

Габбасов Роман / gabbasov@prsp.ru

MMББ / PTC / Bloomberg	MSNG / MSNG / MSNG RU
Количество акций [шт.]	39 749 359 700
Капитализация [млн USD]	5 209
EV [млн USD]	5 358
Долг [млн USD]	647
Чистый долг [млн USD]	149
Free Float [%]	~ 20%
Текущая цена акции [USD]	0.1310
Справедливая цена [USD]	0.2052
Потенциал роста [%]	57%
<b>Рекомендация</b>	<b>ПОКУПАТЬ</b>

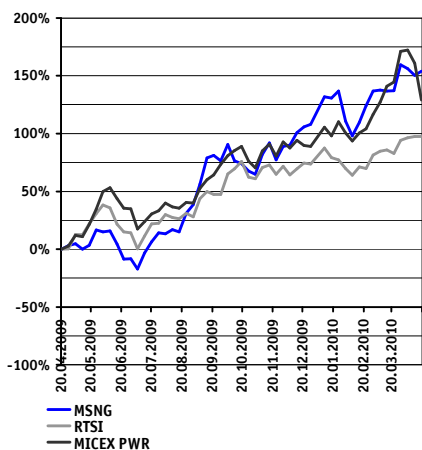
Показатель	2009	2010E	2011E
Выручка [млн USD]	4 571.7	4 211.1	5 662.2
Себестоимость [млн USD]	4 328.1	3 842.4	5 109.4
EBITDA [млн USD]	714.2	770.9	1 016.8
EBIT [млн USD]	243.5	368.7	552.8
NOPAT [млн USD]	194.8	294.9	442.2
P/S	1.14 x	1.24 x	0.92 x
EV/EBITDA	7.5 x	6.95 x	5.27 x
Debt/EBITDA	0.91 x	0.84 x	0.64 x

Показатель	2009	2010E	2011E
Operating Income margin	6.1%	8.8%	9.8%
ОIBITDA margin	16.5%	18.3%	18.0%
ROIC	2.4%	4.4%	5.4%

Показатель	2009	2010E	2011E
Установленная э/мощность [МВт]	11 904	11 904	14 154
Установленная т/мощность [Тыс. Гкал/час]	34.9	34.9	36.3
Выработка э/энергии [млн кВт-ч]	61 747	62 025	74 800
Полезный отпуск э/энергии [млн кВт-ч]	56 398	56 650	68 314
Реализация э/энергии [млн кВт-ч]	63 387	62 940	73 976
Полезный отпуск т/энергии [тыс. Гкал]	65 406	65 649	68 481
P/Output x 1000 [USD/kW-h]	82.2	82.8	70.4
P/Installed Capacity [USD/kW]	438	438	368
EV/Installed Capacity [USD/kW]	450	450	379

Расход топлива	2009	2010E	2011E
Газ [млн м <sup>3</sup> ]	21 300	21 403	25 594
Уголь [тыс. тонн]	459	461	468
Мазут* [тыс. тонн]	54	49	43
Дизтопливо* [тыс. тонн]	1	1	1

\* - при допущении о замене к 2018 году мазута и дизтоплива газом



## «Мосэнерго» – изменение целевой цены

**По итогам публикации результатов финансовой отчетности за 2009 год и пересмотра финансовой модели компании мы повышаем целевую цену по акциям Мосэнерго на 45% - до \$0.21 (5.95 руб.) с сохранением прежней рекомендации - ПОКУПАТЬ.**

**Потенциал роста курсовой стоимости – 57%.**

- Выручка компании выросла на 19% относительно аналогичного показателя за 2008 год – до 112.64 млрд рублей, что обусловлено ростом регулируемых и свободных цен на электроэнергию, увеличением тарифов на тепловую энергию, ростом полезного отпуска тепловой энергии, увеличением объема реализованной мощности за счет ввода новых парогазовых установок. Рост себестоимости (не включая амортизацию) составил 14% до 92.84 млрд рублей.
- Выработка электроэнергии за отчетный год составила 61.7 млрд кВт-ч, что ниже аналогичного показателя за 2008 год на 3.9%. Доля новых генерирующих мощностей в суммарной выработке составила 11.8%. Коэффициент использования установленной мощности составил 59.1% (64.8% за 2008 год). Отпуск тепловой энергии с коллекторов составил 65.4 млн Гкал - на 4,7% больше, чем в 2008 году.

**Аналитическая форма отчета о прибылях и убытках [млн руб.] \***

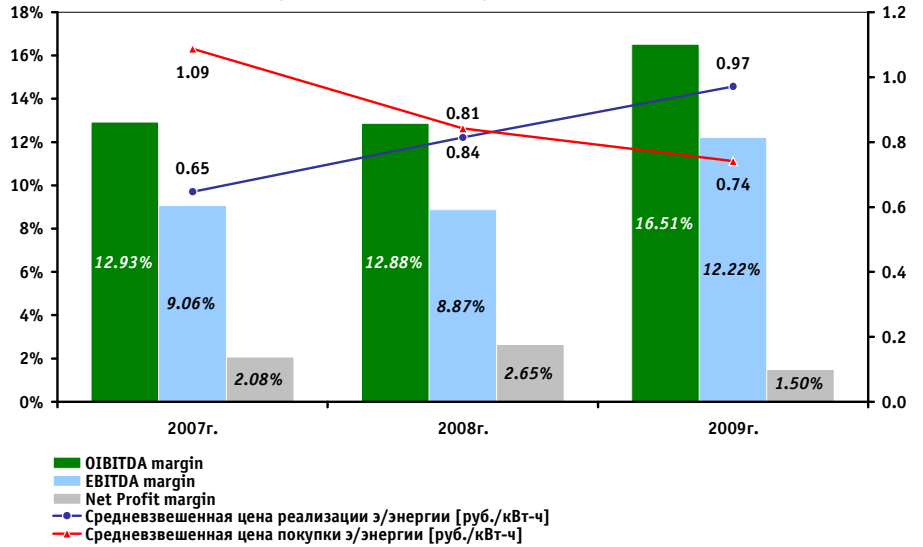
Показатель/Период	2008г.	2009г.	2009г. к 2008г.
Выручка от основной деятельности	94 819	112 636	17 817 19%
Себестоимость	81 249	92 838	11 589 14%
Амортизация	6 621	11 705	5 084 77%
<b>Валовая прибыль</b>	<b>6 949</b>	<b>8 093</b>	<b>1 144 16%</b>
Управленческие, административные и коммерческие расходы (Увеличение) / уменьшение резерва по сомнительным долгам	1 361	1 199	(162) -12%
<b>Операционная прибыль</b>	<b>5 588</b>	<b>6 894</b>	<b>1 306 23%</b>
Прочие доходы / (расходы)	(3 704)	(4 619)	(915) 25%
<b>Прибыль до налога (ЕВТ)</b>	<b>1 884</b>	<b>2 275</b>	<b>391 21%</b>
Доходы / (расходы) по налогу на прибыль	632	(585)	(1 217) -193%
<b>Чистая прибыль</b>	<b>2 516</b>	<b>1 690</b>	<b>(826) -33%</b>

\* - данные разделов «Прочие доходы», «Прибыль до налога», «Расходы по налогу на прибыль» и «Чистая прибыль» приводятся после нормализации. Доход / (убыток) от переоценки объектов основных средств за 2008 и 2009 годы составил 70.91 млрд рублей и (2.35) млрд рублей соответственно, что повлекло за собой перерасчет налоговых обязательств.

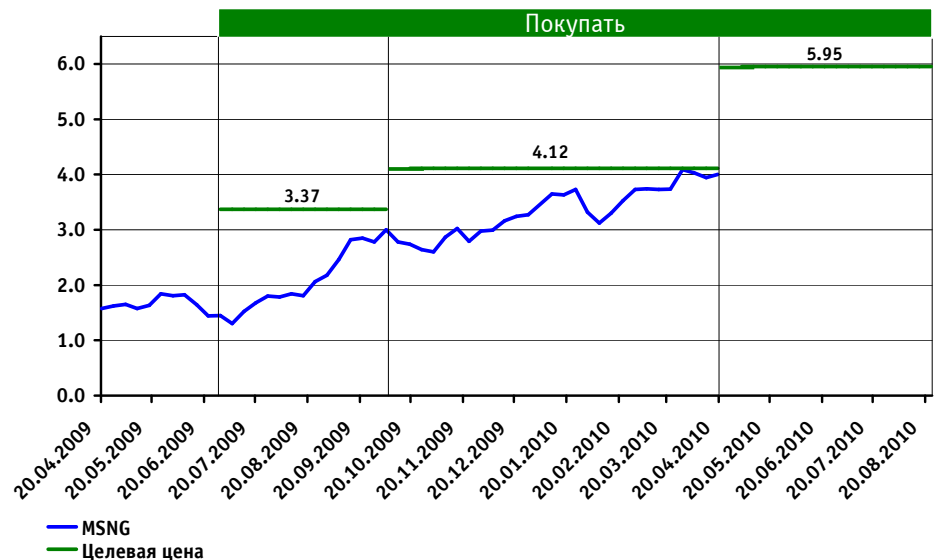
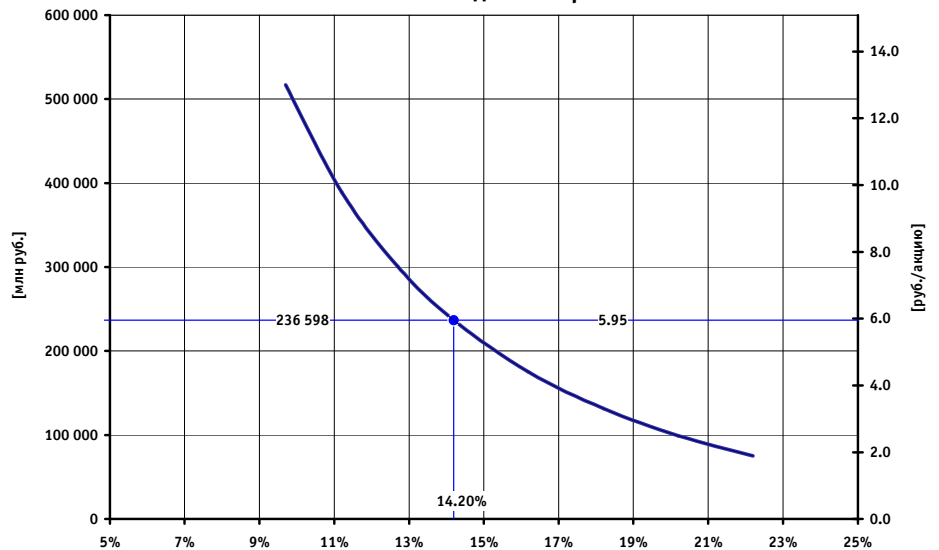
Показатель/Период	2007г.	2008г.	2009г.
Gross profit margin	7.30%	7.33%	7.19%
Operating Income margin (Return on Sales)	5.75%	5.89%	6.12%
ОIBITDA margin	12.93%	12.88%	16.51%
EBITDA margin	9.06%	8.87%	12.22%
EBIT margin	1.88%	1.89%	1.82%
Net Profit margin	2.08%	2.65%	1.50%

- Операционная прибыль компании выросла на 23% и составила 6.89 млрд рублей. Скорректированная чистая прибыль по итогам года снизилась на 33% вследствие перерасчета налоговых обязательств. Прирост показателя ОIBITDA margin составил 3.6 п.п. до уровня 16.5%. Прирост рентабельности инвестированного капитала составил 1 п.п.
- Как уже отмечалось, за истекший год произошло значительное улучшение ситуации на рынке корпоративного долга: уровень доходности долговых бумаг генерирующих компаний снизился более чем в 2 раза и составляет в настоящее время 7-9% годовых. Данный факт в совокупности с продемонстрированными компанией финансовыми показателями, находящимися в рамках прогнозов, стал ключевым фактором роста целевой цены по итогам переоценки.

Динамика рентабельности и средневзвешенных цен

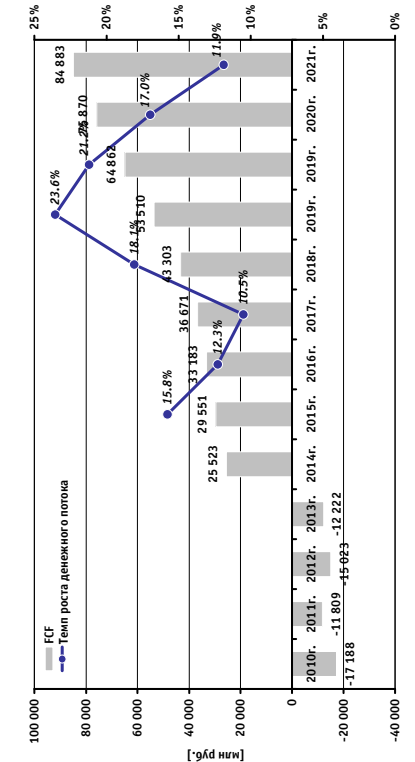


Чувствительность ценности акционерного капитала «Мосэнерго» к изменению ставки дисконтирования



## DCF - модель "Мосэнерго"

Показатель [млн руб.]/Период	2010г.	2011г.	2012г.	2013г.	2014г.	2015г.	2016г.	2017г.	2018г.	2019г.
Установленная электрическая мощность ТЭС [МВт]	11 904	14 154	14 574	15 374	16 974	17 774	18 574	18 574	18 574	18 574
КИМ ТЭС [%]	59,48%	60,33%	60,97%	61,93%	63,38%	64,10%	64,95%	64,95%	65,15%	65,34%
<b>Выработка э/энергии [млн кВт-ч]</b>	<b>62 025</b>	<b>74 800</b>	<b>77 840</b>	<b>83 409</b>	<b>94 234</b>	<b>99 803</b>	<b>105 372</b>	<b>105 684</b>	<b>105 997</b>	<b>106 310</b>
Рост выработки э/энергии [%]	0,45%	20,60%	4,06%	7,15%	12,98%	5,91%	5,58%	0,30%	0,30%	0,30%
Доля полезной отпуская э/энергии [%]	91,33%	91,33%	91,33%	91,32%	91,32%	91,32%	91,31%	91,31%	91,30%	91,30%
Установленная тепловая мощность [Тис. Гкал/Аас]	34 897	36 304	36 567	37 067	38 026	38 485	38 943	38 943	38 943	38 943
Коэффициент использования тепловой мощности [%]	21,50%	21,58%	21,66%	21,47%	21,02%	20,87%	20,72%	20,81%	20,91%	21,00%
<b>Отпуск э/энергии с коллекторов [Тис. Гкал]</b>	<b>65 725</b>	<b>68 638</b>	<b>69 375</b>	<b>69 700</b>	<b>70 025</b>	<b>70 350</b>	<b>70 675</b>	<b>71 000</b>	<b>71 325</b>	<b>71 650</b>
Рост выработки э/энергии [%]	0,49%	4,43%	1,07%	0,47%	0,7%	0,46%	0,46%	0,46%	0,46%	0,46%
Реализация покупной электроэнергии [млн кВт-ч]	6 290	5 661	5 095	4 585	4 127	3 714	3 343	3 009	2 708	2 437
<b>Реализация э/энергии [млн кВт-ч]</b>	<b>62 940</b>	<b>73 976</b>	<b>76 183</b>	<b>80 756</b>	<b>90 179</b>	<b>94 848</b>	<b>99 558</b>	<b>99 505</b>	<b>99 486</b>	<b>99 497</b>
<b>Реализация э/энергии [Тис. Гкал]</b>	<b>65 649</b>	<b>68 481</b>	<b>69 136</b>	<b>69 380</b>	<b>69 623</b>	<b>69 865</b>	<b>70 107</b>	<b>70 348</b>	<b>70 588</b>	<b>70 827</b>
Средневзвешенная цена реализации э/энергии [руб./кВт-ч]	1,10	1,17	1,28	1,40	1,53	1,66	1,73	1,73	1,77	1,84
Рост цены реализации э/энергии [%]	13,1%	6,1%	9,2%	9,4%	9,2%	1,5%	2,2%	2,2%	2,8%	3,5%
Цена реализации э/энергии [руб./Гкал]	907,95	1 071,38	1 253,51	1 441,54	1 628,94	1 824,41	2 034,22	2 251,99	2 506,36	2 782,06
Рост цены реализации э/энергии [%]	25,0%	18,0%	17,0%	15,0%	13,0%	12,0%	11,0%	11,0%	11,5%	11,0%
<b>Выручка от реализации э/энергии</b>	<b>69 135</b>	<b>86 244</b>	<b>97 464</b>	<b>113 075</b>	<b>137 834</b>	<b>157 828</b>	<b>168 147</b>	<b>171 111</b>	<b>176 564</b>	<b>182 794</b>
<b>Выручка от реализации э/энергии</b>	<b>59 606</b>	<b>73 369</b>	<b>86 663</b>	<b>100 014</b>	<b>113 411</b>	<b>127 463</b>	<b>142 613</b>	<b>158 844</b>	<b>176 918</b>	<b>197 045</b>
Прочие доходы	5 045	5 440	5 790	6 154	6 524	6 850	7 124	7 409	7 705	8 013
<b>Выручка от реализации</b>	<b>133 786</b>	<b>165 052</b>	<b>189 916</b>	<b>219 243</b>	<b>257 769</b>	<b>292 141</b>	<b>317 883</b>	<b>337 964</b>	<b>361 187</b>	<b>387 853</b>
Расходы на топливо	60 427	82 471	98 297	120 457	152 740	176 774	191 992	202 117	212 775	223 994
Доля расходов на топливо от текущих [%]	49,5%	55,4%	58,0%	61,1%	65,2%	67,5%	68,7%	69,4%	70,0%	70,5%
Расходы по покупной электроэнергии	5 606	5 558	5 697	5 787	5 833	5 839	5 415	5 053	4 743	4 477
Средневзвешенная цена покупки э/энергии [руб./кВт-ч]	0,89	0,98	1,12	1,26	1,41	1,57	1,62	1,68	1,75	1,84
Управленческие, административные и коммерческие расходы	1 306	1 408	1 499	1 593	1 689	1 773	1 844	1 918	1 995	2 075
Увеличение налога на имущество	402	1 175	2 170	3 289	4 038	4 330	4 322	4 227	4 132	4 037
Амортизация	12 778	13 525	14 227	15 415	16 388	16 716	17 050	17 050	17 050	17 050
Прочие расходы	41 553	44 802	47 684	50 688	53 729	56 416	58 673	61 020	63 460	65 999
<b>Текущие расходы</b>	<b>122 074</b>	<b>148 938</b>	<b>169 574</b>	<b>197 230</b>	<b>234 417</b>	<b>261 848</b>	<b>279 296</b>	<b>291 385</b>	<b>304 155</b>	<b>317 632</b>
EBITDA	24 491	29 639	34 569	37 428	39 739	47 009	55 637	63 629	74 082	87 271
EBITDA margin [%]	18,31%	17,96%	18,20%	17,07%	15,42%	16,09%	17,50%	18,83%	20,51%	22,50%
<b>EBIT</b>	<b>11 713</b>	<b>16 114</b>	<b>20 342</b>	<b>22 013</b>	<b>23 351</b>	<b>23 293</b>	<b>38 587</b>	<b>46 579</b>	<b>57 032</b>	<b>70 221</b>
EBIT margin [%]	8,75%	9,76%	10,71%	10,04%	9,06%	10,37%	12,14%	13,78%	15,79%	18,11%
Налог на прибыль	2 343	3 223	4 068	4 403	4 670	6 059	7 717	9 316	11 406	14 044
<b>НОРАТ</b>	<b>9 370</b>	<b>12 891</b>	<b>16 274</b>	<b>17 610</b>	<b>18 681</b>	<b>24 235</b>	<b>30 870</b>	<b>37 263</b>	<b>45 625</b>	<b>56 177</b>
Амортизация	12 778	13 525	14 227	15 415	16 388	16 716	17 050	17 050	17 050	17 050
Изменение рабочего капитала	2 009	3 127	2 486	2 933	3 853	3 437	2 574	2 008	2 322	2 667
Капитальные вложения	37 328	35 098	59 416	48 633	16 388	16 716	17 050	17 050	17 050	17 050
НДС к возврату	-	-	16 379	6 318	10 695	8 754	4 888	1 416	-	-
Внеоборотные активы	211 601	233 174	278 363	311 580	311 580	311 580	311 580	311 580	311 580	311 580
Рабочий капитал	13 379	16 505	18 992	21 924	25 777	29 214	31 788	33 796	36 119	38 785
Инвестированный капитал	211 700	237 329	273 517	315 430	335 431	339 076	342 082	344 373	346 538	349 033
<b>ROIC [%]</b>	<b>4,43%</b>	<b>5,43%</b>	<b>5,95%</b>	<b>5,58%</b>	<b>5,57%</b>	<b>7,15%</b>	<b>9,02%</b>	<b>10,82%</b>	<b>13,17%</b>	<b>16,10%</b>
<b>FCF</b>	<b>- 17 188</b>	<b>- 11 809</b>	<b>- 15 023</b>	<b>- 12 222</b>	<b>25 523</b>	<b>29 551</b>	<b>33 183</b>	<b>36 671</b>	<b>43 303</b>	<b>53 510</b>
Темп роста денежного потока в прогнозный период [%]	-	-	-18,64%	-308,82%	15,78%	12,29%	10,51%	18,08%	23,57%	0,30
Коэффициент приведенной стоимости	1,00	0,88	0,77	0,67	0,59	0,51	0,45	0,39	0,35	0,30
<b>Приведенная стоимость денежных потоков</b>	<b>- 17 188</b>	<b>- 10 341</b>	<b>- 11 520</b>	<b>- 8 207</b>	<b>15 008</b>	<b>15 217</b>	<b>14 963</b>	<b>14 480</b>	<b>14 973</b>	<b>16 203</b>



Показатели переходного периода	2019г.	2020г.	2021г.
<b>FCF</b>	<b>64 862</b>	<b>75 870</b>	<b>84 883</b>
Темп роста денежного потока в переходный период [%]	21,21%	16,97%	11,88%
Коэффициент приведенной стоимости	0,27	0,23	0,20
<b>Приведенная стоимость денежных потоков</b>	<b>17 198</b>	<b>17 616</b>	<b>17 259</b>

WACC	14,20%
Сумма приведенных стоимостей денежных потоков	95 662
Темп роста в пострепрогнозный период [%]	2%
Остаточная стоимость на конец прогнозного периода	709 919
Приведенная остаточная стоимость	144 346
Ценность инвестированного капитала	240 007
Чистый долг	4 327
Ценность собственного капитала до внесения поправок	235 680
Дефицит рабочего капитала	918
<b>Ценность собственного капитала</b>	<b>236 598</b>
<b>Кол-во акций [шт.]</b>	<b>39 749 359 700</b>
<b>Стоимость акции [руб.]</b>	<b>5,95</b>
<b>[USD]</b>	<b>0,21</b>

## Аналитический отдел + 7 (495) 937 3363

### Потавин Александр

Начальник отдела  
тел.: +7 (495) 933-32-34  
доб. тел.: 6188  
[potavin@itininvest.ru](mailto:potavin@itininvest.ru)

### Солодин Дмитрий

Технический анализ  
тел.: +7 (495) 933-32-34  
[solodin@itininvest.ru](mailto:solodin@itininvest.ru)

### Габбасов Роман

Электроэнергетика  
доб. тел.: 6156  
[gabbasov@prsp.ru](mailto:gabbasov@prsp.ru)

### Егишянц Сергей

Макроэкономика, мировые рынки  
тел.: +7 (495) 933-32-34  
[egishynts@itininvest.ru](mailto:egishynts@itininvest.ru)

### Самарец Ольга

Потребительский сектор  
доб. тел.: 6170  
[samarets@prsp.ru](mailto:samarets@prsp.ru)

## Трейдинг + 7 (495) 937 3363

### Лобанов Александр

Начальник отдела  
[lobjr@prospect.com.ru](mailto:lobjr@prospect.com.ru)

### Кузнецова Ирина

[kuznetsova@prospect.com.ru](mailto:kuznetsova@prospect.com.ru)

### Хмельник Михаил

[hop@prospect.com.ru](mailto:hop@prospect.com.ru)

### Синельщикова Екатерина

[skat@prsp.ru](mailto:skat@prsp.ru)

### Зуев Дмитрий

[zouev@prospect.com.ru](mailto:zouev@prospect.com.ru)

### Билялов Энвер

[bilyalov@prospect.com.ru](mailto:bilyalov@prospect.com.ru)

### Гусев Николай

[ngusev@prospect.com.ru](mailto:ngusev@prospect.com.ru)

## Брокерская группа «Ай Ти Инвест - Проспект»

119180, Москва, 1-й Голутвинский пер., д. 6

Тел.: +7 (495) 937 3363

Факс: +7 (495) 937 3360

[www.prospect.com.ru](http://www.prospect.com.ru)

[www.itinvest.ru](http://www.itinvest.ru)

[www.prospect.com.ua](http://www.prospect.com.ua)

[www.plasma-prospect.com](http://www.plasma-prospect.com)

Представленная информация базируется на достоверных источниках.

Тем не менее, содержание данного аналитического обзора может использоваться только в информационных целях.

Брокерская группа «Ай Ти Инвест - Проспект» не несет ответственности за точность представленных данных.

Данный документ не является предложением на покупку или продажу каких-либо ценных бумаг.

Он также не является рекомендацией на покупку или продажу ценных бумаг, упомянутых в отчете.

Брокерская группа «Ай Ти Инвест - Проспект» и ее сотрудники, включая тех, кто готовил этот отчет, могут иметь позиции, а также покупать и продавать ценные бумаги упомянутых в отчете компаний.

Инвестирование в странах СНГ является исключительно рискованным, поэтому инвесторы должны самостоятельно тщательно проработать свое решение.

Все права на данный аналитический отчет принадлежат Брокерской группе «Ай Ти Инвест - Проспект».

Перепечатка целиком или отдельными частями без письменного разрешения Брокерской группы «Ай Ти Инвест - Проспект» не допускается.