

## Генерирующие компании

### ДРМ – повод для переоценки

В конце февраля на Саяно-Шушенской ГЭС состоялось совещание по вопросам электроэнергетики с участием премьер-министра РФ Владимира Путина, на котором было подписано постановление о долгосрочном рынке мощности (ДРМ). После совещания глава НП «Совет рынка» Дмитрий Пономарев пояснил некоторые моменты предложенных правил.

Предстоящий период работы рынка будет разделен на 3 этапа:

- В 2011-2013 гг. средняя цена на мощность, предоставляемую без ДПМ, будет составлять 151 и 182 тыс. руб. за МВт в месяц для первой и второй ценовых зон соответственно.
- В 2014-2020 гг. будут устанавливаться предельные ценовые уровни, предполагающие возможность окупаемости проектов, связанных с модернизацией.
- С 2021 г. предполагается переход на «единый поддерживающий уровень» цен.

Действующие АЭС и ГЭС будут участвовать в конкурентном отборе на общих основаниях. Тем не менее, в 2011-м, 2012 и, возможно, в 2013 гг. к цене мощности может применяться специальная надбавка, которая будет устанавливаться ФТС.

Срок окупаемости проектов для целей определения справедливой стоимости составит 15 лет для тепловых станций и 30 для ГЭС. Срок гарантированной оплаты в рамках ДПМ – 10 и 20 лет соответственно.

Рынок мощности играет ключевую роль в оценке стоимости акций генерирующих компаний, и, несмотря на то что все окончательные параметры рынка неизвестны, уже объявленные данные позволяют провести переоценку компаний сектора. В частности, мы скорректировали стоимость старой мощности, ранее оцениваемую нами на более консервативном уровне, и внесли изменения в оценку новой мощности в соответствии с опубликованными результатами КОМ 2010 г.

В марте должен появиться еще один важный фактор оценки генерирующих компаний: ценовые параметры долгосрочного рынка мощности, которые Министерство энергетики планирует подготовить к середине марта. В случае расхождения новых параметров с нашими прогнозами мы проведем повторную переоценку сектора и выпустим более подробный отчет.

	Целевой уровень, \$			Рыночная цена, \$	Потенциал, %	Рекомендация	EV/Capacity, \$/кВт	
	Новый	Старый	Изм., %				Рыночная оценка	Целевой уровень
РусГидро	0.061	0.047	30	0.043	43	Покупать	454	659
ОГК-1	0.044	0.031	43	0.031	45	Покупать	138	201
ОГК-2	0.044	0.035	26	0.032	39	Покупать	134	181
ОГК-3	0.066	0.059	11	0.045	45	Покупать	36	152
ОГК-4	0.082	0.068	20	0.057	45	Покупать	331	515
ОГК-5	0.11	0.09	24	0.08	36	Покупать	372	489
ОГК-6	0.033	0.026	28	0.025	33	Покупать	91	120

## Модель DCF РусГидро

### Прогноз денежного потока

в млн. руб	2008	2009 О	2010 П	2011 П	2012 П	2013 П	2014 П	2015 П
<b>Выручка</b>	<b>107 670</b>	<b>127 841</b>	<b>140 714</b>	<b>162 308</b>	<b>186 953</b>	<b>212 921</b>	<b>234 927</b>	<b>252 265</b>
Темп роста (%)		19%	10%	15%	15%	14%	10%	7%
<b>ЕБИТДА</b>	<b>32 344</b>	<b>46 433</b>	<b>69 011</b>	<b>81 813</b>	<b>96 102</b>	<b>110 472</b>	<b>120 907</b>	<b>129 014</b>
Рентабельность (%)		36%	49%	50%	51%	52%	51%	51%
<b>ЕБИТ</b>	<b>23 012</b>	<b>33 903</b>	<b>55 250</b>	<b>66 506</b>	<b>79 336</b>	<b>92 315</b>	<b>101 414</b>	<b>108 228</b>
Рентабельность (%)		27%	39%	41%	42%	43%	43%	43%
-Налоги на прибыль	449	6 781	11 050	13 301	15 867	18 463	20 283	21 646
<b>НОРАТ</b>	<b>22 563</b>	<b>27 122</b>	<b>44 200</b>	<b>53 205</b>	<b>63 469</b>	<b>73 852</b>	<b>81 131</b>	<b>86 582</b>
+ Амортизация	9 333	12 530	13 761	15 306	16 766	18 157	19 493	20 786
- Капвложения	-28 438	-38 752	-54 612	-51 390	-48 729	-46 649	-45 006	-43 688
(Увеличение)/Уменьшение об. капитала	3 690	-11 823	-2 246	-4 472	-5 100	-5 237	-3 956	-3 026
<b>Чистый денежный поток</b>	<b>7 148</b>	<b>-10 922</b>	<b>1 103</b>	<b>12 649</b>	<b>26 406</b>	<b>40 124</b>	<b>51 663</b>	<b>60 655</b>

### Основные предположения

WACC	14.3%
Конечный темп роста	5.0%
Ставка налогообложения	20%

### Расчет WACC

<b>Безрисковая ставка:</b>	<b>7.8%</b>
Доходность ОФЗ 5 лет	7.8%
<b>Риск рынка акций</b>	<b>4.9%</b>
Специфический риск эмитента	0.5%
Целевой уровень D/(E+D)	20.0%
Бэта	1.25
Бэта с учетом долга	1.50
Безрисковая ставка	7.8%
<b>Стоимость капитала</b>	<b>15.9%</b>
Стоимость долга	10.0%
Ставка налога на прибыль	20.0%
<b>Стоимость долга после налогов</b>	<b>8.0%</b>
<b>WACC</b>	<b>14.3%</b>

### Специфический риск эмитента

	0.50%
Отношения с государством	0.00%
Корпоративное управление	0.50%
Конфликт акционеров	0.00%
Налоговые угрозы	0.00%

### Оценка DCF

Дисконтированный денежный поток	120 662
Конечная стоимость	685 870
Приведенная конечная стоимость	307 816
Стоимость денежных потоков	428 478
Текущий чистый долг (наличность)	-16 193
Финансовые активы + допэмиссия*	29 350
Стоимость доли в проекте БЭМО	13 013
Чистая стоимость компании	487 034
Количество акций (млн.)*	281 951
<b>Цель на начало 2011 г., руб</b>	<b>1.73</b>
\$/руб, среднее в 2010 г.	28.2
<b>Цель на конец 2011 г., \$</b>	<b>0.061</b>

\*- с учетом размещения 19 млрд. акций

### Анализ чувствительности

Конечный темп роста (%)	Ставка дисконтирования (WACC)						
	12.8%	13.3%	13.8%	14.3%	14.8%	15.3%	15.8%
6.5%	2.43	2.25	2.09	1.96	1.84	1.73	1.64
6.0%	2.29	2.13	1.99	1.87	1.76	1.67	1.58
5.5%	2.17	2.03	1.90	1.80	1.70	1.61	1.53
<b>5.0%</b>	<b>2.06</b>	<b>1.94</b>	<b>1.83</b>	<b>1.73</b>	<b>1.64</b>	<b>1.56</b>	<b>1.49</b>
4.5%	1.97	1.86	1.76	1.67	1.58	1.51	1.44
4.0%	1.89	1.79	1.70	1.61	1.54	1.47	1.41
3.5%	1.82	1.73	1.64	1.56	1.49	1.43	1.37

### Расчет бэта

Средний оборот, \$ '000	Бэта
больше 50 000	1.00
<b>больше 10 000</b>	<b>1.25</b>
больше 1000	1.50
больше 200	1.75
меньше 100	2.00

**Модель DCF ОГК-1**

**Прогноз денежного потока**

в млн. руб	2008	2009 О	2010 П	2011 П	2012 П	2013 П	2014 П	2015 П	2016 П
<b>Выручка</b>	<b>39 647</b>	<b>38 014</b>	<b>41 286</b>	<b>49 962</b>	<b>62 790</b>	<b>72 186</b>	<b>82 326</b>	<b>88 710</b>	<b>90 478</b>
Темп роста (%)	19%	-4%	9%	21%	26%	15%	14%	8%	2%
<b>ЕВИТДА</b>	<b>4 289</b>	<b>6 525</b>	<b>3 675</b>	<b>6 338</b>	<b>11 899</b>	<b>12 784</b>	<b>15 862</b>	<b>17 071</b>	<b>17 713</b>
Рентабельность (%)	11%	17%	9%	13%	19%	18%	19%	19%	20%
<b>ЕВИТ</b>	<b>2 649</b>	<b>4 848</b>	<b>1 703</b>	<b>4 000</b>	<b>9 380</b>	<b>10 180</b>	<b>13 183</b>	<b>14 315</b>	<b>14 878</b>
Рентабельность (%)	7%	13%	4%	8%	15%	14%	16%	16%	16%
-Налоги на прибыль	461	970	341	800	1 876	2 036	2 637	2 863	2 976
<b>НОРАТ</b>	<b>2 188</b>	<b>3 878</b>	<b>1 363</b>	<b>3 200</b>	<b>7 504</b>	<b>8 144</b>	<b>10 546</b>	<b>11 452</b>	<b>11 903</b>
+ Амортизация	1 640	1 678	1 971	2 339	2 519	2 604	2 679	2 756	2 835
- Капвложения	-7 357	-7 435	-16 716	-9 525	-3 410	-2 650	-2 705	-2 779	-2 873
(Увеличение)/Уменьшение об. капитала	-23	960	-258	-683	-1 010	-740	-799	-503	-139
<b>Чистый денежный поток</b>	<b>-3 552</b>	<b>-919</b>	<b>-13 640</b>	<b>-4 670</b>	<b>5 603</b>	<b>7 358</b>	<b>9 722</b>	<b>10 926</b>	<b>11 725</b>

**Основные предположения**

WACC	16.8%
Конечный темп роста	4.0%
Ставка налогообложения	20%

**Расчет WACC**

<b>Безрисковая ставка:</b>	<b>7.8%</b>
Доходность ОФЗ 5 лет	7.8%
<b>Риск рынка акций</b>	<b>4.9%</b>
Специфический риск эмитента	1.0%
Целевой уровень D/(E+D)	20.0%
Бэта	1.50
Бэта с учетом долга	1.80
Безрисковая ставка	7.8%
<b>Стоимость капитала</b>	<b>18.4%</b>
Стоимость долга	13.0%
Ставка налога на прибыль	20.0%
<b>Стоимость долга после налогов</b>	<b>10.4%</b>
<b>WACC</b>	<b>16.8%</b>

**Оценка DCF**

Дисконтированный денежный поток	5 974
Конечная стоимость	95 457
Приведенная конечная стоимость	37 646
Стоимость денежных потоков	43 620
Текущий чистый долг (наличность)	-23
Чистая стоимость компании	43 643
Стоимость будущих проектов	12 185
Количество акций (млн.)	44 643
<b>Цель на конец 2011 г., руб</b>	<b>1.25</b>
\$/руб, среднее в 2010 г.	28.2
<b>Цель на конец 2011 г., \$</b>	<b>0.044</b>

**Анализ чувствительности**

Конечный темп роста (%)	Ставка дисконтирования (WACC)						
	15.3%	15.8%	16.3%	16.8%	17.3%	17.8%	18.3%
5.5%	1.64	1.55	1.46	1.38	1.30	1.24	1.17
5.0%	1.58	1.49	1.41	1.33	1.26	1.20	1.14
4.5%	1.52	1.44	1.36	1.29	1.22	1.16	1.11
<b>4.0%</b>	<b>1.47</b>	<b>1.39</b>	<b>1.32</b>	<b>1.25</b>	<b>1.19</b>	<b>1.13</b>	<b>1.08</b>
3.5%	1.42	1.34	1.28	1.21	1.16	1.10	1.05
3.0%	1.37	1.30	1.24	1.18	1.13	1.08	1.03
2.5%	1.33	1.27	1.21	1.15	1.10	1.05	1.01

**Специфический риск эмитента**

	1.00%
Отношения с государством	0.25%
Корпоративное управление	0.50%
Конфликт акционеров	0.00%
Налоговые угрозы	0.00%
Финансовая устойчивость	0.25%

**Расчет бэта**

Средний оборот, \$ '000	Бэта
больше 50 000	1.00
больше 10 000	1.25
<b>больше 1000</b>	<b>1.50</b>
больше 200	1.75
меньше 100	2.00
0 / непубличный бизнес	3.00

## Модель DCF ОГК-2

### Прогноз денежного потока

в млн. руб	2008	2009 О	2010 П	2011 П	2012 П	2013 П	2014 П	2015 П	2016 П
<b>Выручка</b>	<b>34 665</b>	<b>37 266</b>	<b>43 438</b>	<b>52 752</b>	<b>59 048</b>	<b>68 981</b>	<b>81 426</b>	<b>87 521</b>	<b>89 608</b>
Темп роста (%)	25%	8%	17%	21%	12%	17%	18%	7%	2%
<b>ЕБИТДА</b>	<b>603</b>	<b>2 862</b>	<b>1 297</b>	<b>4 729</b>	<b>4 819</b>	<b>8 377</b>	<b>16 419</b>	<b>22 738</b>	<b>23 034</b>
Рентабельность (%)	2%	8%	3%	9%	8%	12%	20%	26%	26%
<b>ЕВИТ</b>	<b>-697</b>	<b>1 626</b>	<b>-18</b>	<b>3 052</b>	<b>2 820</b>	<b>6 173</b>	<b>14 128</b>	<b>20 385</b>	<b>20 618</b>
Рентабельность (%)	-2%	4%	0%	6%	5%	9%	17%	23%	23%
-Налоги на прибыль	-313	325	-4	610	564	1 235	2 826	4 077	4 124
<b>НОРАТ</b>	<b>-384</b>	<b>1 301</b>	<b>-15</b>	<b>2 442</b>	<b>2 256</b>	<b>4 939</b>	<b>11 302</b>	<b>16 308</b>	<b>16 494</b>
+ Амортизация	1 300	1 236	1 315	1 677	2 000	2 204	2 291	2 352	2 416
- Капвложения	-19 108	-2 541	-14 231	-13 550	-11 293	-4 388	-2 305	-2 401	-2 492
(Увеличение)/Уменьшение об. капитала	-2 586	-1 341	-753	-1 136	-768	-1 212	-1 518	-743	-255
<b>Чистый денежный поток</b>	<b>-20 777</b>	<b>-1 345</b>	<b>-13 683</b>	<b>-10 567</b>	<b>-7 805</b>	<b>1 543</b>	<b>9 770</b>	<b>15 516</b>	<b>16 164</b>

### Основные предположения

WACC	17.1%
Конечный темп роста	4.0%
Ставка налогообложения	20%

### Расчет WACC

<b>Безрисковая ставка:</b>	<b>7.8%</b>
Доходность ОФЗ 5 лет	7.8%
<b>Риск рынка акций</b>	<b>4.9%</b>
Специфический риск эмитента	1.3%
Целевой уровень D/(E+D)	20.0%
Бэта	1.50
Бэта с учетом долга	1.80
Безрисковая ставка	7.8%
<b>Стоимость капитала</b>	<b>18.8%</b>
Стоимость долга	13.0%
Ставка налога на прибыль	20.0%
<b>Стоимость долга после налогов</b>	<b>10.4%</b>
<b>WACC</b>	<b>17.1%</b>

### Оценка DCF

Дисконтированный денежный поток	-8 949
Конечная стоимость	127 985
Приведенная конечная стоимость	49 550
Стоимость денежных потоков	40 601
Текущий чистый долг (наличность)	3 860
Чистая стоимость компании	36 741
Стоимость будущих проектов	3 879
Количество акций (млн.)	32 735
<b>Цель на конец 2011 г., руб</b>	<b>1.24</b>
\$/руб, среднее в 2010 г.	28.2
<b>Цель на конец 2011 г., \$</b>	<b>0.044</b>

### Анализ чувствительности

Конечный темп роста (%)	Ставка дисконтирования (WACC)						
	15.6%	16.1%	16.6%	17.1%	17.6%	18.1%	18.6%
5.5%	1.91	1.74	1.60	1.46	1.34	1.22	1.12
5.0%	1.80	1.65	1.51	1.38	1.27	1.16	1.06
4.5%	1.70	1.56	1.43	1.31	1.20	1.10	1.01
<b>4.0%</b>	<b>1.60</b>	<b>1.47</b>	<b>1.35</b>	<b>1.24</b>	<b>1.14</b>	<b>1.04</b>	<b>0.96</b>
3.5%	1.52	1.40	1.28	1.18	1.08	0.99	0.91
3.0%	1.44	1.33	1.22	1.12	1.03	0.94	0.87
2.5%	1.37	1.26	1.16	1.07	0.98	0.90	0.82

### Специфический риск эмитента

	1.25%
Отношения с государством	0.50%
Корпоративное управление	0.50%
Конфликт акционеров	0.00%
Налоговые угрозы	0.00%
Финансовая устойчивость	0.25%

### Расчет бэта

Средний оборот, \$ '000	Бэта
больше 50 000	1.00
больше 10 000	1.25
<b>больше 1000</b>	<b>1.50</b>
больше 200	1.75
меньше 100	2.00
0 / непубличный бизнес	3.00

## Модель DCF ОГК-3

### Прогноз денежного потока

в млн. руб	2008	2009 О	2010 П	2011 П	2012 П	2013 П	2014 П	2015 П	2016 П
<b>Выручка</b>	<b>29 671</b>	<b>30 969</b>	<b>34 211</b>	<b>41 842</b>	<b>48 059</b>	<b>63 715</b>	<b>75 861</b>	<b>82 790</b>	<b>87 591</b>
Темп роста (%)	17%	4%	10%	22%	15%	33%	19%	9%	6%
<b>ЕБИТДА</b>	<b>4 407</b>	<b>6 060</b>	<b>2 323</b>	<b>5 617</b>	<b>7 249</b>	<b>16 159</b>	<b>23 766</b>	<b>26 698</b>	<b>28 202</b>
Рентабельность (%)	15%	20%	7%	13%	15%	25%	31%	32%	32%
<b>ЕБИТ</b>	<b>3 124</b>	<b>4 395</b>	<b>292</b>	<b>2 843</b>	<b>3 825</b>	<b>12 366</b>	<b>19 876</b>	<b>22 764</b>	<b>24 229</b>
Рентабельность (%)	11%	14%	1%	7%	8%	19%	26%	27%	28%
-Налоги на прибыль	1 732	1 499	623	901	831	2 418	3 954	4 647	5 030
<b>НОРАТ</b>	<b>1 392</b>	<b>2 896</b>	<b>-331</b>	<b>1 942</b>	<b>2 994</b>	<b>9 948</b>	<b>15 922</b>	<b>18 118</b>	<b>19 198</b>
+ Амортизация	1 283	1 665	2 031	2 774	3 424	3 794	3 891	3 934	3 974
- Капвложения	-7 714	-1 859	-23 485	-25 649	-17 286	-7 149	-3 955	-3 867	-4 060
(Увеличение)/Уменьшение об. капитала	-1 728	-56	-522	-1 229	-1 001	-2 521	-1 956	-1 116	-773
<b>Чистый денежный поток</b>	<b>-6 767</b>	<b>2 646</b>	<b>-22 307</b>	<b>-22 161</b>	<b>-11 869</b>	<b>4 072</b>	<b>13 902</b>	<b>17 069</b>	<b>18 339</b>

### Основные предположения

WACC	17.1%
Конечный темп роста	4.0%
Ставка налогообложения	20%

### Расчет WACC

<b>Безрисковая ставка:</b>	<b>7.8%</b>
Доходность ОФЗ 5 лет	7.8%
<b>Риск рынка акций</b>	<b>4.9%</b>
Специфический риск эмитента	1.3%
Целевой уровень D/(E+D)	20.0%
Бэта	1.50
Бэта с учетом долга	1.80
Безрисковая ставка	7.8%
<b>Стоимость капитала</b>	<b>18.8%</b>
Стоимость долга	13.0%
Ставка налога на прибыль	20.0%
<b>Стоимость долга после налогов</b>	<b>10.4%</b>
<b>WACC</b>	<b>17.1%</b>

### Оценка DCF

Дисконтированный денежный поток	-25 118
Конечная стоимость	145 206
Приведенная конечная стоимость	56 217
Стоимость денежных потоков	31 099
Текущий чистый долг (наличность)	-53 497
Чистая стоимость компании	84 596
Стоимость будущих проектов	3 358
Количество акций (млн.)	47 488
<b>Цель на конец 2011 г., руб</b>	<b>1.85</b>
\$/руб, среднее в 2010 г.	28.2
<b>Цель на конец 2011 г., \$</b>	<b>0.066</b>

### Анализ чувствительности

Конечный темп роста (%)	Ставка дисконтирования (WACC)						
	15.6%	16.1%	16.6%	17.1%	17.6%	18.1%	18.6%
5.5%	2.37	2.25	2.13	2.02	1.93	1.84	1.76
5.0%	2.29	2.17	2.06	1.96	1.87	1.79	1.71
4.5%	2.21	2.10	2.00	1.90	1.82	1.74	1.67
<b>4.0%</b>	<b>2.14</b>	<b>2.03</b>	<b>1.94</b>	<b>1.85</b>	<b>1.77</b>	<b>1.70</b>	<b>1.63</b>
3.5%	2.07	1.97	1.88	1.80	1.73	1.66	1.59
3.0%	2.01	1.92	1.83	1.76	1.69	1.62	1.56
2.5%	1.95	1.87	1.79	1.72	1.65	1.59	1.53

### Специфический риск эмитента

	1.25%
Отношения с государством	0.50%
Корпоративное управление	0.50%
Конфликт акционеров	0.00%
Налоговые угрозы	0.00%
Финансовая устойчивость	0.25%

### Расчет бэта

Средний оборот, \$ '000	Бэта
больше 50 000	1.00
больше 10 000	1.25
<b>больше 1000</b>	<b>1.50</b>
больше 200	1.75
меньше 100	2.00
0 / непубличный бизнес	3.00

## Модель DCF ОГК-4

### Прогноз денежного потока

в млн. руб	2008	2009 О	2010 П	2011 П	2012 П	2013 П	2014 П	2015 П	2016 П
<b>Выручка</b>	<b>35 597</b>	<b>37 720</b>	<b>44 563</b>	<b>55 865</b>	<b>66 956</b>	<b>74 779</b>	<b>90 682</b>	<b>97 190</b>	<b>102 353</b>
Темп роста (%)	22%	6%	18%	25%	20%	12%	21%	7%	5%
<b>ЕБИТДА</b>	<b>4 670</b>	<b>7 434</b>	<b>7 578</b>	<b>13 672</b>	<b>20 293</b>	<b>22 980</b>	<b>33 848</b>	<b>36 616</b>	<b>38 121</b>
Рентабельность (%)	13%	20%	17%	24%	30%	31%	37%	38%	37%
<b>ЕБИТ</b>	<b>2 971</b>	<b>5 587</b>	<b>5 242</b>	<b>10 727</b>	<b>16 850</b>	<b>19 157</b>	<b>29 793</b>	<b>32 434</b>	<b>33 799</b>
Рентабельность (%)	8%	15%	12%	19%	25%	26%	33%	33%	33%
-Налоги на прибыль	1 387	924	1 146	2 159	3 377	3 838	5 978	6 575	6 921
<b>НОРАТ</b>	<b>1 585</b>	<b>4 664</b>	<b>4 095</b>	<b>8 567</b>	<b>13 473</b>	<b>15 320</b>	<b>23 815</b>	<b>25 859</b>	<b>26 878</b>
+ Амортизация	1 698	1 847	2 336	2 945	3 443	3 822	4 056	4 182	4 322
- Капвложения	-15 551	-11 208	-20 122	-18 863	-13 026	-11 247	-3 703	-4 412	-4 522
(Увеличение)/Уменьшение об. капитала	-1 115	-103	-333	-551	-540	-381	-775	-317	-252
<b>Чистый денежный поток</b>	<b>-13 383</b>	<b>-4 801</b>	<b>-14 023</b>	<b>-7 901</b>	<b>3 350</b>	<b>7 513</b>	<b>23 393</b>	<b>25 312</b>	<b>26 426</b>

### Основные предположения

WACC	16.1%
Конечный темп роста	5.0%
Ставка налогообложения	20%

### Расчет WACC

<b>Безрисковая ставка:</b>	<b>7.8%</b>
Доходность ОФЗ 5 лет	7.8%
<b>Риск рынка акций</b>	<b>4.9%</b>
Специфический риск эмитента	0.5%
Целевой уровень D/(E+D)	20.0%
Бэта	1.50
Бета с учетом долга	1.80
Безрисковая ставка	7.8%
<b>Стоимость капитала</b>	<b>17.5%</b>
Стоимость долга	13.0%
Ставка налога на прибыль	20.0%
<b>Стоимость долга после налогов</b>	<b>10.4%</b>
<b>WACC</b>	<b>16.1%</b>

### Оценка DCF

Дисконтированный денежный поток	22 197
Конечная стоимость	251 001
Приведенная конечная стоимость	102 730
Стоимость денежных потоков	124 927
Текущий чистый долг (наличность)	-20 731
Чистая стоимость компании	145 658
Количество акций (млн.)	63 049
<b>Цель на конец 2011 г., руб</b>	<b>2.31</b>
\$/руб, среднее в 2010 г.	28.2
<b>Цель на конец 2011 г., \$</b>	<b>0.082</b>

### Анализ чувствительности

Конечный темп роста (%)	Ставка дисконтирования (WACC)						
	14.6%	15.1%	15.6%	16.1%	16.6%	17.1%	17.6%
6.5%	3.17	2.96	2.76	2.59	2.44	2.30	2.17
6.0%	3.02	2.82	2.65	2.49	2.35	2.22	2.10
5.5%	2.88	2.70	2.54	2.40	2.26	2.14	2.03
<b>5.0%</b>	<b>2.76</b>	<b>2.59</b>	<b>2.45</b>	<b>2.31</b>	<b>2.19</b>	<b>2.07</b>	<b>1.97</b>
4.5%	2.65	2.50	2.36	2.23	2.12	2.01	1.91
4.0%	2.55	2.41	2.28	2.16	2.05	1.95	1.86
3.5%	2.46	2.33	2.21	2.10	1.99	1.90	1.81

### Специфический риск эмитента

	0.50%
Отношения с государством	0.50%
Корпоративное управление	0.00%
Конфликт акционеров	0.00%
Налоговые угрозы	0.00%
Финансовая устойчивость	0.00%

### Расчет бэта

Средний оборот, \$ '000	Бэта
больше 50 000	1.00
больше 10 000	1.25
<b>больше 1000</b>	<b>1.50</b>
больше 200	1.75
меньше 100	2.00
0 / непубличный бизнес	3.00

**Модель DCF ОГК-5**

**Прогноз денежного потока**

в млн. руб	2008	2009 О	2010 П	2011 П	2012 П	2013 П	2014 П	2015 П	2016 П
<b>Выручка</b>	<b>36 027</b>	<b>39 951</b>	<b>45 371</b>	<b>58 481</b>	<b>65 655</b>	<b>74 683</b>	<b>84 703</b>	<b>92 121</b>	<b>96 832</b>
Темп роста (%)	24%	11%	14%	29%	12%	14%	13%	9%	5%
<b>ЕБИТДА</b>	<b>5 304</b>	<b>8 245</b>	<b>7 999</b>	<b>16 698</b>	<b>19 103</b>	<b>22 626</b>	<b>27 448</b>	<b>30 555</b>	<b>31 745</b>
Рентабельность (%)	15%	21%	18%	29%	29%	30%	32%	33%	33%
<b>ЕБИТ</b>	<b>2 837</b>	<b>5 376</b>	<b>5 153</b>	<b>13 636</b>	<b>15 931</b>	<b>19 340</b>	<b>24 041</b>	<b>27 020</b>	<b>28 075</b>
Рентабельность (%)	8%	13%	11%	23%	24%	26%	28%	29%	29%
-Налоги на прибыль	786	1 075	1 031	2 727	3 186	3 868	4 808	5 404	5 615
<b>НОРАТ</b>	<b>2 050</b>	<b>4 301</b>	<b>4 123</b>	<b>10 909</b>	<b>12 745</b>	<b>15 472</b>	<b>19 233</b>	<b>21 616</b>	<b>22 460</b>
+ Амортизация	2 468	2 870	2 846	3 062	3 172	3 287	3 407	3 535	3 670
- Капвложения	-13 228	-16 882	-9 300	-3 023	-3 250	-3 298	-3 537	-3 767	-3 956
(Увеличение)/Уменьшение об. капитала	-1 525	-680	-628	-1 519	-831	-1 046	-1 161	-859	-546
<b>Чистый денежный поток</b>	<b>-10 234</b>	<b>-10 391</b>	<b>-2 960</b>	<b>9 428</b>	<b>11 835</b>	<b>14 414</b>	<b>17 941</b>	<b>20 524</b>	<b>21 629</b>

**Основные предположения**

WACC	16.8%
Конечный темп роста	4.0%
Ставка налогообложения	20%

**Расчет WACC**

<b>Безрисковая ставка:</b>	<b>7.8%</b>
Доходность ОФЗ 5 лет	7.8%
<b>Риск рынка акций</b>	<b>4.9%</b>
Специфический риск эмитента	1.0%
Целевой уровень D/(E+D)	20.0%
Бэта	1.50
Бэта с учетом долга	1.80
Безрисковая ставка	7.8%
<b>Стоимость капитала</b>	<b>18.4%</b>
Стоимость долга	13.0%
Ставка налога на прибыль	20.0%
<b>Стоимость долга после налогов</b>	<b>10.4%</b>
<b>WACC</b>	<b>16.8%</b>

**Оценка DCF**

Дисконтированный денежный поток	50 475
Конечная стоимость	176 082
Приведенная конечная стоимость	69 442
Стоимость денежных потоков	119 916
Текущий чистый долг (наличность)	11 384
Чистая стоимость компании	108 532
Количество акций (млн.)	35 372
<b>Цель на конец 2011 г., руб</b>	<b>3.07</b>
\$/руб, среднее в 2010 г.	28.2
<b>Цель на конец 2011 г., \$</b>	<b>0.11</b>

**Анализ чувствительности**

Конечный темп роста (%)	Ставка дисконтирования (WACC)						
	15.3%	15.8%	16.3%	16.8%	17.3%	17.8%	18.3%
5.5%	3.99	3.76	3.55	3.36	3.19	3.03	2.88
5.0%	3.84	3.63	3.43	3.26	3.09	2.94	2.81
4.5%	3.70	3.51	3.32	3.16	3.01	2.86	2.73
<b>4.0%</b>	<b>3.58</b>	<b>3.39</b>	<b>3.22</b>	<b>3.07</b>	<b>2.92</b>	<b>2.79</b>	<b>2.67</b>
3.5%	3.47	3.29	3.13	2.99	2.85	2.72	2.60
3.0%	3.36	3.20	3.05	2.91	2.78	2.66	2.54
2.5%	3.27	3.11	2.97	2.84	2.71	2.60	2.49

**Специфический риск эмитента**

	1.00%
Отношения с государством	0.50%
Корпоративное управление	0.00%
Конфликт акционеров	0.00%
Налоговые угрозы	0.00%
Финансовая устойчивость	0.50%

**Расчет бэта**

Средний оборот, \$ '000	Бэта
больше 50 000	1.00
больше 10 000	1.25
<b>больше 1000</b>	<b>1.50</b>
больше 200	1.75
меньше 100	2.00
0 / непубличный бизнес	3.00

## Модель DCF ОГК-6

### Прогноз денежного потока

в млн. руб	2008	2009 O	2010 П	2011 П	2012 П	2013 П	2014 П	2015 П	2016 П
<b>Выручка</b>	<b>37 656</b>	<b>34 969</b>	<b>37 445</b>	<b>46 722</b>	<b>55 706</b>	<b>68 099</b>	<b>79 251</b>	<b>88 060</b>	<b>95 142</b>
Темп роста (%)	18%	-7%	7%	25%	19%	22%	16%	11%	8%
<b>ЕБИТДА</b>	<b>2 214</b>	<b>4 402</b>	<b>235</b>	<b>3 821</b>	<b>8 545</b>	<b>14 533</b>	<b>18 913</b>	<b>21 339</b>	<b>22 815</b>
Рентабельность (%)	6%	13%	1%	8%	15%	21%	24%	24%	24%
<b>ЕБИТ</b>	<b>-598</b>	<b>2 532</b>	<b>-2 102</b>	<b>890</b>	<b>5 154</b>	<b>10 909</b>	<b>15 184</b>	<b>17 500</b>	<b>18 864</b>
Рентабельность (%)	-2%	7%	-6%	2%	9%	16%	19%	20%	20%
-Налоги на прибыль	-1 268	506	-420	178	1 031	2 182	3 037	3 500	3 773
<b>НОРАТ</b>	<b>670</b>	<b>2 026</b>	<b>-1 681</b>	<b>712</b>	<b>4 123</b>	<b>8 728</b>	<b>12 147</b>	<b>14 000</b>	<b>15 091</b>
+ Амортизация	2 812	1 869	2 337	2 931	3 392	3 623	3 729	3 839	3 951
- Капвложения	-10 111	-10 340	-20 384	-18 330	-11 690	-3 405	-3 508	-3 611	-3 714
(Увеличение)/Уменьшение об. капитала	-1 525	116	-230	-863	-836	-1 152	-1 037	-819	-659
<b>Чистый денежный поток</b>	<b>-8 153</b>	<b>-6 329</b>	<b>-19 958</b>	<b>-15 550</b>	<b>-5 011</b>	<b>7 793</b>	<b>11 331</b>	<b>13 408</b>	<b>14 669</b>

### Основные предположения

WACC	17.1%
Конечный темп роста	4.0%
Ставка налогообложения	20%

### Расчет WACC

<b>Безрисковая ставка:</b>	<b>7.8%</b>
Доходность ОФЗ 5 лет	7.8%
<b>Риск рынка акций</b>	<b>4.9%</b>
Специфический риск эмитента	1.3%
Целевой уровень D/(E+D)	20.0%
Бэта	1.50
Бэта с учетом долга	1.80
Безрисковая ставка	7.8%
<b>Стоимость капитала</b>	<b>18.8%</b>
Стоимость долга	13.0%
Ставка налога на прибыль	20.0%
<b>Стоимость долга после налогов</b>	<b>10.4%</b>
<b>WACC</b>	<b>17.1%</b>

### Оценка DCF

Дисконтированный денежный поток	-14 257
Конечная стоимость	116 151
Приведенная конечная стоимость	44 968
Стоимость денежных потоков	30 711
Текущий чистый долг (наличность)	488
Чистая стоимость компании	30 223
Стоимость будущих проектов	
Количество акций (млн.)	32 287
<b>Цель на конец 2011 г., руб</b>	<b>0.94</b>
\$/руб, среднее в 2010 г.	28.2
<b>Цель на конец 2011 г., \$</b>	<b>0.033</b>

### Анализ чувствительности

Конечный темп роста (%)	Ставка дисконтирования (WACC)						
	15.6%	16.1%	16.6%	17.1%	17.6%	18.1%	18.6%
5.5%	1.56	1.40	1.26	1.14	1.02	0.92	0.82
5.0%	1.45	1.31	1.18	1.07	0.96	0.86	0.77
4.5%	1.36	1.23	1.11	1.00	0.90	0.80	0.72
<b>4.0%</b>	<b>1.28</b>	<b>1.15</b>	<b>1.04</b>	<b>0.94</b>	<b>0.84</b>	<b>0.75</b>	<b>0.67</b>
3.5%	1.20	1.08	0.98	0.88	0.79	0.70	0.63
3.0%	1.13	1.02	0.92	0.83	0.74	0.66	0.59
2.5%	1.06	0.96	0.86	0.78	0.69	0.62	0.55

### Специфический риск эмитента

	1.25%
Отношения с государством	0.50%
Корпоративное управление	0.50%
Конфликт акционеров	0.00%
Налоговые угрозы	0.00%
Финансовая устойчивость	0.25%

### Расчет бэта

Средний оборот, \$ '000	Бэта
больше 50 000	1.00
больше 10 000	1.25
<b>больше 1000</b>	<b>1.50</b>
больше 200	1.75
меньше 100	2.00
0 / непубличный бизнес	3.00

**Аналитический департамент**

Тел: +7 495 624 00 80

Факс: +7 495 925 80 00 доб. 2822

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

Тремасов Кирилл, к.э.н

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

Тремасов Кирилл, к.э.н

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

Волов Юрий, CFA

[Volov\\_YM@mmbank.ru](mailto:Volov_YM@mmbank.ru)**Нефть и газ**

Борисов Денис, к.э.н

[Borisov\\_DV@mmbank.ru](mailto:Borisov_DV@mmbank.ru)

Вахрамеев Сергей, к.э.н

[Vahrameev\\_SS@mmbank.ru](mailto:Vahrameev_SS@mmbank.ru)**Электроэнергетика**

Лямин Михаил

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

Рубинов Иван

[Rubinov\\_IV@mmbank.ru](mailto:Rubinov_IV@mmbank.ru)**Металлургия, Химия**

Волов Юрий, CFA

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

Кучеров Андрей

[Kuchеров\\_AA@mmbank.ru](mailto:Kuchеров_AA@mmbank.ru)**Банки, денежный рынок**

Федоров Егор

[Fedorov\\_EY@mmbank.ru](mailto:Fedorov_EY@mmbank.ru)**Потребсектор, телекоммуникации**

Мухамеджанова Сабина

[Muhamedzhanova\\_SR@mmbank.ru](mailto:Muhamedzhanova_SR@mmbank.ru)

Горячих Кирилл

[Goryachih\\_KA@mmbank.ru](mailto:Goryachih_KA@mmbank.ru)**Машиностроение/Транспорт**

Лямин Михаил

[Lyamin\\_MY@mmbank.ru](mailto:Lyamin_MY@mmbank.ru)**Управление долговых рынков**

Игнатъев Леонид

[Ignatjev\\_LA@mmbank.ru](mailto:Ignatjev_LA@mmbank.ru)

Горбунова Екатерина

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

Турмышев Дмитрий

[Turmyshev\\_DS@mmbank.ru](mailto:Turmyshev_DS@mmbank.ru)

Настоящий документ предоставлен исключительно в порядке информации и не является предложением о проведении операций на рынке ценных бумаг, и в частности предложением об их покупке или продаже. Настоящий документ содержит информацию, полученную из источников, которые Банк Москвы рассматривает в качестве достоверных. Однако Банк Москвы, его руководство и сотрудники не могут гарантировать абсолютную точность, полноту и достоверность такой информации и не несут ответственности за возможные потери клиента в связи с ее использованием. Оценки и мнения, представленные в настоящем документе, основаны единственно на заключениях аналитиков Банка в отношении анализируемых ценных бумаг и эмитентов. Вознаграждение аналитиков не связано и не зависит от содержания аналитических обзоров, которые они готовят, или от существа даваемых ими рекомендаций.

Банк Москвы, его руководство и сотрудники не несут ответственности за инвестиционные решения клиента, основанные на информации, содержащейся в настоящем документе. Банк Москвы, его руководство и сотрудники также не несут ответственности за прямые или косвенные потери и/или ущерб, возникший в результате использования клиентом информации или какой-либо ее части при совершении операций с ценными бумагами. Банк Москвы не берет на себя обязательств регулярно обновлять информацию, которая содержится в настоящем документе, или исправлять возможные неточности. Сделки, совершенные в прошлом и упомянутые в настоящем документе, не всегда являются индикативными для определения результатов будущих сделок. На стоимость, цену или величину дохода по ценным бумагам или производным инструментам, упомянутым в настоящем документе, могут оказывать неблагоприятное воздействие колебания обменных курсов валют. Инвестирование в российские ценные бумаги несет значительный риск, в связи с чем клиенту необходимо проводить собственный анализ рынка и исследование надежности российских эмитентов до совершения сделок.

Настоящий документ не может быть воспроизведен полностью или частично, с него нельзя делать копии, выдержки из него не могут использоваться для каких-либо публикаций без предварительного письменного разрешения Банка Москвы. Банк Москвы не несет ответственности за несанкционированные действия третьих лиц, связанные с распространением настоящего документа или любой его части.