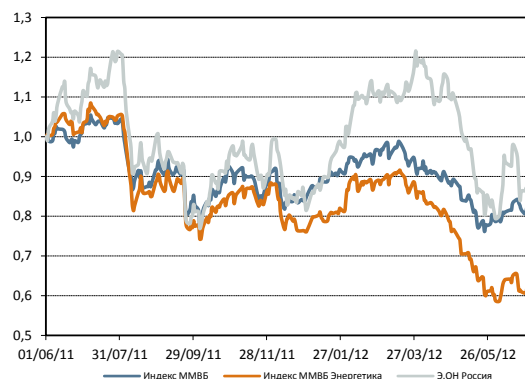
Согласно нашим ожиданиям, операционная рентабельность компании будет сохраняться на уровне выше 30%, а материнская компания продолжит «выводить» прибыль из российского подразделения через дивиденды.

Кроме того, по нашему мнению, Э.ОН Россия стоит в конце списка потенциальных жертв «обратной консолидации» отрасли.

Наша справедливая стоимость обыкновенных акций компании, полученная методом DCF с использованием последней доступной отчетности по МСФО, составляет 12,63 цента за акцию, что указывает на потенциал роста в размере 70,82%. В связи с этим мы присваиваем акциям компании рекомендацию «ПОКУПАТЬ».

### Основные показатели

Динамика цены акций компании относительно индекса ММВБ



#### Акционеры



#### Информация о компании

Код РТС	EONR
Цена обыкн. акции, долл.	0,07
Мин./макс. цена акции за 52 недели, долл.	0,06 / 0,10
<b>Справедливая цена акции на конец года, долл.</b>	<b>0,13</b>
Потенциал роста (об.), %	70,8
Всего обыкновенных акций, шт.	63 048 706 146
Рыночная капитализация, млн долл.	4 663
EV, млн долл.	3 896

#### Финансовые показатели и коэффициенты (МСФО)

	2011	2012 (П)	2013 (П)
Выручка, млн долл.	2 248	2 533	2 757
ЕБИТДА, млн долл.	773	854	906
Чистая прибыль, млн долл.	497	562	606
Норма ЕБИТДА, %	34,4	33,7	32,8
Норма чистой прибыли, %	22,1	22,2	22,0
EPS	0,008	0,009	0,010
EV / S	1,73	1,54	1,41
EV / ЕБИТДА	5,04	4,56	4,30
P / E	9,38	8,30	7,70
ROIC, %	18,4	16,8	16,5
ROE, %	14,7	13,2	12,6



## Финансовая модель и оценка Э.ОН Россия, млн долл.

	2011	2012 (п)	2013 (п)	2014 (п)	2015 (п)		2011	2012 (п)	2013 (п)	2014 (п)	2015 (п)			
<b>Отчет о прибылях и убытках</b>						<b>WACC</b>								
Выручка	2 248	2 533	2 757	2 987	3 351	Безрисковая ставка, %	4,8	5,5	5,8	6,0				
Операционные расходы (без амортизации)	(1 476)	(1 680)	(1 851)	(2 059)	(2 315)	Налог на прибыль, %	20,0	20,0	20,0	20,0				
EBITDA	773	854	906	928	1 037	Стоимость акционерного капитала (ао), %	12,5	13,2	13,5	14,8				
Амортизация	(178)	(182)	(181)	(183)	(213)	Систематический риск рынка акций, %	5,0	5,0	5,0	5,0				
EBIT	595	672	724	745	824	Beta leveraged	0,8	0,8	0,8	1,0				
Разовые статьи	0	0	0	0	0	Специфический риск компании, %	3,8	3,8	3,8	3,8				
Процентные расходы	0	0	0	0	0	Стоимость долга, %	6,0	6,7	7,0	7,1				
Неоперационные доходы/расходы	24	30	33	33	37	Специфический риск компании, %	1,2	1,2	1,2	1,2				
Прибыль до налогообложения	618	702	757	779	861	WACC, %	12,5	13,2	13,5	14,8				
Налог на прибыль	(122)	(140)	(151)	(156)	(172)	<b>Свободный денежный поток</b>								
Доля меньшинства	0	0	0	0	0	НОПАТ	562	605	623	689				
Чистая прибыль	497	562	606	623	689	Амортизация	182	181	183	213				
<b>Баланс</b>						Капитальные затраты	(561)	(552)	(178)	(178)				
Долгосрочные активы	2 732	3 368	3 671	3 645	3 559	Изменение чистого оборотного капитала	19	(0)	2	(1)				
Основные средства и нематериальные	2 721	3 356	3 659	3 633	3 547	Свободный денежный поток	201	234	630	722				
Прочие долгосрочные активы	11	12	12	12	12	Ставка дисконтирования, %		13,2	13,5	14,8				
Краткосрочные активы	1 004	1 322	1 573	2 235	2 986	Коэффициент дисконтирования		0,94	0,83	0,73				
Оборотные активы	236	270	295	322	361	Дисконтированный свободный денежный поток		220	523	525				
Краткосрочные инвестиции	440	649	838	1 437	2 091	<b>Оценка стоимости обыкновенных акций</b>								
Денежные средства	327	403	439	476	534	Ставка роста в постпрогнозный период, %	3,0							
Итого активы	3 736	4 691	5 244	5 881	6 545	Сумма дисконтированного денежного потока (+)	3 474							
Средства акционеров	3 369	4 259	4 791	5 398	6 027	Дисконтированная продленная стоимость (+)	2 789							
Акционерный капитал	3 369	4 259	4 791	5 399	6 028	Стоимость бизнеса компании	6 263							
Доля меньшинства	0	0	-1	-1	-1	Стоимость чистого долга (-)	(1 052)							
Долгосрочные обязательства	164	180	177	176	174	Доля миноритарных акционеров (-)	(0)							
Долгосрочные займы	0	0	0	0	0	Стоимость финансовых вложений (+)	650							
Прочие долгосрочные обязательства	164	180	177	176	174	Стоимость акционерного капитала	7 965							
Краткосрочные обязательства	203	252	277	306	344	Фундаментальная стоимость ао, долл.	0,13							
Краткосрочные займы	0	0	0	0	0	<b>Чувствительность оценки, %</b>								
Оборотные обязательства	203	252	277	306	344	TGR	WACC	-3,0	-2,0	-1,0	тек.	1,0	2,0	3,0
Итого обязательства и средства акционеров	3 736	4 691	5 244	5 881	6 545	1,0	+17%	+8%	+1%	-6%	-11%	-16%	-20%	
<b>Движение денежных средств</b>						2,0	+22%	+12%	+4%	-3%	-9%	-14%	-18%	
Основная деятельность	766	771	796	818	911	3,0	+28%	+17%	+8%	+0%	-6%	-12%	-17%	
Чистая прибыль	497	562	606	623	689	4,0	+36%	+23%	+12%	+4%	-4%	-10%	-15%	
Амортизация	178	182	181	183	213	5,0	+46%	+30%	+18%	+8%	-0%	-7%	-13%	
Изменение оборотного капитала	36	19	(0)	2	(1)	<b>Рыночные мультипликаторы, 1x</b>								
Прочее	56	9	9	9	11	EV / Sales	1,7	1,5	1,4	1,3	1,2			
Инвестиционная деятельность	(420)	(727)	(753)	(780)	(848)	EV / EBITDA	5,0	4,6	4,3	4,2	3,8			
Приобретение внеоборотных активов	(450)	(561)	(552)	(178)	(178)	EV / EBIT	6,5	5,8	5,4	5,2	4,7			
Приобретение/продажа дочерних	0	0	0	0	0	P / E	9,4	8,3	7,7	7,5	6,8			
Прочее	30	(166)	(201)	(602)	(670)	P / BV	1,4	1,1	1,0	0,9	0,8			
Финансовая деятельность	(0)	(0)	(0)	(0)	(0)	EV / FCF	14,8	19,4	16,6	6,2	5,4			
Изменение долга	0	0	0	0	0	EPS	0,008	0,009	0,010	0,010	0,011			
Изменение акционерного капитала	0	0	0	0	0									
Выплата дивидендов	(0)	(0)	(0)	(0)	(0)									
Прочее	0	0	0	0	0									
Изменение денежных средств	346	45	43	38	63									
<b>Кoeffициенты</b>														
Рентабельность EBITDA, %	34,4	33,7	32,8	31,1	30,9									
Рентабельность чистой прибыли, %	22,1	22,2	22,0	20,9	20,6									
EBITDA / процентные расходы, 1x	н/с	н/с	н/с	н/с	н/с									
Инвестиции / выручка, %	20,0	22,1	20,0	6,0	5,3									
ROE, %	14,7	13,2	12,6	11,5	11,4									
ROIC, %	18,4	16,8	16,5	17,1	19,4									
Долг/EBITDA	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0									
Чистый долг/EBITDA	н/с	н/с	н/с	н/с	н/с									
Долг/собственный капитал	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0									

Источник: данные компании. Оценка: Велес Капитал



## Энел ОГК-5

Итальянцы в России

## Цель: 5,14 центов (-4,25%), ДЕРЖАТЬ

Аналитик: Анна Дианова  
Эл. почта: ADianova@veles-capital.ru

### Ключевые моменты

#### Неплохие результаты за 1 кв. 2012 г.

Энел ОГК-5 – одна из немногих компаний сектора электроэнергетики, продемонстрировавших рост выручки в 1 кв. 2012 г. Однако рост себестоимости оказался опережающим, в результате чего рентабельность компании снизилась. Тем не менее, снижение рентабельности по сравнению с аналогичным периодом прошлого года не критично: операционная рентабельность снизилась на 4%, чистая – на 2% согласно отчетности за 1 кв. 2012 г. по МСФО, составив 16% и 12% соответственно.

#### К 2016 г. установленная мощность ОГК-5 снизится с 9 576 МВт на данный момент до 9 350 МВт

Мы прогнозируем рост производства электроэнергии ОГК-5 в 2012 г. на 4% за счет работы новых мощностей и пуска энергоблоков на Рефтинской ГРЭС. Однако с 2013 г. небольшое (в пределах 1%) падение производства может возобновиться из-за вывода из эксплуатации старых мощностей, который не полностью компенсируется модернизацией.

В период с 2012 по 2016 гг. на Невинномысской ГРЭС будет выведено около 300 МВт, на Среднеуральской ГРЭС около 400 МВт будет модернизировано с фактическим приростом мощности на 50 МВт. На Рефтинской ГРЭС в 2012 г. будет завершена модернизация блока №5 с увеличением установленной мощности на 25 МВт. В 2015 г. будет завершена модернизация блока №4 с таким же увеличением, т.е. в итоге к 2016 г. установленная мощность Рефтинской ГРЭС достигнет 3850 МВт. По Конаковской ГРЭС изменений не планируется.

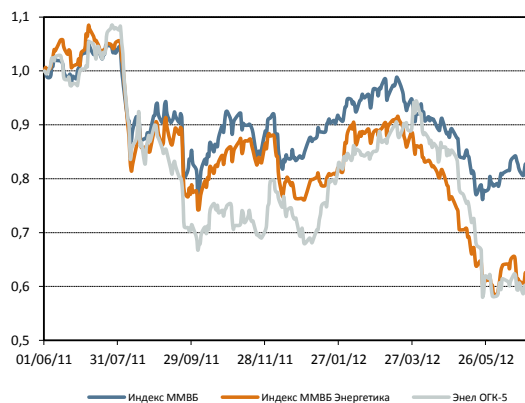
#### Энел планирует сохранить высокий уровень капитальных затрат

Российский сегмент остается одним из наиболее прибыльных для итальянской Enel. Несмотря на то, что ОГК-5 завершила в 2011 г. обязательную инвестиционную программу, Enel планирует капитальные вложения в этот актив в 2012-2016 гг. на уровне 47,5 млрд руб., которые пойдут на модернизацию генерирующих мощностей. Отметим, что в настоящее время гарантированного механизма возврата инвестиций по модернизированным объектам нет, а следовательно, экономический эффект от модернизации будет заметен лишь в долгосрочной перспективе.

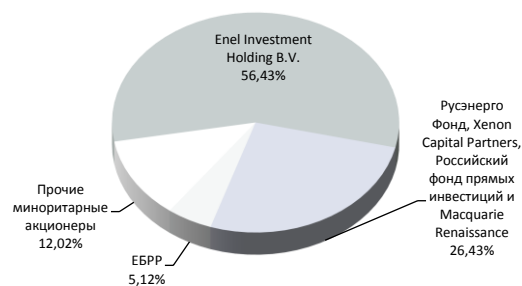
Мы понижаем нашу оценку акций Энел ОГК-5 в связи с пересмотром прогноза по темпам роста цен на электроэнергию до 5,14 центов за акцию, что указывает на потенциал снижения в размере 4,25%. В связи с этим мы присваиваем акциям компании рекомендацию «ДЕРЖАТЬ».

### Основные показатели

#### Динамика цены акций компании относительно индекса ММВБ



#### Акционеры



Примечание: структура акционерного капитала приведена с учетом продажи ИНТЕР РАО ЕЭС 26,43% акций Энел ОГК-5

#### Информация о компании

Код РТС	OGKE
Цена обыкновенной акции, долл.	0,0537
Мин./макс. цена акции за 52 недели, долл.	0,0486 / 0,0908
<b>Справедливая цена акции на конец года, долл.</b>	<b>0,0514</b>
Потенциал роста (об.), %	-4,2
Всего обыкновенных акций, шт. <sup>1</sup>	34 960 838 370
Рыночная капитализация, млн долл.	1 877
EV, млн долл.	2 729

<sup>1</sup> За вычетом казначейских акций

#### Финансовые показатели и коэффициенты (МСФО)

	2011	2012 (п)	2013 (п)
Выручка, млн долл.	2 045	2 228	2 407
ЕБИТДА, млн долл.	391	446	516
Чистая прибыль, млн долл.	169	221	235
Норма ЕБИТДА, %	19,1	20,0	21,4
Норма чистой прибыли, %	8,3	9,9	9,8
EPS	0,005	0,006	0,007
EV / S	1,33	1,22	1,13
EV / ЕБИТДА	6,98	6,11	5,29
P / E	11,09	8,51	7,98
ROIC, %	7,3	6,2	6,9
ROE, %	7,7	8,4	8,4





## Финансовая модель и оценка Энел ОГК-5, млн долл.

	2011	2012 (П)	2013 (П)	2014 (П)	2015 (П)		2011	2012 (П)	2013 (П)	2014 (П)	2015 (П)			
<b>Отчет о прибылях и убытках</b>						<b>WACC</b>								
Выручка	2 045	2 228	2 407	2 603	2 715	Безрисковая ставка, %		5,5	5,8	6,0				
Операционные расходы (без амортизации)	(1 654)	(1 782)	(1 891)	(2 064)	(2 168)	Налог на прибыль, %		20,0	20,0	20,0				
<b>EBITDA</b>	<b>391</b>	<b>446</b>	<b>516</b>	<b>540</b>	<b>547</b>	<b>Стоимость акционерного капитала (ао), %</b>		<b>14,6</b>	<b>14,7</b>	<b>16,0</b>				
Амортизация	(113)	(162)	(180)	(201)	(216)	Систематический риск рынка акций, %		5,0	5,0	5,0				
<b>EBIT</b>	<b>278</b>	<b>285</b>	<b>335</b>	<b>339</b>	<b>331</b>	Beta leveraged		1,1	1,0	1,2				
Разовые статьи	(39)	0	0	0	0	Специфический риск компании, %		3,8	3,8	3,8				
Процентные расходы	(46)	(68)	(81)	(82)	(75)	<b>Стоимость долга, %</b>		<b>7,0</b>	<b>7,3</b>	<b>7,4</b>				
Неоперационные доходы/расходы	21	58	39	75	29	Специфический риск компании, %		1,6	1,5	1,4				
Доля в прибыли от совместной деятельности	0	0	0	0	0	<b>WACC, %</b>		<b>11,8</b>	<b>12,3</b>	<b>13,7</b>				
<b>Прибыль до налогообложения</b>	<b>213</b>	<b>275</b>	<b>293</b>	<b>332</b>	<b>286</b>	<b>Свободный денежный поток</b>								
Налог на прибыль	(44)	(55)	(59)	(66)	(57)	<b>НОРАТ</b>		<b>279</b>	<b>335</b>	<b>331</b>	<b>332</b>			
Доля меньшинства	0	1	1	1	1	Амортизация		162	180	201	216			
<b>Чистая прибыль</b>	<b>169</b>	<b>221</b>	<b>235</b>	<b>266</b>	<b>229</b>	Капитальные затраты		(415)	(409)	(329)	(248)			
<b>Баланс</b>						Изменение чистого оборотного капитала		(104)	(25)	(24)	(16)			
<b>Долгосрочные активы</b>	<b>3 190</b>	<b>3 750</b>	<b>3 910</b>	<b>4 022</b>	<b>4 004</b>	<b>Свободный денежный поток</b>		<b>(78)</b>	<b>81</b>	<b>179</b>	<b>284</b>			
Основные средства и нематериальные	3 163	3 720	3 880	3 992	3 975	Ставка дисконтирования, %		11,8	12,3	13,7				
Прочие долгосрочные активы	27	30	30	29	29	Коэффициент дисконтирования		0,95	0,84	0,75				
<b>Краткосрочные активы</b>	<b>505</b>	<b>602</b>	<b>647</b>	<b>702</b>	<b>733</b>	<b>Дисконтированный свободный денежный поток</b>		<b>77</b>	<b>151</b>	<b>212</b>				
Оборотные активы	358	426	458	497	519	<b>Оценка стоимости обыкновенных акций</b>								
Краткосрочные инвестиции	0	0	0	0	0	Ставка роста в постпрогнозный период, %		3,0						
Денежные средства	147	176	190	205	214	Сумма дисконтированного денежного потока (+)		1 457						
<b>Итого активы</b>	<b>3 695</b>	<b>4 352</b>	<b>4 557</b>	<b>4 724</b>	<b>4 737</b>	Дисконтированная продленная стоимость (+)		1 408						
<b>Средства акционеров</b>	<b>2 179</b>	<b>2 611</b>	<b>2 800</b>	<b>3 057</b>	<b>3 251</b>	<b>Стоимость бизнеса компании</b>		<b>2 864</b>						
Акционерный капитал	2 178	2 611	2 801	3 058	3 253	Стоимость чистого долга (-)		1 069						
Доля меньшинства	1	0	0	-1	-2	Доля миноритарных акционеров (-)		0						
<b>Долгосрочные обязательства</b>	<b>1 226</b>	<b>1 401</b>	<b>1 376</b>	<b>1 232</b>	<b>1 007</b>	Стоимость финансовых вложений (+)		2						
Долгосрочные займы	959	1 108	1 088	945	723	<b>Стоимость акционерного капитала</b>		<b>1 797</b>						
Прочие долгосрочные обязательства	267	293	288	287	284	<b>Фундаментальная стоимость ао, долл.</b>		<b>0,0514</b>						
<b>Краткосрочные обязательства</b>	<b>290</b>	<b>339</b>	<b>381</b>	<b>435</b>	<b>479</b>	<b>Чувствительность оценки, %</b>								
Краткосрочные займы	40	136	167	205	239	TGR	WACC	-3,0	-2,0	-1,0	тек.	1,0	2,0	3,0
Оборотные обязательства	250	203	214	230	239	1,0		+37%	+18%	+1%	-13%	-25%	-35%	-44%
<b>Итого обязательства и средства акционеров</b>	<b>3 695</b>	<b>4 352</b>	<b>4 557</b>	<b>4 724</b>	<b>4 737</b>	2,0		+50%	+27%	+8%	-7%	-20%	-31%	-41%
<b>Движение денежных средств</b>						3,0		+65%	+38%	+17%	+0%	-14%	-27%	-37%
<b>Основная деятельность</b>	<b>428</b>	<b>272</b>	<b>413</b>	<b>431</b>	<b>461</b>	4,0		+84%	+53%	+28%	+8%	-8%	-21%	-33%
Чистая прибыль	169	221	235	266	229	5,0		+109%	+70%	+41%	+18%	-0%	-15%	-28%
Амортизация	113	162	180	201	216	<b>Рыночные мультипликаторы, 1x</b>								
Изменение оборотного капитала	(2)	(104)	(25)	(24)	(16)	EV / Sales		1,3	1,2	1,1	1,0	1,0		
Прочее	147	(6)	23	(12)	32	EV / EBITDA		7,0	6,1	5,3	5,1	5,0		
<b>Инвестиционная деятельность</b>	<b>(587)</b>	<b>(415)</b>	<b>(409)</b>	<b>(329)</b>	<b>(248)</b>	EV / EBIT		9,8	9,6	8,1	8,1	8,2		
Приобретение внеоборотных активов	(589)	(415)	(409)	(329)	(248)	P / E		11,1	8,5	8,0	7,1	8,2		
Приобретение/продажа дочерних	0	0	0	0	0	P / BV		0,9	0,7	0,7	0,6	0,6		
Прочее	2	0	0	0	0	EV / FCF		отр.	отр.	33,5	15,2	9,6		
<b>Финансовая деятельность</b>	<b>303</b>	<b>157</b>	<b>13</b>	<b>(86)</b>	<b>(202)</b>	EPS		0,005	0,006	0,007	0,008	0,007		
Изменение долга	369	157	13	(86)	(202)									
Изменение акционерного капитала	0	0	0	0	0									
Выплата дивидендов	0	0	0	0	0									
Прочее	(67)	0	0	0	0									
<b>Изменение денежных средств</b>	<b>143</b>	<b>14</b>	<b>17</b>	<b>16</b>	<b>11</b>									
<b>Коэффициенты</b>														
Рентабельность EBITDA, %	19,1	20,0	21,4	20,7	20,1									
Рентабельность чистой прибыли, %	8,3	9,9	9,8	10,2	8,4									
EBITDA / процентные расходы, 1x	8,5	6,6	6,4	6,6	7,3									
Инвестиции / выручка, %	28,8	18,6	17,0	12,6	9,1									
ROE, %	7,7	8,4	8,4	8,7	7,0									
ROIC, %	7,3	6,2	6,9	6,8	6,6									
Долг/EBITDA	2,6	2,8	2,4	2,1	1,8									
Чистый долг/EBITDA	2,2	2,4	2,1	1,8	1,4									
Долг/собственный капитал	0,5	0,5	0,4	0,4	0,3									

Источник: данные компании. Оценка: Велес Капитал

**ТГК-1****Цель: 0,03 цента (+25,85%), ДЕРЖАТЬ***Не реализовавшаяся идея*Аналитик: Анна Дианова  
Эл. почта: ADianova@veles-capital.ru**Ключевые моменты****Финансовая отчетность компании не оправдала ожиданий аналитиков**

Финансовые результаты ТГК-1 за 2011 г. оказались в целом разочаровывающими, так как прогнозы аналитиков были значительно выше: EBITDA ТГК-1 за 2011 г. на 8% ниже консенсус-прогноза по версии Bloomberg, чистая прибыль – на 31% ниже.

В 1 кв. 2012 г. ТГК-1 продемонстрировала снижение выручки на 6% (по МСФО), операционная рентабельность упала на 5% (до 19%). Основные причины – снижение цен на электроэнергию на РСВ и снятие статуса «вынужденной генерации» с 8 станций компании в 2012 г., что привело к снижению для этих станций отпускных цен на электроэнергию и мощность.

**ТГК-1 запускает программу «Бережливого производства»**

Программа повышения акционерной стоимости компании включает:

1. Внедрение программы «Бережливое производство» (на основе успешного опыта Мосэнерго). Экономический эффект, ожидаемый менеджментом компании от внедрения принципов бережливого производства и стратегии трейдинга на рынке э/э в 2012 г., составляет 110 млн руб.

2. Оптимизацию затрат и дебиторской задолженности. Планируемый эффект на 2012 г. – 260 млн руб., из которых: 150 млн руб. – экономия, достигнутая за счет оптимизации системы закупок; 79 млн руб. – взыскание просроченной дебиторской задолженности; 31 млн руб. – введение во всех филиалах единой информационной платформы.

3. Продажу непрофильных активов. Планируемый эффект на 2012 г. – 632 млн руб., из которых: 442 млн руб. – продажа Автотранспортного предприятия (АТП), 42 млн руб. – сокращение персонала АТП, 145 млн руб. – продажа прочих непрофильных активов, 3 млн руб. – сокращение затрат на транспорт.

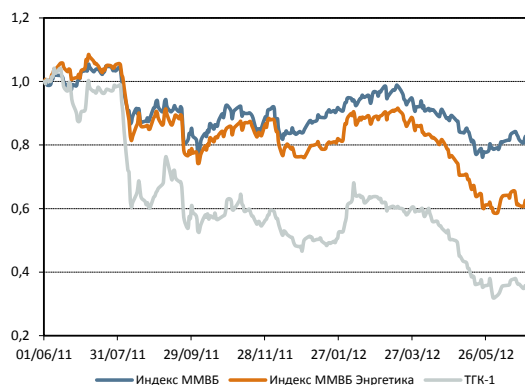
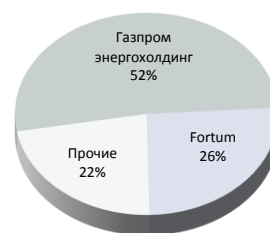
4. Продажу неликвидов. Планируемый эффект на 2012 г. – 10 млн руб.

Таким образом, ожидаемый эффект от программы повышения акционерной стоимости оценивается в 1 012 млн руб. увеличения EBITDA в 2012 г. Выполнение программы планируется достичь установлением целевых значений КПЭ с привязкой к EBITDA для менеджмента компании.

Наша справедливая стоимость обыкновенных акций компании, полученная методом DCF с использованием последней доступной отчетности по МСФО, составляет 0,03 цента за акцию, что указывает на потенциал роста в размере 25,85%. При этом мы отмечаем, что ТГК-1 уже долгое время торгуется со значительным дисконтом к своей справедливой стоимости из-за довлеющих над компанией негативных слухов, в частности, о возможности продажи гидроактивов. В связи с этим мы присваиваем акциям компании рекомендацию «ДЕРЖАТЬ».

**Основные показатели**

Динамика цены акций компании относительно индекса ММВБ

**Акционеры****Информация о компании**

Код РТС	ТГКА
Цена обыкновенной акции, долл.	0,0002
Мин./макс. цена акции за 52 недели, долл.	0,0002 / 0,0006
Справедливая цена акции на конец года, долл.	<b>0,0003</b>
Потенциал роста (об.), %	25,8
Всего обыкновенных акций, шт.	3 854 341 416 571
Рыночная капитализация, млн долл.	789
EV, млн долл.	1 332

**Финансовые показатели и коэффициенты (МСФО)**

	2011	2012 (П)	2013 (П)
Выручка, млн долл.	2 050	2 196	2 578
EBITDA, млн долл.	404	452	612
Чистая прибыль, млн долл.	127	117	191
Норма EBITDA, %	19,7	20,6	23,7
Норма чистой прибыли, %	6,2	5,3	7,4
EPS	0,00003	0,00003	0,00005
EV / S	0,65	0,61	0,52
EV / EBITDA	3,30	2,95	2,18
P / E	6,21	6,73	4,14
ROIC, %	4,8	4,4	6,9
ROE, %	5,0	4,1	6,3



## Финансовая модель и оценка ТГК-1, млн долл.

	2011	2012 (п)	2013 (п)	2014 (п)	2015 (п)		2011	2012 (п)	2013 (п)	2014 (п)	2015 (п)			
<b>Отчет о прибылях и убытках</b>						<b>WACC</b>								
Выручка	2 050	2 196	2 578	2 789	2 888	Безрисковая ставка, %	4,8	5,5	5,8	6,0				
Операционные расходы (без амортизации)	(1 646)	(1 744)	(1 966)	(2 159)	(2 267)	Налог на прибыль, %	20,0	20,0	20,0	20,0				
<b>EBITDA</b>	<b>404</b>	<b>452</b>	<b>612</b>	<b>630</b>	<b>621</b>	<b>Стоимость акционерного капитала (ао), %</b>	<b>12,8</b>	<b>13,4</b>	<b>13,5</b>	<b>14,8</b>				
Амортизация	(164)	(209)	(228)	(233)	(231)	Систематический риск рынка акций, %	5,0	5,0	5,0	5,0				
<b>EBIT</b>	<b>240</b>	<b>243</b>	<b>383</b>	<b>397</b>	<b>390</b>	Beta leveraged	1,1	1,0	1,0	1,2				
Разовые статьи	(1)	0	0	0	0	Специфический риск компании, %	2,7	2,7	2,7	2,7				
Процентные расходы	(52)	(80)	(118)	(126)	(117)	<b>Стоимость долга, %</b>	<b>7,1</b>	<b>7,6</b>	<b>7,9</b>	<b>8,0</b>				
Неоперационные доходы/расходы	(7)	(10)	(16)	(16)	(16)	Специфический риск компании, %	2,3	2,2	2,1	2,0				
<b>Прибыль до налогообложения</b>	<b>180</b>	<b>153</b>	<b>249</b>	<b>256</b>	<b>257</b>	<b>WACC, %</b>	<b>10,5</b>	<b>11,2</b>	<b>11,6</b>	<b>12,9</b>				
Налог на прибыль	(47)	(31)	(50)	(51)	(51)	<b>Свободный денежный поток</b>								
Доля меньшинства	(6)	(5)	(8)	(9)	(9)	<b>НОПАТ</b>	<b>203</b>	<b>317</b>	<b>330</b>	<b>322</b>				
<b>Чистая прибыль</b>	<b>127</b>	<b>117</b>	<b>191</b>	<b>196</b>	<b>197</b>	Амортизация	209	228	233	231				
<b>Баланс</b>						Капитальные затраты	(566)	(353)	(278)	(275)				
<b>Долгосрочные активы</b>	<b>3 787</b>	<b>4 499</b>	<b>4 530</b>	<b>4 544</b>	<b>4 519</b>	Изменение чистого оборотного капитала	(15)	(50)	(18)	(8)				
Основные средства и нематериальные	3 748	4 455	4 487	4 501	4 477	<b>Свободный денежный поток</b>	<b>(170)</b>	<b>143</b>	<b>266</b>	<b>270</b>				
Прочие долгосрочные активы	40	44	43	43	42	Ставка дисконтирования, %		11,2	11,6	12,9				
<b>Краткосрочные активы</b>	<b>497</b>	<b>585</b>	<b>674</b>	<b>732</b>	<b>762</b>	Коэффициент дисконтирования		0,95	0,85	0,76				
Оборотные активы	485	567	660	716	743	<b>Дисконтированный свободный денежный поток</b>		<b>136</b>	<b>227</b>	<b>205</b>				
Краткосрочные инвестиции	0	0	0	0	0	<b>Оценка стоимости обыкновенных акций</b>								
Денежные средства	12	17	14	16	19	Ставка роста в постпрогнозный период, %	3,0							
<b>Итого активы</b>	<b>4 284</b>	<b>5 083</b>	<b>5 204</b>	<b>5 277</b>	<b>5 281</b>	Сумма дисконтированного денежного потока (+)	1 366							
<b>Средства акционеров</b>	<b>2 631</b>	<b>3 004</b>	<b>3 142</b>	<b>3 327</b>	<b>3 486</b>	Дисконтированная продленная стоимость (+)	1 103							
Акционерный капитал	2 394	2 739	2 873	3 050	3 203	<b>Стоимость бизнеса компании</b>	<b>2 470</b>							
Доля меньшинства	237	265	269	277	282	Стоимость чистого долга (-)	1 383							
<b>Долгосрочные обязательства</b>	<b>993</b>	<b>1 370</b>	<b>1 361</b>	<b>1 348</b>	<b>1 161</b>	Доля миноритарных акционеров (-)	96							
Долгосрочные займы	698	1 045	1 042	1 031	847	Стоимость финансовых вложений (+)	2							
Прочие долгосрочные обязательства	295	324	319	318	314	<b>Стоимость акционерного капитала</b>	<b>993</b>							
<b>Краткосрочные обязательства</b>	<b>660</b>	<b>710</b>	<b>701</b>	<b>602</b>	<b>635</b>	<b>Фундаментальная стоимость ао, долл.</b>	<b>0,0003</b>							
Краткосрочные займы	354	354	299	161	172	<b>Чувствительность оценки, %</b>								
Оборотные обязательства	306	356	402	441	463	TGR	WACC	-3,0	-2,0	-1,0	тек.	1,0	2,0	3,0
<b>Итого обязательства и средства акционеров</b>	<b>4 284</b>	<b>5 083</b>	<b>5 204</b>	<b>5 277</b>	<b>5 281</b>	1,0	+50%	+23%	+1%	-17%	-33%	-47%	-59%	
<b>Движение денежных средств</b>						2,0	+67%	+36%	+11%	-9%	-27%	-42%	-54%	
<b>Основная деятельность</b>	<b>235</b>	<b>330</b>	<b>394</b>	<b>436</b>	<b>446</b>	3,0	+88%	+52%	+23%	+0%	-19%	-36%	-49%	
Чистая прибыль	127	117	191	196	197	4,0	+115%	+72%	+38%	+11%	-11%	-29%	-44%	
Амортизация	164	209	228	233	231	5,0	+152%	+97%	+57%	+25%	+0%	-20%	-37%	
Изменение оборотного капитала	(91)	(15)	(50)	(18)	(8)	<b>Рыночные мультипликаторы, 1x</b>								
Прочее	35	20	24	25	26	EV / Sales	0,6	0,6	0,5	0,5	0,5			
<b>Инвестиционная деятельность</b>	<b>(579)</b>	<b>(566)</b>	<b>(353)</b>	<b>(278)</b>	<b>(275)</b>	EV / EBITDA	3,3	2,9	2,2	2,1	2,1			
Приобретение внеоборотных активов	(590)	(566)	(353)	(278)	(275)	EV / EBIT	5,6	5,5	3,5	3,4	3,4			
Приобретение/продажа дочерних	0	0	0	0	0	P / E	6,2	6,7	4,1	4,0	4,0			
Прочее	12	0	0	0	0	P / BV	0,3	0,3	0,3	0,2	0,2			
<b>Финансовая деятельность</b>	<b>346</b>	<b>240</b>	<b>(44)</b>	<b>(155)</b>	<b>(168)</b>	EV / FCF	отр.	отр.	9,3	5,0	4,9			
Изменение долга	353	289	(35)	(146)	(159)	EPS	0,00003	0,00003	0,00005	0,00005	0,00005			
Изменение акционерного капитала	0	0	0	0	0									
Выплата дивидендов	(6)	(6)	(9)	(9)	(9)									
Прочее	0	(44)	0	0	0									
<b>Изменение денежных средств</b>	<b>3</b>	<b>4</b>	<b>(3)</b>	<b>3</b>	<b>3</b>									
<b>Кoeffициенты</b>														
Рентабельность EBITDA, %	19,7	20,6	23,7	22,6	21,5									
Рентабельность чистой прибыли, %	6,2	5,3	7,4	7,0	6,8									
EBITDA / процентные расходы, 1x	7,8	5,6	5,2	5,0	5,3									
Инвестиции / выручка, %	28,8	25,8	13,7	10,0	9,5									
ROE, %	5,0	4,1	6,3	6,1	5,9									
ROIC, %	4,8	4,4	6,9	7,1	7,0									
Долг/EBITDA	2,6	3,1	2,2	1,9	1,6									
Чистый долг/EBITDA	2,6	3,1	2,2	1,9	1,6									
Долг/собственный капитал	0,4	0,5	0,4	0,4	0,3									

Источник: данные компании. Оценка: Велес Капитал



## Мосэнерго

Лучшая в когенерации

### Ключевые моменты

#### Программы контроля за расходами может оказаться недостаточной

Ситуация ручного регулирования в секторе электроэнергетики особенно негативна для сегмента когенерации, поскольку выручка от продажи тепла в данном сегменте составляет до 50%, а он полностью работает по регулируемым тарифам.

В прошлом году на фоне действия программы «Бережливого производства» Мосэнерго продемонстрировала впечатляющий контроль за расходами. Однако в этом году даже с учетом действия программы из-за ожидаемого низкого прироста выручки компании EDITDA Мосэнерго снизится, по нашим расчетам, на 1,5%. Мы прогнозируем дальнейшее плавное снижение рентабельности компании.

#### Повышение дивидендных выплат до завершения инвестпрограммы маловероятно

Компания планирует ввести к 2014 г. дополнительные 1 ГВт мощностей. В этом году на финансирование инвестиционной программы будет направлено 18 млрд руб., еще 8-10 млрд. – на модернизацию существующих мощностей. В результате свободный денежный поток Мосэнерго в 2012 г. может оказаться отрицательным, но уже в 2013 г. компания вновь выйдет на положительный free cash flow.

Тем не менее, несмотря на положительный денежный поток в прошлые периоды, компания не платит значительных дивидендов. Согласно утвержденной дивидендной политике, Мосэнерго, как и другие генкомпании под контролем Газпрома, должна направлять на выплату дивидендов от 5 до 35% чистой прибыли. До сих пор компания осуществляла дивидендные выплаты по нижней границе и, согласно нашим ожиданиям, продолжит придерживаться данной политики до завершения инвестиционной программы.

#### Фаворит среди компаний когенерации

Несмотря на достаточно негативный прогноз Мосэнерго продолжает оставаться нашим фаворитом в секторе когенерации благодаря операционной эффективности и хорошему финансовому состоянию региона. Однако мы советуем воздержаться от инвестиций в акции данного сегмента до прояснения ситуации с тарифами на тепловую энергию (возможно, введения RAB-регулирования для теплового бизнеса).

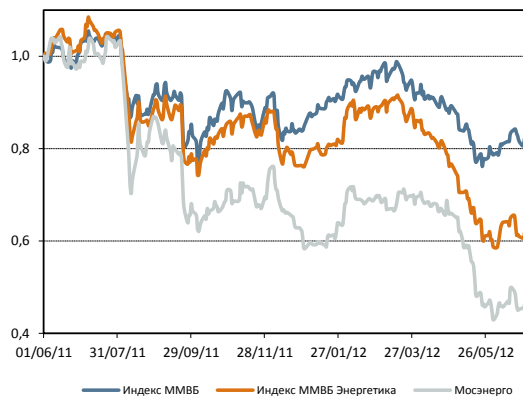
Наша справедливая стоимость обыкновенных акций компании, полученная методом DCF с использованием последней доступной отчетности по МСФО, составляет 5,78 цента за акцию, что указывает на потенциал роста в размере 38,15%. Таким образом, даже с учетом негативного сценария развития, бумаги компании торгуются с дисконтом к их справедливой стоимости. Тем не менее, мы не видим краткосрочных драйверов роста, с помощью которых акции Мосэнерго могли бы реализовать свой потенциал и присваиваем им рекомендацию «ДЕРЖАТЬ».

## Цель: 5,78 цента (+38,15%), ДЕРЖАТЬ

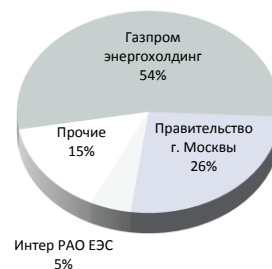
Аналитик: Анна Дианова  
Эл. почта: ADianova@veles-capital.ru

### Основные показатели

Динамика цены акций компании относительно индекса ММВБ



#### Акционеры



#### Информация о компании

Код РТС	MSNG
Цена обыкновенной акции, долл.	0,0419
Мин./макс. цена акции за 52 недели, долл.	0,0391 / 0,0950
<b>Справедливая цена акции на конец года, долл.</b>	<b>0,0578</b>
Потенциал роста (об.), %	38,1
Всего обыкновенных акций, шт. <sup>1</sup>	38 878 359 700
Рыночная капитализация, млн долл.	1 628
EV, млн долл.	1 317

<sup>1</sup> За вычетом казначейских акций

#### Финансовые показатели и коэффициенты (МСФО)

	2011	2012 (п)	2013 (п)
Выручка, млн долл.	5 481	5 753	6 262
ЕБИТДА, млн долл.	749	739	698
Чистая прибыль, млн долл.	337	284	209
Норма ЕБИТДА, %	13,7	12,9	11,1
Норма чистой прибыли, %	6,1	4,9	3,3
EPS	0,009	0,007	0,005
EV / S	0,24	0,23	0,21
EV / ЕБИТДА	1,76	1,78	1,89
P / E	4,84	5,74	7,79
ROIC, %	4,3	2,9	2,5
ROE, %	5,4	4,0	2,9



## Финансовая модель и оценка Мосэнерго, млн долл.

	2011	2012 (п)	2013 (п)	2014 (п)	2015 (п)		2011	2012 (п)	2013 (п)	2014 (п)	2015 (п)			
<b>Отчет о прибылях и убытках</b>						<b>WACC</b>								
Выручка	5 481	5 753	6 262	6 890	7 537	Безрисковая ставка, %	4,8	5,5	5,8	6,0				
Операционные расходы (без амортизации)	(4 733)	(5 013)	(5 564)	(6 279)	(6 818)	Налог на прибыль, %	20,0	20,0	20,0	20,0				
<b>EBITDA</b>	<b>749</b>	<b>739</b>	<b>698</b>	<b>611</b>	<b>720</b>	<b>Стоимость акционерного капитала (ао), %</b>	<b>12,5</b>	<b>13,2</b>	<b>13,6</b>	<b>14,9</b>				
Амортизация	(444)	(487)	(481)	(480)	(597)	Систематический риск рынка акций, %	5,0	5,0	5,0	5,0				
<b>EBIT</b>	<b>305</b>	<b>253</b>	<b>217</b>	<b>132</b>	<b>122</b>	Beta leveraged	0,8	0,9	0,9	1,1				
Разовые статьи	0	0	0	0	0	Специфический риск компании, %	3,5	3,5	3,5	3,5				
Процентные расходы	(57)	(37)	(66)	(69)	(75)	<b>Стоимость долга, %</b>	<b>7,0</b>	<b>7,7</b>	<b>8,1</b>	<b>8,2</b>				
Неоперационные доходы/расходы	159	139	111	76	58	Специфический риск компании, %	2,3	2,3	2,2	2,2				
<b>Прибыль до налогообложения</b>	<b>407</b>	<b>355</b>	<b>261</b>	<b>138</b>	<b>105</b>	<b>WACC, %</b>	<b>11,8</b>	<b>12,5</b>	<b>12,8</b>	<b>14,1</b>				
Налог на прибыль	(71)	(71)	(52)	(28)	(21)	<b>Свободный денежный поток</b>								
Доля меньшинства	0	0	0	0	0	<b>НОРАТ</b>	<b>318</b>	<b>281</b>	<b>175</b>	<b>167</b>				
<b>Чистая прибыль</b>	<b>337</b>	<b>284</b>	<b>209</b>	<b>111</b>	<b>84</b>	Амортизация	487	481	480	597				
<b>Баланс</b>						Капитальные затраты	(954)	(568)	(498)	(418)				
<b>Долгосрочные активы</b>	<b>6 206</b>	<b>7 274</b>	<b>7 230</b>	<b>7 222</b>	<b>6 956</b>	Изменение чистого оборотного капитала	(21)	(51)	(50)	(73)				
Основные средства и нематериальные	5 755	6 779	6 744	6 737	6 477	<b>Свободный денежный поток</b>	<b>(171)</b>	<b>143</b>	<b>107</b>	<b>273</b>				
Прочие долгосрочные активы	451	494	486	484	479	Ставка дисконтирования, %		12,5	12,8	14,1				
<b>Краткосрочные активы</b>	<b>1 945</b>	<b>2 235</b>	<b>2 432</b>	<b>2 678</b>	<b>2 922</b>	Коэффициент дисконтирования		0,94	0,84	0,74				
Оборотные активы	1 151	1 322	1 438	1 585	1 725	<b>Дисконтированный свободный денежный поток</b>		<b>135</b>	<b>90</b>	<b>201</b>				
Краткосрочные инвестиции	0	0	0	0	0	<b>Оценка стоимости обыкновенных акций</b>								
Денежные средства	794	913	994	1 094	1 196	Ставка роста в постпрогнозный период, %	3,0							
<b>Итого активы</b>	<b>8 151</b>	<b>9 508</b>	<b>9 662</b>	<b>9 900</b>	<b>9 878</b>	Сумма дисконтированного денежного потока (+)	1 260							
<b>Средства акционеров</b>	<b>6 213</b>	<b>7 086</b>	<b>7 160</b>	<b>7 242</b>	<b>7 241</b>	Дисконтированная продленная стоимость (+)	865							
Акционерный капитал	6 213	7 086	7 160	7 242	7 241	<b>Стоимость бизнеса компании</b>	<b>2 124</b>							
Доля меньшинства	0	0	0	0	0	Стоимость чистого долга (-)	(124)							
<b>Долгосрочные обязательства</b>	<b>1 157</b>	<b>1 710</b>	<b>1 535</b>	<b>1 685</b>	<b>1 474</b>	Доля миноритарных акционеров (-)	0							
Долгосрочные займы	318	789	630	783	581	Стоимость финансовых вложений (+)	0							
Прочие долгосрочные обязательства	840	921	905	902	892	<b>Стоимость акционерного капитала</b>	<b>2 248</b>							
<b>Краткосрочные обязательства</b>	<b>781</b>	<b>712</b>	<b>967</b>	<b>972</b>	<b>1 163</b>	<b>Фундаментальная стоимость ао, долл.</b>	<b>0,0578</b>							
Краткосрочные займы	166	0	179	85	201	<b>Чувствительность оценки, %</b>								
Оборотные обязательства	614	712	788	887	962	TGR	WACC	-3,0	-2,0	-1,0	тек.	1,0	2,0	3,0
<b>Итого обязательства и средства акционеров</b>	<b>8 151</b>	<b>9 508</b>	<b>9 662</b>	<b>9 900</b>	<b>9 878</b>	1,0	+20%	+10%	+1%	-6%	-13%	-18%	-23%	
<b>Движение денежных средств</b>						2,0	+26%	+14%	+5%	-3%	-10%	-16%	-21%	
<b>Основная деятельность</b>	<b>563</b>	<b>751</b>	<b>649</b>	<b>540</b>	<b>622</b>	3,0	+33%	+20%	+9%	+0%	-7%	-14%	-19%	
Чистая прибыль	337	284	209	111	84	4,0	+42%	+26%	+14%	+4%	-4%	-11%	-17%	
Амортизация	444	487	481	480	597	5,0	+54%	+35%	+20%	+9%	-1%	-8%	-15%	
Изменение оборотного капитала	(201)	(21)	(51)	(50)	(73)	<b>Рыночные мультипликаторы, 1x</b>								
Прочее	(15)	1	10	(1)	14	EV / Sales	0,2	0,2	0,2	0,2	0,2			
<b>Инвестиционная деятельность</b>	<b>(564)</b>	<b>(954)</b>	<b>(568)</b>	<b>(498)</b>	<b>(418)</b>	EV / EBITDA	1,8	1,8	1,9	2,2	1,8			
Приобретение внеоборотных активов	(585)	(954)	(568)	(498)	(418)	EV / EBIT	4,3	5,2	6,1	10,0	10,8			
Приобретение/продажа дочерних	21	0	0	0	0	P / E	4,8	5,7	7,8	14,7	19,4			
Прочее	0	0	0	0	0	P / BV	0,3	0,2	0,2	0,2	0,2			
<b>Финансовая деятельность</b>	<b>(94)</b>	<b>245</b>	<b>16</b>	<b>61</b>	<b>(89)</b>	EV / FCF	23,4	отр.	9,2	12,3	4,8			
Изменение долга	(67)	261	27	67	(84)	EPS	0,009	0,007	0,005	0,003	0,002			
Изменение акционерного капитала	0	0	0	0	0	<b>Кoeffициенты</b>								
Выплата дивидендов	(26)	(16)	(12)	(6)	(5)	Рентабельность EBITDA, %	13,7	12,9	11,1	8,9	9,5			
Прочее	0	0	0	0	0	Рентабельность чистой прибыли, %	6,1	4,9	3,3	1,6	1,1			
<b>Изменение денежных средств</b>	<b>(94)</b>	<b>41</b>	<b>97</b>	<b>103</b>	<b>115</b>	EBITDA / процентные расходы, 1x	13,1	19,9	10,5	8,9	9,6			
<b>Кoeffициенты</b>						Инвестиции / выручка, %	10,7	16,6	9,1	7,2	5,5			
Рентабельность EBITDA, %	13,7	12,9	11,1	8,9	9,5	ROE, %	5,4	4,0	2,9	1,5	1,2			
Рентабельность чистой прибыли, %	6,1	4,9	3,3	1,6	1,1	ROIC, %	4,3	2,9	2,5	1,5	1,4			
EBITDA / процентные расходы, 1x	13,1	19,9	10,5	8,9	9,6	Долг/EBITDA	0,6	1,1	1,2	1,4	1,1			
Инвестиции / выручка, %	10,7	16,6	9,1	7,2	5,5	Чистый долг/EBITDA	н/с	н/с	н/с	н/с	н/с			
ROE, %	5,4	4,0	2,9	1,5	1,2	Долг/собственный капитал	0,1	0,1	0,1	0,1	0,1			
ROIC, %	4,3	2,9	2,5	1,5	1,4									
Долг/EBITDA	0,6	1,1	1,2	1,4	1,1									
Чистый долг/EBITDA	н/с	н/с	н/с	н/с	н/с									
Долг/собственный капитал	0,1	0,1	0,1	0,1	0,1									

Источник: данные компании. Оценка: Велес Капитал



## ФСК ЕЭС

Запутались в сетях

### Ключевые моменты

#### Утвержден консервативный сценарий индексации тарифов ФСК

В мае правлением ФСТ принято решение о корректировке тарифов на услуги по передаче электрической энергии по ЕНЭС, оказываемые ФСК ЕЭС, на период регулирования 2012-2014 гг.: рост тарифов ФСК с 1 июля 2012 г. утвержден на уровне 11%, с 1 июля 2013 г. и с 1 июля 2014 г. – на 9,4%. Тарифы на услуги ФСК ЕЭС на Северном Кавказе в 2012-2014гг. увеличатся соответственно на 10,8%, 9,4% и 9,4%.

Параметры RAB-регулирования для ФСК остались практически без изменений: ставки доходности на «новый капитал» установлены на уровне 11% на 2012 г., 10% на 2013-2014 гг.; на «старый капитал» – 6,5% на 2012 г., 7,8% на 2013 г. и 10% на 2014 г.

#### Сокращение инвестиционной программы оказалось не столь значительным

Минэнерго утвердило инвестиционную программу ФСК на 2012-2014гг. объемом 504,8 млрд руб. В 2012 г. инвестиции составят 195,6 млрд руб., в 2013 г. – около 155 млрд руб., план на 2014 г. – примерно 154,2 млрд руб. Таким образом, инвестпрограмма ФСК была урезана почти на 90 млрд руб. Ранее компания планировала сократить свои инвестиционные обязательства на 150-160 млрд руб. в случае реализации сценария индексации тарифа 11-10-10%, и можно говорить о том, что после утверждения наименьшего роста тарифов из ожидаемых для ФСК сокращение CAPEX не стало драйвером роста для котировок компании.

#### Возможно объединение ФСК и Холдинга МРСК на базе Роснефтегаза

Возможная схема: на первом этапе госпакеты акций Холдинга МРСК и ФСК будут переданы в доверительное управление единой национальной сетевой компании (НСК, которая будет учреждена Роснефтегазом). При этом внеочередные собрания акционеров холдинга и ФСК примут решение о том, что Роснефтегаз или НСК станет их управляющей компанией. Затем, после принятия соответствующих решений, госакции Холдинга МРСК и ФСК будут переданы в уставный капитал Роснефтегаза, после чего пройдет их реорганизация в форме присоединения к НСК. В результате Роснефтегаз может стать владельцем более 75% акций НСК, остальное получают нынешние миноритарии холдинга и ФСК.

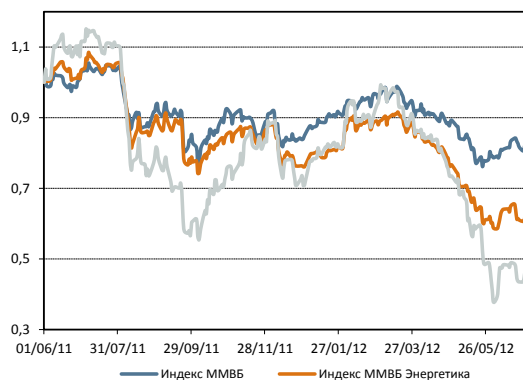
Пока принято решение только о передаче Холдинга МРСК в управление ФСК, и мы не закладываем в нашей модели переход компаний на единую акцию. Тем не менее, с учетом утвержденных тарифов и инвестпрограммы наша справедливая стоимость обыкновенных акций компании, полученная методом DCF, составляет 0,60 цента за акцию, что указывает на потенциал снижения в размере 14,62%. До выяснения подробностей по поводу дальнейшей судьбы ФСК и Холдинга МРСК мы присваиваем акциям компании рекомендацию «ДЕРЖАТЬ».

## Цель: 0,60 цента (-14,62%), ДЕРЖАТЬ

Аналитик: Анна Дианова  
Эл. почта: ADianova@veles-capital.ru

### Основные показатели

Динамика цены акций компании относительно индекса ММВБ



#### Акционеры



#### Информация о компании

Код РТС	FEES
Цена обыкновенной акции, долл.	0,0070
Мин./макс. цена акции за 52 недели, долл.	0,0047 / 0,0141
<b>Справедливая цена акции на конец года, долл.</b>	<b>0,0060</b>
Потенциал роста (об.), %	-14,6
Всего обыкновенных акций, шт.	1 260 386 658 740
Рыночная капитализация, млн долл.	8 860
EV, млн долл.	11 507

#### Финансовые показатели и коэффициенты (МСФО)

	2011	2012 (П)	2013 (П)
Выручка, млн долл.	4 748	4 852	5 218
ЕБИТДА, млн долл.	2 479	2 429	2 685
Чистая прибыль, млн долл.	1 672	539	312
Норма ЕБИТДА, %	52,2	50,1	51,5
Норма чистой прибыли, %	35,2	11,1	6,0
EPS	0,0013	0,0004	0,0002
EV / S	2,42	2,37	2,21
EV / ЕБИТДА	4,64	4,74	4,29
P / E	5,30	16,44	28,36
ROIC, %	3,4	2,0	1,8
ROE, %	6,0	1,7	1,0



## Финансовая модель и оценка ФСК ЭЭС, млн долл.

	2011	2012 (п)	2013 (п)	2014 (п)	2015 (п)		2011	2012 (п)	2013 (п)	2014 (п)	2015 (п)			
<b>Отчет о прибылях и убытках</b>						<b>WACC</b>								
Выручка	4 748	4 852	5 218	5 678	6 303	Безрисковая ставка, %	4,8	5,5	5,8	6,0				
Операционные расходы (без амортизации)	(2 269)	(2 424)	(2 533)	(2 668)	(2 774)	Налог на прибыль, %	20,0	20,0	20,0	20,0				
<b>ЕВITDA</b>	<b>2 479</b>	<b>2 429</b>	<b>2 685</b>	<b>3 010</b>	<b>3 529</b>	<b>Стоимость акционерного капитала (ао),</b>	<b>13,1</b>	<b>14,0</b>	<b>14,5</b>	<b>16,1</b>				
Амортизация	(1 158)	(1 496)	(1 801)	(2 005)	(2 184)	Систематический риск рынка акций, %	5,0	5,0	5,0	5,0				
<b>ЕВIT</b>	<b>1 321</b>	<b>932</b>	<b>884</b>	<b>1 004</b>	<b>1 345</b>	Beta leveraged	0,9	1,0	1,0	1,3				
Разовые статьи	858	0	0	0	0	Специфический риск компании, %	3,6	3,6	3,6	3,6				
Процентные расходы	(201)	(374)	(602)	(761)	(875)	<b>Стоимость долга, %</b>	<b>6,2</b>	<b>7,0</b>	<b>7,4</b>	<b>7,5</b>				
Неоперационные доходы/расходы	160	113	108	122	164	Специфический риск компании, %	1,4	1,5	1,6	1,5				
<b>Прибыль до налогообложения</b>	<b>2 139</b>	<b>671</b>	<b>389</b>	<b>366</b>	<b>633</b>	<b>WACC, %</b>	<b>11,4</b>	<b>11,9</b>	<b>12,1</b>	<b>13,3</b>				
Налог на прибыль	(472)	(134)	(78)	(73)	(127)	<b>Свободный денежный поток</b>								
Доля меньшинства	5	2	1	1	2	<b>НОРАТ</b>	<b>911</b>	<b>914</b>	<b>1 053</b>	<b>1 382</b>				
<b>Чистая прибыль</b>	<b>1 672</b>	<b>539</b>	<b>312</b>	<b>294</b>	<b>508</b>	Амортизация	1 496	1 801	2 005	2 184				
<b>Баланс</b>						Капитальные затраты	(5 709)	(4 463)	(4 433)	(2 595)				
<b>Долгосрочные активы</b>	<b>33 374</b>	<b>40 714</b>	<b>42 517</b>	<b>44 638</b>	<b>44 358</b>	Изменение чистого оборотного капитала	147	(14)	(24)	(77)				
Основные средства и нематериальные	30 676	37 753	39 608	41 738	41 490	<b>Свободный денежный поток</b>	<b>(3 155)</b>	<b>(1 763)</b>	<b>(1 398)</b>	<b>894</b>				
Прочие долгосрочные активы	2 698	2 960	2 909	2 900	2 867	Ставка дисконтирования, %	11,9	12,1	13,3					
<b>Краткосрочные активы</b>	<b>2 770</b>	<b>3 012</b>	<b>3 159</b>	<b>3 358</b>	<b>3 702</b>	Коэффициент дисконтирования	0,95	0,84	0,75					
Оборотные активы	1 293	1 373	1 467	1 584	1 736	<b>Дисконтированный свободный денежный</b>	<b>(1 667)</b>	<b>(1 180)</b>	<b>670</b>					
Краткосрочные инвестиции	681	747	734	732	724	<b>Оценка стоимости обыкновенных акций</b>								
Денежные средства	796	891	958	1 042	1 242	Ставка роста в постпрогнозный период,	3,0							
<b>Итого активы</b>	<b>36 143</b>	<b>43 725</b>	<b>45 676</b>	<b>47 996</b>	<b>48 059</b>	Сумма дисконтированного денежного	3 430							
<b>Средства акционеров</b>	<b>27 895</b>	<b>31 149</b>	<b>30 919</b>	<b>31 115</b>	<b>31 274</b>	Дисконтированная продленная стоимость	9 196							
Акционерный капитал	27 870	31 123	30 895	31 092	31 253	<b>Стоимость бизнеса компании</b>	<b>12 625</b>							
Доля меньшинства	25	25	24	23	21	Стоимость чистого долга (-)	6 311							
<b>Долгосрочные обязательства</b>	<b>6 710</b>	<b>10 855</b>	<b>12 125</b>	<b>14 995</b>	<b>14 827</b>	Доля миноритарных акционеров (-)	6							
Долгосрочные займы	4 062	7 949	9 270	12 148	12 012	Стоимость финансовых вложений (+)	1 256							
Прочие долгосрочные обязательства	2 648	2 906	2 855	2 847	2 815	<b>Стоимость акционерного капитала</b>	<b>7 564</b>							
<b>Краткосрочные обязательства</b>	<b>1 539</b>	<b>1 722</b>	<b>2 632</b>	<b>1 886</b>	<b>1 958</b>	<b>Фундаментальная стоимость ао, долл.</b>	<b>0,0060</b>							
Краткосрочные займы	62	0	837	0	0	<b>Чувствительность оценки, %</b>								
Оборотные обязательства	1 476	1 722	1 795	1 886	1 958	TGR	WACC	-3,0	-2,0	-1,0	тек.	1,0	2,0	3,0
<b>Итого обязательства и средства акционеров</b>	<b>36 143</b>	<b>43 725</b>	<b>45 676</b>	<b>47 996</b>	<b>48 059</b>	1,0	+55%	+25%	-0%	-21%	-38%	-53%	-66%	
<b>Движение денежных средств</b>						2,0	+76%	+40%	+12%	-11%	-31%	-47%	-61%	
<b>Основная деятельность</b>	<b>2 335</b>	<b>2 304</b>	<b>2 250</b>	<b>2 447</b>	<b>2 807</b>	3,0	+101%	+59%	+27%	+0%	-22%	-40%	-55%	
Чистая прибыль	1 672	539	312	294	508	4,0	+135%	+84%	+44%	+14%	-11%	-31%	-48%	
Амортизация	1 158	1 496	1 801	2 005	2 184	5,0	+179%	+115%	+67%	+30%	+2%	-21%	-40%	
Изменение оборотного капитала	(153)	147	(14)	(24)	(77)	<b>Рыночные мультипликаторы, 1x</b>								
Прочее	(342)	121	151	172	191	EV / Sales	2,4	2,4	2,2	2,0	1,8			
<b>Инвестиционная деятельность</b>	<b>(4 244)</b>	<b>(5 709)</b>	<b>(4 463)</b>	<b>(4 433)</b>	<b>(2 595)</b>	EV / EBITDA	4,6	4,7	4,3	3,8	3,3			
Приобретение внеоборотных активов	(5 277)	(5 709)	(4 463)	(4 433)	(2 595)	EV / EBIT	8,7	12,3	13,0	11,5	8,6			
Приобретение/продажа дочерних	0	0	0	0	0	P / E	5,3	16,4	28,4	30,2	17,4			
Прочее	1 033	0	0	0	0	P / BV	0,3	0,3	0,3	0,3	0,3			
<b>Финансовая деятельность</b>	<b>2 319</b>	<b>3 423</b>	<b>2 296</b>	<b>2 073</b>	<b>0</b>	EV / FCF	отр.	отр.	отр.	отр.	12,9			
Изменение долга	2 500	3 423	2 296	2 073	0	EPS	0,0013	0,0004	0,0002	0,0002	0,0004			
Изменение акционерного капитала	76	0	0	0	0									
Выплата дивидендов	(87)	0	0	0	0									
Прочее	(171)	0	0	0	0									
<b>Изменение денежных средств</b>	<b>410</b>	<b>17</b>	<b>83</b>	<b>87</b>	<b>211</b>									
<b>Коэффициенты</b>														
Рентабельность EBITDA, %	52,2	50,1	51,5	53,0	56,0									
Рентабельность чистой прибыли, %	35,2	11,1	6,0	5,2	8,1									
EBITDA / процентные расходы, 1x	12,4	6,5	4,5	4,0	4,0									
Инвестиции / выручка, %	111,1	117,7	85,5	78,1	41,2									
ROE, %	6,0	1,7	1,0	0,9	1,6									
ROIC, %	3,4	2,0	1,8	1,9	2,6									
Долг/EBITDA	1,7	3,3	3,8	4,0	3,4									
Чистый долг/EBITDA	1,1	2,6	3,1	3,4	2,8									
Долг/собственный капитал	0,1	0,3	0,3	0,4	0,4									

Источник: данные компании. Оценка: Велес Капитал



## Раскрытие информации

### Заявление аналитика и подтверждение о снятии ответственности

Настоящий отчет подготовлен аналитиком (ами) ИК «Велес Капитал». Приведенные в данном отчете оценки отражают личное мнение аналитика (ов). Вознаграждение аналитиков не зависит, никогда не зависело и не будет зависеть от конкретных рекомендаций или оценок, указанных в данном отчете. Вознаграждение аналитиков зависит от общей эффективности бизнеса ИК «Велес Капитал», определяющейся инвестиционной выгодой клиентов компании, а также доходами от иных видов деятельности ИК «Велес Капитал».

Данный отчет, подготовленный Аналитическим управлением ИК «Велес Капитал», основан на общедоступной информации. Настоящий обзор был подготовлен независимо от других подразделений ИК «Велес Капитал», и любые рекомендации и суждения, представленные в данном отчете, отражают исключительно точку зрения аналитика (ов), участвовавших в написании данного обзора. В связи с этим, ИК «Велес Капитал» считает необходимым заявить, что аналитики и Компания не несут ответственности за содержание данного отчета. Аналитики ИК «Велес Капитал» не берут на себя ответственность регулярно обновлять данные, находящиеся в данном отчете, а также сообщать обо всех изменениях, вносимых в данный обзор.

Данный аналитический материал ИК «Велес Капитал» может быть использован только в информационных целях. Компания не дает гарантий относительно полноты и точности приведенной в этом отчете информации и ее достоверности, а также не несет ответственности за прямые или косвенные убытки от использования данных материалов. Данный документ не может служить основанием для покупки или продажи тех или иных ценных бумаг, а также рассматриваться как оферта со стороны ИК «Велес Капитал». ИК «Велес Капитал» и (или) ее дочерние предприятия, а также сотрудники, директора и аналитики ИК «Велес Капитал» имеют право покупать и продавать любые ценные бумаги, упоминаемые в данном обзоре.

ИК «Велес Капитал» и (или) ее дочерние предприятия могут выступать в качестве маркет-мейкера или нести обязательства по андеррайтингу ценных бумаг компаний, упоминаемых в настоящем обзоре, могут продавать или покупать их для клиентов, а также совершать иные действия, не противоречащие российскому законодательству. ИК «Велес Капитал» и (или) ее дочерние предприятия также могут быть заинтересованы в возможности предоставления компаниям, упомянутым в данном обзоре, инвестиционно-банковских или иных услуг.

Все права на данный бюллетень принадлежат ИК «Велес Капитал». Воспроизведение и/или распространение аналитических материалов ИК «Велес Капитал» не может осуществляться без письменного разрешения Компании. © Велес Капитал 2012 г.

### Принцип определения рекомендаций

Инвестиционные рекомендации выносятся исходя из оценки доходностей акций компаний. Основу при расчете ожидаемой стоимости компании составляет оценка по методу дисконтированных денежных потоков (DCF). В некоторых оценках применяется оценка по методу сравнительных коэффициентов, а также смешанная оценка (методу DCF и по методу сравнительных коэффициентов). Все рекомендации выставляются исходя из определенной нами справедливой стоимости акций в последующие 12 месяцев.

В настоящее время инвестиционная шкала ИК «Велес Капитал» представлена следующим образом:

**ПОКУПАТЬ** – соответствует потенциалу роста акций в последующие 12 месяцев на 15% и более.

**АККУМУЛИРОВАТЬ** – соответствует потенциалу роста акций в последующие 12 месяцев на 5-15%.

**ДЕРЖАТЬ** – соответствует потенциалу роста (снижения) акций в последующие 12 месяцев от -5% до 5%.

**СОКРАЩАТЬ** – соответствует потенциалу снижения акций в последующие 12 месяцев от 5% до 15%.

**ПРОДАВАТЬ** – соответствует потенциалу снижения акций в последующие 12 месяцев на 15% и более.

В некоторых случаях возможны отклонения от указанных выше диапазонов оценки, исходя из которых устанавливаются рекомендации, что связано с высокой волатильностью некоторых бумаг в частности и рынка в целом, а также с индивидуальными характеристиками того или иного эмитента.

Для получения дополнительной информации и разъяснений просьба обращаться в Аналитическое управление ИК «Велес Капитал».





## Департамент активных операций

---

Евгений Шиленков  
Директор департамента  
EShilenkov@veles-capital.ru

Начальник управления операций на рынке акций  
Александр Антипов  
AAntipov@veles-capital.ru

Алексей Никогосов  
Сейлз-трейдер  
ANikogosov@veles-capital.ru

Дмитрий Перегудов  
Сейлз-трейдер  
DPeregudov@veles-capital.ru

Анна Шебеко  
Международные продажи  
AShebeko@veles-capital.ru

Вячеслав Беззубенко  
Сейлз-трейдер  
VBezzubenko@veles-capital.ru

Александр Цветков  
Сейлз-трейдер  
ATsvetkov@veles-capital.ru

## Управление по работе с VIP - клиентами

---

Юрий Павлов  
Директор (VIP клиенты)  
YPavlov@veles-capital.ru

Арсений Валитов  
Трейдер  
AValitov@veles-capital.ru

---

## Аналитический департамент

---

Иван Манаенко  
Директор департамента  
IManaenko@veles-capital.ru

Айрат Халиков  
Металлургия, Машиностроение  
AKhalikov@veles-capital.ru

Василий Танурков  
Нефть и газ  
VTanurkov@veles-capital.ru

Анна Дианова  
Электроэнергетика  
ADianova@veles-capital.ru

Юрий Кравченко  
Банковский сектор  
YKravchenko@veles-capital.ru

Анна Соболева  
Долговые рынки  
ASoboleva@veles-capital.ru

Иван Лубков  
Программист  
ILubkov@veles-capital.ru

---

Россия, Москва, 123610,  
Краснопресненская наб., д. 12, под. 7, эт. 18  
Телефон: +7 (495) 258 1988, факс: +7 (495) 258 1989  
www.veles-capital.ru

Украина, Киев, 01025, Б. Житомирская ул., д. 20  
Телефон: +38 (044) 459 0250, факс: +38 (044) 459 0251  
www.veles-capital.ua

---