



Аналитический обзор  
21 мая 2010 г.

Электроэнергетика  
Россия

## РусГидро

Финансовые результаты за 2009 г.

Рекомендация: ПОКУПАТЬ

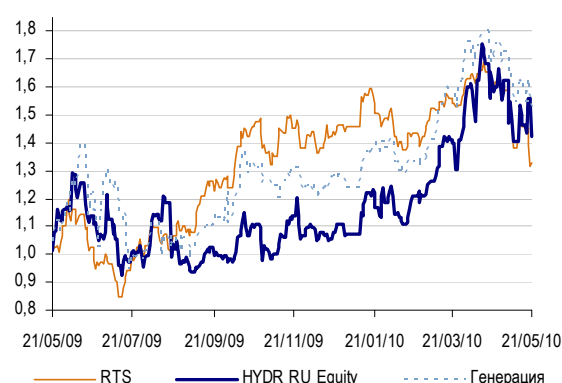
Аналитик: Олег Зотиков  
Эл. почта: OZotikov@veles-capital.ru

### Основные моменты

- РусГидро опубликовала отчетность по МСФО за 2009 г., который был трудным для компании в связи с аварией на Саяно-Шушенской ГЭС.
- Выручка РусГидро по МСФО за 2009 г. выросла на 7% до 115,6 млрд руб. Рост выручки обусловлен включением в тариф 2009 г. целевой инвестиционной составляющей большей, чем в прошлом году, увеличением производства электроэнергии на 1,7%, по сравнению с прошлым периодом, а также увеличением доли продаж по нерегулируемым ценам в соответствии с графиком либерализации рынка. 68% доходов РусГидро приходится на основную деятельность – сегмент генерации. Доходы от деятельности сбытовых компаний составили 29% выручки. При этом себестоимость РусГидро за 2009 г. упала на 10% по сравнению с аналогичным периодом 2008 г. и составила 76,1 млрд руб., что связано в основном с увеличением доли либерализации рынка и, как следствие, снижением объемов покупки электроэнергии на свободном рынке и общим снижением цен на нем.
- В итоге, EBITDA РусГидро, без учета убытков от обесценения активов, а также статей, связанных с аварией на Саяно-Шушенской ГЭС, таких как убыток от выбытия основных средств и страховые возмещения, увеличилась на 55% и составила 52,2 млрд руб. Таким образом норма прибыли по EBITDA РусГидро выросла на 14 п.п. и составила 45%. Чистая прибыль компании была зафиксирована на уровне 31,2 млрд долл. против убытка (бумажного) годом ранее. Мы оцениваем данные результаты РусГидро как сильные.
- В итоге мы пересмотрели нашу модель стоимости акций РусГидро с учетом производственных и финансовых результатов за 2009 г. Также мы учли, что компании удалось в 1 кв. 2010 г. запустить 2 блока из 10 вышедших из строя на Саяно-Шушенской ГЭС, а также то, что в этом году планируется запустить еще 2 блока. Это позволит станции выйти на половину среднегодовой выработки, что позволит РусГидро в этом году свести к минимуму убытки от покупки электроэнергии с рынка для обеспечения договоров ее поставки с Саяно-Шушенской ГЭС. Кроме того мы учли в модели допэмиссию РусГидро на 19 млрд акций, которую компания размещает в этом году. Также мы внесли изменения в наши макроэкономические прогнозы, влияющие на ставку дисконтирования.
- В результате мы подняли нашу прогнозную цену акций компании с 0,0507 долл. до 0,0716 долл. за акцию и подтверждаем нашу рекомендацию до «ПОКУПАТЬ» на них.

### Основные показатели

Динамика котировок акций РусГидро относительно индекса РТС



#### Информация об эмитенте

Код РТС	HYDR
Цена акции, долл.	0,0502
Мин./макс. цена за год, долл.	0,0325 / 0,0621
Справедливая цена на конец года, долл.	<b>0,0716</b>
Потенциал роста, %	42,67
Всего акций, шт.	269 695
Рыночная капитализация, млн долл.	13 539
EV, млн долл.	12 666

#### Финансовые показатели

	2009	2010 (П)	2011 (П)
Выручка, млн долл.	3 641,7	4 504,7	5 855,1
EBITDA, млн долл.	1 618,1	2 193,7	2 849,2
Чистая прибыль, млн долл.	966,1	1 470,8	1 935,5
Норма EBITDA, %	44,4	48,7	48,7
Норма чистой прибыли, %	26,5	32,6	33,1
NOPAT, млн долл.	998,2	1 434,8	1 895,3
ROIC, %	9,5	13,1	14,3
ROE, %	8,3	11,0	12,4

#### Мультипликаторы

	2009	2010 (П)	2011 (П)
$P/E$	14,0	9,2	7,0
$P/S$	3,7	3,0	2,3
$EV/EBITDA$	7,8	5,8	4,4
$P/BV$	1,0	0,9	0,8
$ROIC/WACC$	0,5	0,9	1,0



## Финансовая модель РусГидро

### Структура выручки

	2007	2008	2009	2010 (П)	2011 (П)	2012 (П)	2013 (П)	2014 (П)	2015 (П)	2016 (П)
Установленная мощность, МВт*	25 010	25 334	23 002	20 442	22 389	24 522	26 929	27 349	27 349	27 349
старые мощности	25 010	25 334	23 002	20 442	22 309	24 442	25 402	25 402	25 402	25 402
новые мощности	-	-	-	-	80	80	1 527	1 947	1 947	1 947
КИУМ, %	39	36	40	40	41	38	37	36	36	36
Выработка э/э, ГВтч	84 775	80 273	81 605	71 373	80 439	80 775	86 227	86 637	86 520	86 420
Полезный отпуск э/э, ГВтч	83 130	78 658	80 109	69 709	78 422	78 746	84 250	84 644	84 524	84 421
старые мощности	83 130	78 658	80 109	69 709	78 153	78 478	80 418	80 273	80 153	80 050
новые мощности	-	-	-	-	268	268	3 832	4 371	4 371	4 371
Купленная э/э с рынка, ГВтч	18 459	18 357	14 818	-	-	-	-	-	-	-
Продажи э/э, ГВтч	101 590	97 015	94 927	69 709	78 422	78 746	84 250	84 644	84 524	84 421
по регулируемым тарифам	75 693	68 981	58 168	22 894	12 590	12 566	14 504	14 489	14 476	14 465
по свободным тарифам	25 896	28 034	36 759	46 814	65 831	66 180	69 746	70 155	70 047	69 956
Средневзвешенные регулируемые тариф на э/э, долл./МВтч	4,3	4,6	3,1	2,6	1,6	1,7	1,6	1,7	1,7	1,8
тариф на мощность, долл./МВт в	3 547	5 122	6 961	8 388	3 909	4 193	4 501	4 761	4 966	5 241
Свободные одноставочные тарифы на э/э и мощность:										
тариф для старых мощностей, долл./МВтч	17	26	18	23	54	61	68	75	84	88
тариф для новых мощностей, долл./МВтч	-	-	-	-	63	68	83	102	113	119
Выручка, регулируемый сектор:										
от продажи э/э, млн долл.	329	318	183	59	21	22	23	24	25	27
от продажи мощности, млн долл.	1 016	1 485	1 600	1 763	168	180	191	199	210	222
Выручка, свободный сектор:										
от продажи э/э, млн долл.	442	716	676	1 085	3 555	4 020	4 743	5 331	5 929	6 218
Выручка сбытовых компаний, млн долл.	1 207	1 609	1 051	1 438	1 941	2 214	2 527	2 765	3 022	3 194
Прочая реализация, млн долл.	167	201	133	159	171	183	194	202	214	226
<b>Итого выручка</b>	<b>3 161</b>	<b>4 329</b>	<b>3 642</b>	<b>4 505</b>	<b>5 855</b>	<b>6 620</b>	<b>7 678</b>	<b>8 522</b>	<b>9 400</b>	<b>9 886</b>
рост, %	62,2	37,0	-15,9	23,7	30,0	13,1	16,0	11,0	10,3	5,2

Источник: данные компании; Оценка: Велес Капитал

\* с учетом выбывшего оборудования на Саяно-Шушенской ГЭС и графика его восстановления

### Структура себестоимости

	2007	2008	2009	2010 (П)	2011 (П)	2012 (П)	2013 (П)	2014 (П)	2015 (П)	2016 (П)
Затраты на покупную энергию, млн долл.	1 040	1 394	842	931	1 295	1 476	1 696	1 947	2 229	2 372
Затраты на транспортировку энергии, млн долл.	430	499	355	432	536	613	697	716	738	760
Оплата труда, млн долл.	242	327	260	322	418	473	549	609	672	706
Амортизация, млн долл.	242	375	372	401	481	536	570	585	585	585
Прочее, млн долл.	781	753	540	627	756	830	907	957	1006	1032
в т.ч. разовые статьи	20	56	26	-	-	-	-	-	-	-
<b>Итого себестоимость</b>	<b>2 755</b>	<b>3 404</b>	<b>2 396</b>	<b>2 712</b>	<b>3 487</b>	<b>3 928</b>	<b>4 418</b>	<b>4 814</b>	<b>5 230</b>	<b>5 456</b>
рост, %	40,2	23,6	-29,6	13,2	28,6	12,7	12,5	9,0	8,6	4,3

Источник: данные компании; Оценка: Велес Капитал



## Отчет о прибылях и убытках, млн долл.

	2007	2008	2009	2010 (П)	2011 (П)	2012 (П)	2013 (П)	2014 (П)	2015 (П)	2016 (П)
<b>Выручка</b>	<b>3 161</b>	<b>4 329</b>	<b>3 642</b>	<b>4 505</b>	<b>5 855</b>	<b>6 620</b>	<b>7 678</b>	<b>8 522</b>	<b>9 400</b>	<b>9 886</b>
Себестоимость	(2 755)	(3 404)	(2 396)	(2 712)	(3 487)	(3 928)	(4 418)	(4 814)	(5 230)	(5 456)
Прочие опеац. доходы (расходы)	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-
«Бумажные» доходы (расходы)	-	(1 309)	-	-	-	-	-	-	-	-
<b>EBITDA*</b>	<b>648</b>	<b>1 301</b>	<b>1 618</b>	<b>2 194</b>	<b>2 849</b>	<b>3 228</b>	<b>3 830</b>	<b>4 293</b>	<b>4 755</b>	<b>5 015</b>
Амортизация	(242)	(375)	(372)	(401)	(481)	(536)	(570)	(585)	(585)	(585)
<b>Операционная прибыль (ЕБИТ)</b>	<b>406</b>	<b>(384)</b>	<b>1 246</b>	<b>1 792</b>	<b>2 368</b>	<b>2 692</b>	<b>3 260</b>	<b>3 708</b>	<b>4 170</b>	<b>4 430</b>
Финансовые доходы (расходы)	(76)	(382)	(20)	76	91	108	167	286	443	621
«Бумажные» доходы (расходы)	-	(260)	-	-	-	-	-	-	-	-
<b>Прибыль до налогообложения (ЕВТ)</b>	<b>330</b>	<b>(765)</b>	<b>1 226</b>	<b>1 868</b>	<b>2 459</b>	<b>2 800</b>	<b>3 427</b>	<b>3 993</b>	<b>4 613</b>	<b>5 051</b>
Налог на прибыль	(115)	(18)	(244)	(373)	(491)	(560)	(685)	(799)	(923)	(1 010)
Доля меньшинства	8	(19)	(16)	(25)	(33)	(37)	(45)	(53)	(61)	(67)
<b>Чистая прибыль (ЕАТ)</b>	<b>222</b>	<b>(802)</b>	<b>966</b>	<b>1 471</b>	<b>1 936</b>	<b>2 203</b>	<b>2 697</b>	<b>3 142</b>	<b>3 629</b>	<b>3 974</b>
Прибыль на акцию (EPS), долл.	0,000	(0,002)	0,003	0,005	0,006	0,007	0,009	0,010	0,012	0,013

Источник: данные компании; Оценка: Велес Капитал

\* - без учета бумажных статей

## Баланс, млн долл.

	2007	2008	2009	2010 (П)	2011 (П)	2012 (П)	2013 (П)	2014 (П)	2015 (П)	2016 (П)
<b>Оборотные активы</b>	<b>1 356</b>	<b>1 921</b>	<b>2 710</b>	<b>3 181</b>	<b>3 581</b>	<b>4 940</b>	<b>7 152</b>	<b>10 259</b>	<b>14 085</b>	<b>18 106</b>
Ден. средства и эквиваленты	337	845	1 603	1 651	1 592	2 691	4 543	7 363	10 891	14 746
Дебиторская задолженность	847	874	721	1 155	1 501	1 697	1 968	2 184	2 409	2 534
Запасы	42	35	37	55	72	81	94	104	115	121
Прочие оборотные активы	130	167	348	321	417	472	547	607	670	704
2,5%										
<b>Внеоборотные активы</b>	<b>11 421</b>	<b>12 591</b>	<b>13 380</b>	<b>15 557</b>	<b>17 601</b>	<b>18 832</b>	<b>19 611</b>	<b>19 874</b>	<b>20 147</b>	<b>20 299</b>
Основные средства	11 067	11 474	11 814	14 153	15 775	16 768	17 217	17 217	17 217	17 217
Прочие внеоборотные активы	354	1 116	1 566	1 404	1 825	2 063	2 393	2 656	2 930	3 082
<b>Итого активы</b>	<b>12 777</b>	<b>14 512</b>	<b>16 090</b>	<b>18 738</b>	<b>21 182</b>	<b>23 772</b>	<b>26 763</b>	<b>30 132</b>	<b>34 232</b>	<b>38 405</b>
<b>Краткосрочные обязательства</b>	<b>809</b>	<b>857</b>	<b>837</b>	<b>1 109</b>	<b>1 233</b>	<b>1 555</b>	<b>1 694</b>	<b>1 795</b>	<b>2 076</b>	<b>2 077</b>
Краткосрочные займы и кредиты	130	115	86	163	3	164	81	4	102	0
Беспроцентные обязательства	679	742	751	946	1 230	1 391	1 613	1 790	1 975	2 077
<b>Долгосрочные обязательства</b>	<b>2 262</b>	<b>1 960</b>	<b>1 826</b>	<b>1 904</b>	<b>2 327</b>	<b>2 405</b>	<b>2 657</b>	<b>2 919</b>	<b>3 095</b>	<b>3 248</b>
Долгосрочные займы и кредиты	849	681	645	482	479	315	233	229	127	127
Беспроцентные обязательства	1 413	1 278	1 181	1 422	1 849	2 090	2 424	2 691	2 968	3 121
Миноритарная доля	1 187	33	73	98	130	168	213	266	327	394
<b>Акционерный капитал и резервы</b>	<b>8 519</b>	<b>11 662</b>	<b>13 354</b>	<b>15 627</b>	<b>17 491</b>	<b>19 645</b>	<b>22 198</b>	<b>25 152</b>	<b>28 734</b>	<b>32 685</b>
Уставный капитал	6 392	8 339	8 979	9 683	9 615	9 568	9 431	9 253	9 208	9 186
Добавочный капитал	489	409	400	498	495	492	485	476	474	473
Резервный капитал	(1 640)	(2 636)	0	0	0	0	0	0	0	0
Нераспределенная прибыль	3 278	5 550	3 975	5 446	7 381	9 585	12 281	15 423	19 052	23 026
<b>Итого пассивы</b>	<b>12 777</b>	<b>14 512</b>	<b>16 090</b>	<b>18 738</b>	<b>21 182</b>	<b>23 772</b>	<b>26 763</b>	<b>30 132</b>	<b>34 232</b>	<b>38 405</b>

Источник: данные компании; Оценка: Велес Капитал

## Финансовый анализ

	2007	2008	2009	2010 (П)	2011 (П)	2012 (П)	2013 (П)	2014 (П)	2015 (П)	2016 (П)
<b>Показатели рентабельности:</b>										
ROIC, %	5,9	8,0	9,5	13,1	14,3	14,8	17,0	19,0	21,7	23,4
ROE, %	5,6	отр.	8,3	11,0	12,4	12,6	13,7	14,2	14,4	13,8
ROA, %	3,5	отр.	6,7	9,1	10,3	10,4	11,3	11,7	12,0	11,6
Норма EBITDA, %	20,5	30,0	44,4	48,7	48,7	48,8	49,9	50,4	50,6	50,7
Норма EBIT, %	12,8	отр.	34,2	39,8	40,4	40,7	42,5	43,5	44,4	44,8
Норма EAT, %	7,0	отр.	26,5	32,6	33,1	33,3	35,1	36,9	38,6	40,2
<b>Мультипликаторы:</b>										
$P_{I/E}$	61,1	отр.	14,0	9,2	7,0	6,1	5,0	4,3	3,7	3,4
$EV_S$	4,0	2,9	3,5	2,8	2,2	1,9	1,6	1,5	1,3	1,3
$EV_{I/EBITDA}$	19,6	9,7	7,8	5,8	4,4	3,9	3,3	3,0	2,7	2,5
$P_{I/BV}$	1,6	1,2	1,0	0,9	0,8	0,7	0,6	0,5	0,5	0,4
$ROIC/WACC$	0,4	0,5	0,5	0,9	1,0	1,0	1,2	1,3	1,5	1,6
<b>Показатели долговой нагрузки:</b>										
Долг / EBITDA	1,51	0,61	0,45	0,29	0,17	0,15	0,08	0,05	0,05	0,03
Краткосрочный долг / чистая прибыль	0,58	отр.	0,09	0,11	0,00	0,07	0,03	0,00	0,03	0,00
Долг / выручка	0,31	0,18	0,20	0,14	0,08	0,07	0,04	0,03	0,02	0,01
Долг / активы	0,08	0,05	0,05	0,03	0,02	0,02	0,01	0,01	0,01	0,00
Краткоср. долг / активы	0,01	0,01	0,01	0,01	0,00	0,01	0,00	0,00	0,00	0,00
EBITDA / проценты к уплате	9,58	15,83	14,85	20,51	30,19	45,75	54,68	93,23	139,24	149,69
<b>Показатели создания стоимости:</b>										
Спрэд экономической прибыли (ROIC-WACC), %	-7,6	-8,9	-8,2	-1,3	-0,2	0,4	2,6	4,6	7,4	9,0
Инвестированный капитал (IC)	8 806	10 497	10 916	13 217	14 556	15 370	15 576	15 366	15 142	14 985
<b>Экономическая прибыль (EVA)</b>	<b>(341)</b>	<b>(784)</b>	<b>(860)</b>	<b>(146)</b>	<b>(23)</b>	<b>57</b>	<b>404</b>	<b>717</b>	<b>1 136</b>	<b>1 368</b>
Спрэд SVA (ROE-ks), %	-9,1	-27,1	-10,0	-3,9	-2,4	-2,0	-0,8	-0,4	0,0	-0,6
Акционерный инвестир. капитал (E)	7 828	9 700	10 185	12 572	14 074	14 891	15 262	15 133	14 913	14 857
<b>Акционерная эк. прибыль (SVA)</b>	<b>(332)</b>	<b>(2 118)</b>	<b>(972)</b>	<b>(394)</b>	<b>(302)</b>	<b>(288)</b>	<b>(113)</b>	<b>(58)</b>	<b>4</b>	<b>(87)</b>

Источник: данные компании; Оценка: Велес Капитал



## Оценка стоимости РусГидро

## Расчет свободных денежных потоков, млн долл.

	2007	2008	2009	2010 (П)	2011 (П)	2012 (П)	2013 (П)	2014 (П)	2015 (П)	2016 (П)
ЕБИТ	406	925	1 246	1 792	2 368	2 692	3 260	3 708	4 170	4 430
Налог на прибыль	(142)	(222)	(248)	(357)	(473)	(538)	(652)	(741)	(834)	(886)
НОРАТ	264	703	998	1 435	1 895	2 154	2 609	2 966	3 336	3 544
Амортизация	(242)	(375)	(372)	(401)	(481)	(536)	(570)	(585)	(585)	(585)
<b>Валовый операционный ден. поток</b>	<b>506</b>	<b>1 078</b>	<b>1 370</b>	<b>1 836</b>	<b>2 376</b>	<b>2 690</b>	<b>3 178</b>	<b>3 551</b>	<b>3 921</b>	<b>4 129</b>
СарЕх	(1 265)	(1 019)	(1 005)	(2 740)	(2 104)	(1 529)	(1 019)	(585)	(585)	(585)
Изменение чистого оборотного капитала	932	(129)	(119)	12	251	142	197	157	163	91
<b>Валовые инвестиционные потребности:</b>	<b>(333)</b>	<b>(1 148)</b>	<b>(1 124)</b>	<b>(2 728)</b>	<b>(1 852)</b>	<b>(1 387)</b>	<b>(822)</b>	<b>(428)</b>	<b>(422)</b>	<b>(495)</b>
<b>Своб. ден. поток фирмы (FCFF)</b>	<b>173</b>	<b>(70)</b>	<b>247</b>	<b>(891)</b>	<b>524</b>	<b>1 303</b>	<b>2 356</b>	<b>3 123</b>	<b>3 499</b>	<b>3 635</b>
<b>Дисконтируемый ден. поток фирмы</b>					<b>457</b>	<b>996</b>	<b>1 576</b>	<b>1 821</b>	<b>1 792</b>	<b>1 624</b>

Источник: данные компании; Оценка: Велес Капитал

## Расчет средневзвешенной стоимости капитала (WACC)

	2007	2008	2009	2010 (П)	2011 (П)	2012 (П)	2013 (П)	2014 (П)	2015 (П)	2016 (П)
<b>Безрисковая доходность (для РФ)</b> $k_{RF}, \%$	<b>5,38</b>	<b>7,39</b>	<b>8,06</b>	<b>5,59</b>	<b>5,46</b>	<b>5,29</b>	<b>5,72</b>	<b>5,76</b>	<b>5,02</b>	<b>5,02</b>
Средняя доходность UST10 за пять лет, %	4,35	3,87	3,9	4,0	4,2	4,2	4,2	4,2	4,2	4,1
Текущий спрэд дефолта РФ, %	1,03	3,52	4,1	1,6	1,3	1,1	0,9	0,9	0,8	0,9
<b>Требуемая доходность акционеров</b> $k_s, \%$	<b>14,63</b>	<b>17,64</b>	<b>18,31</b>	<b>14,89</b>	<b>14,79</b>	<b>14,65</b>	<b>14,49</b>	<b>14,53</b>	<b>14,40</b>	<b>14,41</b>
акционерная премия, %	5,00	6,00	6,00	5,00	5,00	5,00	5,00	5,00	5,00	5,00
$\beta$ коэффициент	0,85	0,85	0,85	0,90	0,93	0,95	0,97	0,98	0,99	0,99
премия за качество корпоративного управления, %	3,40	3,40	3,40	3,40	3,40	3,40	3,40	3,40	3,40	3,40
<b>Требуемая доходность кредиторов</b> $k_d, \%$	<b>5,73</b>	<b>7,68</b>	<b>8,31</b>	<b>5,85</b>	<b>5,72</b>	<b>5,54</b>	<b>5,34</b>	<b>5,34</b>	<b>5,18</b>	<b>5,17</b>
премия за кредитный риск, %	0,35	0,29	0,25	0,26	0,27	0,25	0,22	0,19	0,17	0,15
<b>Структура капитала:</b>										
Доля источника «собственный капитал», %	89,70	93,61	94,81	96,04	97,32	97,62	98,60	99,08	99,21	99,61
Доля источника «заемный капитал», %	10,30	6,39	5,19	3,96	2,68	2,38	1,40	0,92	0,79	0,39
<b>WACC</b>	<b>13,51</b>	<b>16,89</b>	<b>17,70</b>	<b>14,48</b>	<b>14,51</b>	<b>14,40</b>	<b>14,34</b>	<b>14,44</b>	<b>14,32</b>	<b>14,37</b>

Источник: данные компании; Оценка: Велес Капитал

## Оценка справедливой стоимости акций РусГидро методом DCF

Ставка роста в постпрогнозный период, %	3,0
Сумма денежного потока, млн долл.	8 266
Продленная стоимость, млн долл.	25 398
Дисконтированная продленная стоимость, млн долл.	9 920
Стоимость компании, млн долл.	18 186
Стоимость долга, млн долл.	(1 006)
Миноритарная доля	(98)
Доля в проекте БЭМО, млн долл.	127
Доля в ОГК-1 и других компаниях, векселя, млн долл.	1 455
Стоимость акционерного капитала, млн долл.	20 676
Кличество обыкновенных акций, млн шт. на конец 2010 г.	288 695
<b>Стоимость акционерного капитала, млн долл.</b>	<b>0,0716</b>
<b>Недооценка (переоценка) обыкновенных акций, %</b>	<b>42,67</b>

Источник: данные компании; Оценка: Велес Капитал



## Сравнительные показатели компаний сектора

## Основные мультипликаторы и коэффициенты компаний сектора

	Страна (регистрации)	Текущая капитализация (P), млн долл.	Рыночная стоимость бизнеса (EV), млн долл.	Рыночные мультипликаторы						финансовые коэффициенты							
				EV/IS	EV/EBITDA	P/E	P/BV	EV/IC	EV/уст. мощность	ROE, %	ROA, %	ROIC, %	EBITDA margin, %	ROIC/WACC	Fin. leverage (D/S)	Net Debt / EBITDA	Net Debt / Sales
<b>Генерирующие компании - развитые рынки</b>																	
Drax Group PLC	Великобритания	1 695	1 782	0,92	3,31	5,32	0,86	0,86	470	19,69	13,66	17,28	27,71	1,31	0,04	0,16	0,05
International Power PLC	Великобритания	6 407	14 576	2,98	8,01	10,24	0,81	0,90	682	9,32	6,06	14,60	37,17	1,49	1,03	4,49	1,67
Dynegy Inc	США	668	5 770	2,53	11,66	-	0,23	0,72	321	-	1,43	-	21,69	-	1,72	10,31	2,24
Allegheny Energy Inc	США	3 339	7 584	1,84	6,40	9,31	0,93	0,97	872	11,28	-	15,60	28,72	2,33	1,18	3,58	1,03
NRG Energy Inc	США	5 492	11 606	1,27	5,60	11,42	0,65	0,79	483	6,39	4,28	9,58	22,60	1,25	0,72	2,95	0,67
TransAlta Corp	Канада	4 092	8 261	2,72	8,09	16,76	1,34	1,14	1 023	8,42	5,34	17,08	33,67	1,92	1,37	4,08	1,38
Contact Energy Ltd	Новая Зеландия	2 407	3 091	2,15	10,24	22,74	1,05	1,04	1 553	5,34	4,69	6,42	21,01	0,65	0,30	2,26	0,48
<b>Средневзвешенное</b>				<b>2,23</b>	<b>7,63</b>	<b>12,17</b>	<b>0,83</b>	<b>0,91</b>	<b>724</b>	<b>8,88</b>	<b>5,08</b>	<b>13,52</b>	<b>29,23</b>	<b>1,58</b>	<b>1,04</b>	<b>4,32</b>	<b>1,25</b>
<b>Вертикально интегрированные компании - развитые рынки</b>																	
Southern Co	США	27 548	46 698	2,78	8,68	13,83	1,60	1,29	1 115	12,22	5,64	15,60	32,00	2,85	1,11	3,56	1,14
Duke Energy Corp	США	20 971	36 444	2,69	7,31	12,36	0,89	0,93	1 320	7,65	4,15	8,38	36,80	1,38	0,65	3,10	1,14
Scottish & Southern Energy PLC	Великобритания	13 514	20 807	0,70	7,06	8,91	2,37	1,60	1 945	26,89	7,34	-	9,85	-	1,28	2,48	2,24
E.ON AG	Германия	60 566	106 203	1,03	6,32	9,46	0,90	0,94	1 435	12,84	5,35	13,38	16,33	1,50	0,67	2,72	0,44
RWE AG	Германия	39 876	59 744	0,90	4,87	8,67	1,56	1,31	1 322	26,97	5,64	24,29	18,48	2,76	0,78	1,62	0,30
Enel SpA	Италия	41 114	134 402	1,66	6,70	7,69	0,79	0,93	1 613	13,16	5,15	18,60	24,72	3,16	1,80	4,65	1,15
Endesa SA	Испания	24 485	49 820	1,71	5,75	8,48	1,05	1,02	1 159	15,18	5,86	20,94	29,76	2,68	1,09	2,92	0,87
Iberdrola SA	Испания	33 690	69 551	2,20	7,76	10,10	0,83	0,91	1 614	9,75	4,01	11,71	28,30	1,54	0,88	4,00	1,13
EDF SA	Франция	78 429	156 293	1,80	6,95	16,26	1,75	1,27	1 098	13,05	3,09	20,76	25,96	2,51	1,73	3,46	0,90
EDP - Energias de Portugal SA	Португалия	11 636	31 706	1,99	7,32	9,18	1,00	1,00	1 721	14,11	2,63	16,59	27,15	2,51	1,73	4,63	1,26
Fortum OYJ	Финляндия	19 510	28 064	3,98	9,45	11,54	1,57	1,34	2 601	16,23	8,76	15,31	42,06	1,41	0,69	2,88	1,21
<b>Средневзвешенное</b>				<b>1,79</b>	<b>6,88</b>	<b>10,98</b>	<b>1,23</b>	<b>1,10</b>	<b>1430</b>	<b>14,23</b>	<b>4,79</b>	<b>17,34</b>	<b>25,35</b>	<b>2,34</b>	<b>1,25</b>	<b>3,42</b>	<b>0,89</b>
<b>Гидрогенерирующие компании - развитые рынки</b>																	
Verbund AG	Австрия	9 761	15 758	4,15	11,81	15,66	1,94	1,43	1 949	15,83	7,39	16,25	35,13	1,83	1,19	4,50	1,58
Brookfield Renewable Power Fund	Канада	1 868	3 452	8,45	10,97	18,50	1,93	1,35	2 740	10,54	-	-	77,03	-	1,64	5,03	3,87
EDF Energies Nouvelles SA	Франция	2 945	7 259	4,42	13,45	21,77	1,46	1,15	4 641	7,94	5,52	15,29	32,88	2,29	2,14	7,99	2,63
<b>Средневзвешенное</b>				<b>4,79</b>	<b>12,15</b>	<b>17,71</b>	<b>1,81</b>	<b>1,34</b>	<b>2790</b>	<b>12,98</b>	<b>6,80</b>	<b>15,95</b>	<b>39,98</b>	<b>1,98</b>	<b>1,51</b>	<b>5,52</b>	<b>2,17</b>
<b>Генерирующие компании - развивающиеся рынки</b>																	
Datang International Power Generation Co Ltd	Китай	10 652	30 466	3,74	13,63	41,03	2,49	1,26	1 214	5,82	1,87	21,08	27,44	3,64	4,64	8,86	2,43
China Resources Power Holdings Co Ltd	Китай	9 470	15 998	2,88	9,48	12,79	1,69	1,32	1 232	14,07	5,24	19,26	30,42	2,31	1,17	3,87	1,18
Huadian Power International Co	Китай	3 577	13 615	2,27	11,03	29,74	1,44	1,09	818	4,13	2,01	23,60	20,54	3,64	4,05	8,14	1,67
Huaneng Power International Inc	Китай	9 930	28 048	2,06	9,84	16,15	1,46	1,13	715	8,77	2,92	18,57	20,98	3,37	2,67	6,36	1,33
Guangdong Electric Power Development Co Ltd	Китай	2 183	4 225	-	-	-	-	1,57	627	-	-	-	-	-	1,46	-	-
China Power International Development Ltd	Китай	1 112	5 887	2,83	10,15	14,22	0,59	0,88	651	4,64	2,21	16,67	27,88	3,16	2,51	8,23	2,29
Ratchaburi Electricity Generating Holding PCL	Тайланд	1 631	1 859	1,39	6,67	8,49	1,04	1,04	465	13,52	9,25	11,11	20,87	1,24	0,15	0,82	0,17
Glow Energy PCL	Тайланд	1 657	2 838	2,50	9,48	11,48	1,44	1,22	1 661	14,52	5,49	15,41	26,33	1,71	1,03	3,95	1,04
Electricity Generating PCL	Тайланд	1 294	1 392	4,94	8,68	6,34	0,71	0,72	340	12,44	10,55	3,49	56,91	0,34	0,05	0,61	0,35
NTPC Ltd	Индия	34 475	40 726	2,98	9,45	14,24	2,11	1,80	1 362	15,56	8,31	12,50	31,51	1,17	0,38	1,45	0,46
First Gen Corp	Филиппины	741	1 640	1,58	6,08	8,67	0,64	0,80	635	12,21	3,45	11,63	26,06	1,45	0,77	3,33	0,87
Empresa Nacional de Electricidad SA/Chile	Чили	11 946	15 276	3,69	7,23	10,88	2,29	1,79	1 240	25,63	10,53	28,72	51,12	1,98	0,64	1,58	0,81
<b>Средневзвешенное</b>				<b>2,93</b>	<b>10,20</b>	<b>20,37</b>	<b>1,87</b>	<b>1,39</b>	<b>1086</b>	<b>11,80</b>	<b>5,17</b>	<b>18,55</b>	<b>29,51</b>	<b>2,53</b>	<b>2,10</b>	<b>4,89</b>	<b>1,28</b>
<b>Вертикально интегрированные компании - развивающиеся рынки</b>																	
CEZ AS	Чехия	23 057	30 066	3,26	7,04	9,97	1,73	1,48	2 104	22,82	10,07	18,68	46,28	1,96	0,53	1,64	0,76
Cia Paranaense de Energia	Бразилия	4 767	4 754	1,48	4,78	8,66	0,84	0,84	1 045	11,06	7,25	11,88	31,00	1,06	-	-	-
Centrais Elétricas Brasileiras SA	Бразилия	13 562	14 246	1,21	4,68	8,05	0,30	0,31	358	3,15	2,02	3,30	25,93	0,36	0,02	0,22	0,06
Enerjis SA	Чили	12 188	17 922	1,53	4,21	10,66	1,52	1,30	1 308	16,23	6,07	36,05	36,30	3,58	0,71	1,35	0,49
Pampa Energia SA	Аргентина	618	1 010	-	3,39	15,19	0,68	0,78	505	-	-	-	-	-	0,43	1,32	-
Korea Electric Power Corp	Южная Корея	17 283	36 189	1,21	8,50	14,57	0,46	0,64	530	3,46	2,00	-	14,27	-	0,50	4,44	0,63
<b>Средневзвешенное</b>				<b>1,88</b>	<b>6,60</b>	<b>11,42</b>	<b>1,01</b>	<b>0,96</b>	<b>1118</b>	<b>11,63</b>	<b>5,30</b>	<b>19,57</b>	<b>29,80</b>	<b>1,99</b>	<b>0,48</b>	<b>2,40</b>	<b>0,56</b>
<b>Гидрогенерирующие компании - развивающиеся рынки</b>																	
Cia Energetica de Sao Paulo	Бразилия	3 355	4 954	3,28	5,12	10,84	0,65	0,74	664	6,84	3,08	10,63	64,10	1,02	0,31	1,65	1,06
Cia Paranaense de Energia	Бразилия	4 767	4 754	1,48	4,78	8,66	0,84	0,84	1 045	11,06	7,25	11,88	31,00	1,06	-	-	-
Cia Energetica de Minas Gerais	Бразилия	8 384	12 327	1,72	4,90	7,40	1,17	1,11	2 163	18,50	6,84	19,32	35,16	2,64	0,55	1,57	0,55
AES Tietê SA	Бразилия	3 520	3 723	3,99	5,06	7,90	4,80	3,98	1 405	124,64	35,73	63,97	78,89	6,81	0,28	0,28	0,22
Tractebel Energia SA	Бразилия	6 954	8 194	3,69	6,08	10,76	2,52	2,05	1 274	29,41	12,17	28,23	60,67	3,18	0,45	0,92	0,56
Colbun SA	Чили	4 165	4 892	5,78	13,59	24,11	1,15	1,12	1 941	5,06	3,28	8,58	42,54	0,76	0,20	2,02	0,86
Jairprakash Power Ventures Ltd	Индия	2 863	3 018	-	20,04	52,85	2,99	2,71	10 060	5,73	1,30	12,02	-	1,02	0,16	1,03	-
China Yangtze Power Co Ltd	Китай	20 155	32 143	10,47	12,51	18,67	1,99	1,45	2 556	10,93	5,18	14,38	83,66	1,32	1,19	4,67	3,90
<b>Средневзвешенное</b>				<b>6,40</b>	<b>9,54</b>	<b>15,96</b>	<b>1,88</b>	<b>1,53</b>	<b>2332</b>	<b>19,09</b>	<b>7,48</b>	<b>18,34</b>	<b>64,61</b>	<b>1,94</b>	<b>0,76</b>	<b>2,87</b>	<b>2,22</b>
<b>Российские ОГК</b>																	
ОГК-1	Россия	1 563	1 574	1,05	25,05	-	1,26	1,26	165	0,26	0,20	-	4,20	-	0,01	0,19	0,01
ОГК-2	Россия	1 473	1 597	1,12	49,24	-	1,17	1,15	184	-	-	-	2,27	-	0,10	3,82	0,09
ОГК-3	Россия	2 588	759	0,80	-	-	0,71	0,42	89	-	-	-	-	-	-	27,96	-
ОГК-4	Россия	4 726	3 667	2,43	13,44	25,54	1,59	1,91	425	6,66	6,16	7,31	18,10	0,41	-	-	-
ОГК-5	Россия	2 511	2 877	1,90	10,49	22,14	1,16	1,14	332	5,58	3,71	5,57	18,14	0,46	0,17	1,33	0,24
ОГК-6	Россия	1 161	1 237	1,01	31,56	-	0,67	0,69	137	-	-	-	3,19	-	0,04	1,92	0,06
<b>Средневзвешенное</b>				<b>1,68</b>	<b>21,60</b>	<b>24,04</b>	<b>1,23</b>	<b>1,30</b>	<b>282</b>	<b>5,04</b>	<b>4,14</b>	<b>6,55</b>	<b>12,12</b>	<b>0,43</b>	<b>0,10</b>	<b>4,21</b>	<b>0,13</b>
<b>Российские ТГК</b>																	



## Краткий справочник инвестора

Методы, применяемые для оценки акций				
Доходный подход			Сравнительный подход	Затратный подход
	Метод DCF	Метод экономической прибыли	Мультипликативный анализ	Метод чистых активов
Концепция оценки единого объекта (EV) *	Дисконтирование ден. потоков фирмы (FCFF)	Дисконтирование эк. прибыли фирмы (EVA)		
Прямой расчет стоимости акционерного капитала (SV) **	Дисконтирование ден. потоков для акционеров (FCFE)	Дисконтирование эк. прибыли для акционеров (Edwards-Bell-Ohlson метод)		

\* Стоимость долга рассчитывается отдельно и затем вычитается из общей стоимости бизнеса (target EV), сформированной исходя из ден. потоков / эк. прибыли фирмы.

\*\* Долг учитывается в расчете интегрированно - через ежегодные погашения. Соответственно справедливая стоимость акц. капитала (target SV) формируется прямым образом - исходя из ден. потоков / эк. прибыли для акционеров.

Примечание:

DCF Методы отличаются от методов эк.прибыли способом учета инвестиций. Методы концепции оценки единого объекта отличаются от методов прямого расчета стоимости акционерного капитала - способом учета стоимости и обслуживания долговых обязательств.

### Расчет стоимости в рамках доходного подхода:

	расчет стоимости бизнеса (EV) в рамках оценки стоимости единого объекта	расчет стоимости акционерного капитала (SV)
Метод DCF (FCFF)	$EV = \sum_{i=1}^n \frac{FCFF_i}{(1+WACC_i)^i} + \frac{TV}{(1+WACC_i)^n} + NA$	$SV = EV - D$
Метод DCF (FCFE)		$SV = \sum_{i=1}^n \frac{FCFE_i}{(1+k_{si})^i} + \frac{TV}{(1+k_{si})^n} + Cash + NA$
Метод экономической прибыли (EVA)	$EV = IC_1 + \sum_{i=1}^n \frac{EVA_i}{(1+WACC_i)^i} + \frac{TV}{(1+WACC_i)^n} + NA$	$SV = EV - D$
Метод EBO		$SV = BV_1 + \sum_{i=1}^n \frac{SVA_i}{(1+k_{si})^i} + \frac{TV}{(1+k_{si})^n} + Cash + NA$

### Обозначения:

- EV - стоимость бизнеса (Enterprise Value)
- SV - стоимость акционерного капитала (Shareholders Value)
- TV - стоимость бизнеса / акц. капитала в постпрогнозном периоде (Terminal Value)
- gagr - темпы развития в постпрогнозном периоде
- BV, E - акционерный капитал на начало периода (Balance Value, Equity)
- EBIT - операционная прибыль от продаж, прибыль до уплаты процентов по кредиту и налога на прибыль
- EBITDA - операционная прибыль до уплаты процентов по кредиту, налога на прибыль и амортизации
- EBT - доналоговая прибыль (Earnings Before Tax)
- EAT - чистая прибыль (Earnings After Tax)
- EPS - чистая прибыль на одну акцию (Earnings Per Share)
- NOPAT - чистая операционная прибыль, очищенная от эффектов долгового финансирования  
 $NOPAT = EBIT * (1 - \text{эффективная ставка налога на прибыль})$
- FCFF - свободный ден. поток фирмы (Free Cash Flow to Firm)  
**FCFF = валовый ден. поток - валовые инвестиции**  
**Валовый ден. поток = NOPAT + амортизация**
- FCFE - свободный ден. поток для акционеров (Free Cash Flow to Equity)  
**FCFE = валовый акционерный ден. поток - валовые инвестиции**  
**Валовый акционерный ден. поток = EAT операционной деятельности (вкл. процентные платежи) - ежегодное погашение долга + привлечение заемных средств + амортизация**
- EVA - экономическая добавленная стоимость, экономическая прибыль фирмы (Economic Value Added)  
 $EVA = \text{спрэд экономической прибыли} * IC = (ROIC - WACC) * IC$
- SVA - экономическая прибыль для акционеров (Shareholders Value Added)  
 $SVA = \text{спрэд} * E = (ROE - k_s) * E$
- WACC - средневзвешенная стоимость капитала (Weighted Average Cost of Capital)
- $k_s$  - требуемая доходность акционеров
- D - справедливая (рыночная) стоимость чистого долга
- Cash - денежные средства, а также рыночные ценные бумаги на балансе
- NA - неоперационные активы
- IC - инвестированный капитал в операционную деятельность на начало периода (Invested Capital)
- ROIC - рентабельность инвестированного капитала (Return on Invested Capital)  
 $ROIC = \frac{NOPAT}{IC}$
- ROE - рентабельность акционерного капитала (Return on Equity)
- ROA - рентабельность активов (Return on Assets)

## 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, указанным 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 2010 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».



## Аналитическое управление

[research@veles-capital.ru](mailto:research@veles-capital.ru)

**Иван Манаенко**

Начальник управления анализа  
долгового рынка

[IManaenko@veles-capital.ru](mailto:IManaenko@veles-capital.ru)

**Илья Федотов**

Начальник управления анализа  
рынка акций, Телекоммуникации

[IFedotov@veles-capital.ru](mailto:IFedotov@veles-capital.ru)

**Станислав Фоменко**

Металлургия

[SFomenko@veles-capital.ru](mailto:SFomenko@veles-capital.ru)

**Дмитрий Лютягин**

Нефть и газ

[DLyutyagin@veles-capital.ru](mailto:DLyutyagin@veles-capital.ru)

**Марина Иркли**

Машиностроение и транспорт

[MRkly@veles-capital.ru](mailto:MRkly@veles-capital.ru)

**Олег Зотиков**

Энергетика

[OZotikov@veles-capital.ru](mailto:OZotikov@veles-capital.ru)

## Департамент операций на рынке акций

[secondtiers@veles-capital.ru](mailto:secondtiers@veles-capital.ru)

**Александр Антипов**

Руководитель департамента

[AAntipov@veles-capital.ru](mailto:AAntipov@veles-capital.ru)

**Игорь Волков**

Сейлз-трейдер

[IVolkov@veles-capital.ru](mailto:IVolkov@veles-capital.ru)

**Алексей Никогосов**

Сейлз-трейдер

[ANikogosov@veles-capital.ru](mailto:ANikogosov@veles-capital.ru)

**Дмитрий Перегудов**

Сейлз-трейдер

[DPeregudov@veles-capital.ru](mailto:DPeregudov@veles-capital.ru)

**Анна Шебеко**

Международные продажи

[AShebeko@veles-capital.ru](mailto:AShebeko@veles-capital.ru)

## Управление по работе с VIP клиентами

[sales@veles-capital.ru](mailto:sales@veles-capital.ru)

**Юрий Павлов**

Директор (VIP клиенты)

[YPavlov@veles-capital.ru](mailto:YPavlov@veles-capital.ru)

**Сергей Ветошкин**

Корпоративные клиенты

[SVetoshkin@veles-capital.ru](mailto:SVetoshkin@veles-capital.ru)

## Управление доверительных операций

[am@veles-capital.ru](mailto:am@veles-capital.ru)

**Бейшен Исаев**

Начальник Управления

[BIsaev@veles-capital.ru](mailto:BIsaev@veles-capital.ru)

**Вадим Лабед**

Работа с инвесторами

[VLabed@veles-capital.ru](mailto:VLabed@veles-capital.ru)

**Станислав Бродский**

Инвестиционные продукты

[SBrodsky@veles-capital.ru](mailto:SBrodsky@veles-capital.ru)

Россия, Москва, 123610, Краснопресненская наб., д. 12,  
7 подъезд, 18 этаж

Телефон: 7 (495) 258 1988

Факс: 7 (495) 258 1989

[www.veles-capital.ru](http://www.veles-capital.ru)

Украина, Киев, 01025,

Б. Житомирская ул., д. 20

Телефон: +38 (044) 459 0250

Факс: +38 (044) 459 0251