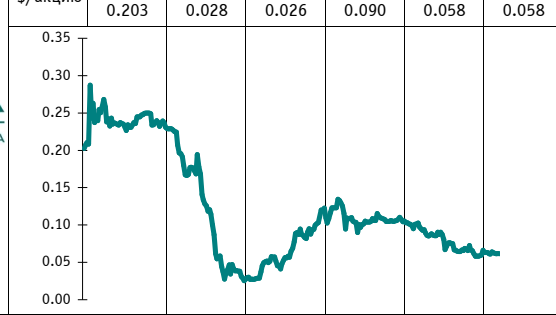
	Обыкновенные акции					Текущая цена, \$	0.061	Целевая цена, \$ ¹	0.094	Потенциал роста	53%	Рекомендация	ПОКУПАТЬ																
	ММВБ-РТС: MSNG																												
	Привилегированные акции																												
ММВБ-РТС: -																													
\$/акцию	0.287	0.239	0.103	0.135	0.110	0.066	max		Данные по российским аналогам / аналогам GEM																				
	0.203	0.028	0.026	0.090	0.058	0.058	min																						
	0.35		0.30		0.25		0.20		0.15		0.10		0.05		0.00														
	Рекомендации аналитиков ²		Покупать		2		8		P/E		10.4 / 13.4		9.3 / 10.6		6.4 / 8.8														
	Доходность		6м		-4%		12м		-35%		18м		-45%		24м		-52%												
	Держать		2		8		Продавать		-		EV/EBITDA		3.8 / 6.2		3.5 / 6.1		2.8 / 5.6												
Структура капитала													Краткосрочные обязательства		\$ 847 млн														
													Долгосрочные обязательства		\$ 1255 млн														
													Собственный капитал		\$ 6740 млн														
													- обыкновенные акции		39 749 359 700														
													- привилегированные акции		-														
													Рыночная капитализация		\$ 2440 млн														
													Чистый долг		-\$ 396 млн														
													D/E ³		18.70%														
													Free float		~ 20%														
Индикаторы [млн \$]													2007		2008		2009		2010		2011		2012		2016		2021		
Активы													7 005		8 463		8 274		8 325		8 165		8 937		8 976		11 388		
Обязательства													1 895		2 142		2 156		2 034		1 941		2 025		2 085		2 791		
Собственный капитал													5 109		6 322		6 117		6 291		6 224		6 913		6 892		8 597		
Выручка от реализации													3 065		3 813		3 545		4 784		5 481		5 823		8 511		12 570		
Рост цены реализации э/энергии													-		38.2%		22.6%		-5.6%		12.3%		4.4%		10.7%		7.4%		
Рост цены реализации т/энергии													-		27.4%		24.1%		-3.9%		22.8%		3.9%		7.0%		4.0%		
Доля расходов на топливо от текущих													50.8%		51.4%		49.0%		52.5%		53.6%		53.2%		60.7%		63.6%		
Рост расходов на топливо													-		26.3%		-11.2%		43.2%		15.8%		8.0%		14.8%		8.2%		
EBITDA													396		440		512		673		799		817		836		1 218		
Операционная прибыль													176		174		143		280		356		376		407		789		
Чистая прибыль ⁴													53		226		89		302		342		256		326		631		
Дивидендная доходность													0.1%		0.0%		0.4%		0.6%		0.0%		3.7%		4.7%		9.1%		
DPR													22%		0.0%		17.7%		8.6%		0.0%		35.0%		35.0%		35.0%		
P/E													181.9		5.7		48.7		13.9		6.2		9.5		7.5		3.9		
EV/EBITDA													22.5		3.4		8.8		5.7		2.2		2.6		2.5		1.7		
EV/Sales													2.9		0.4		1.3		0.8		0.3		0.4		0.2		0.2		
EV/IC [\$/кВт]													802		125		378		323		142		172		157		157		
Рентабельность по EBITDA													12.9%		11.5%		14.4%		14.1%		14.6%		14.0%		9.8%		9.7%		
Операционная рентабельность													5.7%		4.6%		4.0%		5.8%		6.5%		6.5%		4.8%		6.3%		
Чистая рентабельность													1.7%		5.9%		2.5%		6.3%		6.2%		4.4%		3.8%		5.0%		
ROIC													2.3%		1.5%		1.6%		2.9%		3.4%		3.7%		4.2%		6.8%		
Электрическая мощность [МВт]													11 117		11 904		11 904		11 904		12 300		12 300		13 425		13 425		
КИУМ													65.4%		61.6%		59.2%		62.3%		60.0%		60.7%		63.6%		67.2%		
Реализация э/энергии [млн кВт·ч] ⁷													63 169		65 044		63 387		67 341		70 558		71 512		81 169		86 474		
Тепловая мощность [Гкал/час]													34 297		34 897		34 897		34 897		35 100		35 100		35 804		35 804		
Реализация т/энергии [тыс. Гкал]													62 655		58 587		61 370		65 537		62 332		62 353		63 690		63 798		
КПИТ ⁸													66.4%		65.9%		68.3%		65.5%		60.0%		59.7%		56.3%		54.8%		
После пересмотра модели оценки Мосэнерго по итогам отчетности за 2011 год мы сохраняем для акций компании рекомендацию - ПОКУПАТЬ. Целевая цена по акциям - \$0.094. Потенциал роста курсовой стоимости - 53%.													февральскими морозами и, как следствием роста энергопотребления, необходимостью сжигания дорогого мазута при дефиците газа. Однако, как показал опыт 2011 года, компания способна достойно преодолеть поставленные перед ней задачи сдерживания цен на ОРЭМ за счет высокой эффективности. Как минимум в ближайшие 6 лет повторение подобной ситуации прямого вмешательства в процесс ценообразования на ОРЭМ маловероятно. По сути, для Мосэнерго (в большей степени, чем для сектора в целом) этот период может стать периодом реализации нераскрытого потенциала, обусловленного как существенной недооценкой рынком уже достигнутых финансовых показателей по сравнению с аналогами, так и завершающим вводом в 2015 году мощностей по ДПМ*, оплачиваемых по существенно более высокому, нежели существующие мощности тарифу. Накопленный объем денежных средств в принципе позволяет компании уже с текущего года начать выплаты дивидендов исходя из максимальной в соответствии с существующей политикой доли чистой прибыли - 35%.													Удельные капзатраты [\$/кВт]		1 409	
В 2011 году компании удалось сохранить величину операционной рентабельности на уровне предыдущего года (6.5% и 14% по EBIT и EBITDA соответственно), несмотря на предпринятые правительством меры по сдерживанию цен на электроэнергию. Судя по динамике средневзвешенной цены реализации электроэнергии за 2010-2011гг. данные меры в отношении Мосэнерго, как одной из самых эффективных генерирующих компаний, находящейся под косвенным контролем государства, были достаточно суровыми: при росте индекса равновесных цен на электроэнергию за 2011 год в первой ценовой зоне ОРЭМ на 12.3%, средневзвешенная цена реализации энергии Мосэнерго выросла лишь на 7.4%. Разница почти в 5 п.п. роста цены электроэнергии стоила компании практически 10 млрд рублей.													В 1-ом квартале текущего года компании, с большой вероятностью, также придется отработать предвыборные "обязательства", т.к. глава Минэнерго в конце прошлого года заявил о недопустимости превышения ценами на электроэнергию в начале 2012 года уровня декабря прошлого года. Ситуация может быть усугублена													- удельные капзатраты на ТЭС [\$/кВт]		1 409	
													- удельные капзатраты на ГЭС [\$/кВт]		-														
													Параметры и допущения оценки ⁹																
													k _d		8.30%		D/E		103.58%										
													k _e		20.36%		WACC		13.38%										
													β _L		1.15		g _{TV}		2.0%										
													Структура капитала:					Целевая											
Примечания																													
1 - оценка методом DCF;																													
2 - данные Bloomberg;																													
3 - текущее соотношение, рассчитано с помощью итерационной процедуры;																													
4 - без учета эффекта от переоценки основных средств;																													
5 - соотношение мощностей, функционирующих на ископаемом топливе и гидро-ресурсах;																													
6 - структура топливного баланса при допущении о замене к 2021 году мазута и дизельного топлива газом;																													
7 - с учетом покупки электроэнергии;																													
8 - коэффициент полезного использования топлива;																													
9 - доходности номинированы в рублях.																													
Аналитический департамент																													
Руководитель - Дмитрий Парфенов																													
Рынки акций - Антон Старцев																													
Банки - Руслан Юнусов																													
Электроэнергетика - Роман Габбасов																													

Роман Габбасов / gabbasov@olma.ru
25 апреля, 2012

тел.: +7 495 960 3121

Настоящая информация не несет никаких рекомендаций относительно покупки или продажи ценных бумаг, составлена на основе публичных источников, которые признаны надежными, и за достоверность предоставленной информации компания "ОЛМА" ответственности не несет. Компания "ОЛМА" не принимает какой-либо ответственности в отношении убытков и ущерба любого рода, полученных на основании использования информации, содержащейся в настоящем обзоре.

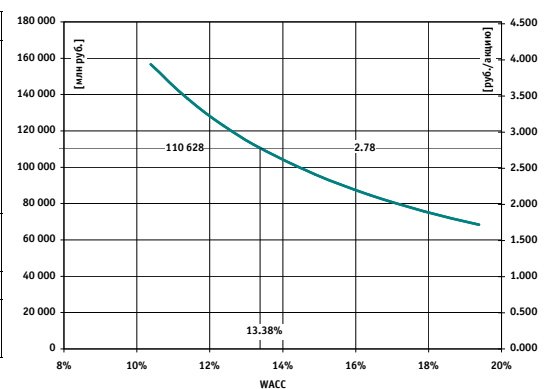


Приложение#1

DCF-модель Мосэнерго

Показатель [млн руб.] \ Период	2012	2013	2014	2015	2016	2017	2018	2019	2020	2021
Установленная электрическая мощность ТЭС [МВт]	12300	12365	12365	13005	13425	13425	13425	13425	13425	13425
КИУМ ТЭС	60.7%	61.4%	62.2%	62.9%	63.6%	64.3%	65.1%	65.8%	66.5%	67.2%
Выработка э/энергии [млн кВт-ч]	65429	66560	67345	71656	74823	75675	76527	77380	78232	79084
Рост выработки э/энергии	1.2%	1.7%	1.2%	6.4%	4.4%	1.1%	1.1%	1.1%	1.1%	1.1%
Доля полезного отпуска э/энергии	92.4%	92.4%	92.3%	92.3%	92.2%	92.1%	92.1%	92.0%	92.0%	91.9%
Установленная тепловая мощность [тыс. Гкал/час]	35.1	35.1	35.1	35.5	35.8	35.8	35.8	35.8	35.8	35.8
Коэффициент использования тепловой мощности	21.6%	21.6%	21.6%	21.6%	21.6%	21.6%	21.6%	21.6%	21.6%	21.6%
Отпуск т/энергии с коллекторов [тыс. Гкал]	66410	66487	66487	67244	67741	67741	67741	67741	67741	67741
Рост выработки т/энергии	0.0%	0.1%	0.0%	1.1%	0.7%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%
Доля полезного отпуска т/энергии [%]	93.9%	93.9%	94.0%	94.0%	94.0%	94.1%	94.1%	94.1%	94.1%	94.2%
Реализация покупной электроэнергии [млн кВт-ч]	11042	11318	11601	11891	12188	12493	12805	13125	13453	13789
Реализация э/энергии [млн кВт-ч]	71512	72795	73765	77994	81169	82217	83270	84331	85399	86474
Реализация т/энергии [тыс. Гкал]	62353	62447	62468	63201	63690	63711	63733	63755	63776	63798
Средневзвешенная цена реализации э/энергии [руб./кВт-ч]	1.32	1.46	1.62	1.80	1.99	2.19	2.40	2.60	2.82	3.03
Рост цены реализации э/энергии	5.3%	10.5%	10.5%	11.3%	10.7%	10.0%	9.4%	8.7%	8.1%	7.4%
Цена реализации т/энергии [руб./Гкал]	1169	1298	1428	1570	1680	1781	1888	1982	2062	2144
Рост цены реализации т/энергии	4.8%	11.0%	10.0%	10.0%	7.0%	6.0%	6.0%	5.0%	4.0%	4.0%
Выручка от реализации э/энергии	94680	106535	119253	140337	161616	180095	199497	219674	240442	261590
Выручка от реализации т/энергии	72907	81048	89183	99252	107021	113481	120331	126390	131491	136797
Прочие доходы	5091	5411	5736	6023	6264	6514	6775	7046	7328	7621
Выручка от реализации	172678	192995	214172	245613	274901	300090	326603	353110	379261	406007
Расходы на топливо	85902	100249	116498	138454	158888	175094	191184	206815	223688	241922
Доля расходов на топливо от текущих	53.2%	55.0%	56.6%	59.0%	60.7%	61.5%	62.2%	62.6%	63.1%	63.6%
Расходы на транспортировку т/энергии	27788	30845	34238	37662	40675	43522	46133	48901	51835	54945
Рост расходов на транспортировку т/энергии	5.0%	11.0%	11.0%	10.0%	8.0%	7.0%	6.0%	6.0%	6.0%	6.0%
Расходы по покупной электроэнергии	11600	13212	15057	17336	19830	22534	25436	28519	31761	35132
Средневзвешенная цена покупки э/энергии [руб./кВт-ч]	1.05	1.17	1.30	1.46	1.63	1.80	1.99	2.17	2.36	2.55
Управленческие, административные и коммерческие расходы	2051	2180	2311	2427	2524	2625	2730	2839	2952	3070
Амортизация	13076	13456	13865	13865	13865	13865	13865	13865	13865	13865
Прочие расходы	21108	22438	23784	24973	25972	27011	28091	29215	30384	31599
Текущие расходы	161525	182380	205753	234716	261753	284651	307439	330154	354485	380534
EBITDA	24228	24071	22284	24762	27013	29305	33029	36821	38641	39339
EBITDA margin	14.0%	12.5%	10.4%	10.1%	9.8%	9.8%	10.1%	10.4%	10.2%	9.7%
EBIT	11153	10615	8419	10896	13148	15440	19164	22956	24776	25473
EBIT margin	6.5%	5.5%	3.9%	4.4%	4.8%	5.1%	5.9%	6.5%	6.5%	6.3%
Налог на прибыль	2231	2123	1684	2179	2630	3088	3833	4591	4955	5095
NOPAT	8922	8492	6735	8717	10518	12352	15331	18365	19821	20379
Амортизация	13076	13456	13865	13865	13865	13865	13865	13865	13865	13865
Изменение рабочего капитала	771	1625	1694	2515	2343	2015	2121	2121	2092	2140
Капитальные вложения	19013	20460	13865	13865	13865	13865	13865	13865	13865	13865
ROIC	3.7%	3.5%	2.8%	3.6%	4.2%	4.8%	5.8%	6.7%	6.9%	6.8%
FCF	2214	-138	5041	6202	8175	10337	13210	16244	17728	18239
Темп роста денежного потока в прогнозный период							27.8%	23.0%	9.1%	2.9%
Коэффициент приведенной ценности	1.00	0.88	0.78	0.69	0.61	0.53	0.47	0.42	0.37	0.32
Приведенная ценность денежных потоков	2214	-121	3921	4255	4947	5517	6219	6745	6493	5891

WACC		13.38%
Сумма приведенных ценностей денежных потоков		46082
Темп роста в постпрогнозный период		2.0%
Остаточная ценность на конец прогнозного периода		163494
Приведенная остаточная ценность		52810
Ценность инвестированного капитала		98891
Чистый долг		-11737
Ценность собственного капитала	[млн руб.]	110628
	[млн USD]	3731
Кол-во акций [шт.]		39 749 359 700
Стоимость акции	[руб.]	2.78
	[USD]	0.094





Приложение#2

Прогнозные формы финансовой отчетности Мосэнерго

Остаточный денежный поток

Показатель [млн руб.] \ Период	2012	2013	2014	2015	2016	2017	2018	2019	2020	2021
Свободный денежный поток	2214	-138	5041	6202	8175	10337	13210	16244	17728	18239
Взнос в акционерный капитал	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0
Чистое получение долга	-4783	-5794	-5000	0	0	0	0	0	0	0
Долг на начало периода	15577	10794	5000	0	0	0	0	0	0	0
Долг на конец периода	10794	5000	0	0	0	0	0	0	0	0
Начисленные проценты по долгу	1651	1113	501	0	0	0	0	0	0	0
Выплаты процентов	1651	1113	501	0	0	0	0	0	0	0
Налоговый щит	330	223	100	0	0	0	0	0	0	0
Остаточный денежный поток	-3890	-6822	-360	6202	8175	10337	13210	16244	17728	18239
Остаточный денежный поток нарастающим итогом	23424	16602	16242	22444	30619	40956	54166	70410	88139	106378

Отчет о прибылях и убытках

Показатель [млн руб.] \ Период	2012	2013	2014	2015	2016	2017	2018	2019	2020	2021
Продажи	172678	192995	214172	245613	274901	300090	326603	353110	379261	406007
Текущие расходы	148449	168924	191888	220851	247888	270785	293574	316289	340619	366669
EBITDA	24228	24071	22284	24762	27013	29305	33029	36821	38641	39339
EBITDA margin	14.0%	12.5%	10.4%	10.1%	9.8%	9.8%	10.1%	10.4%	10.2%	9.7%
Амортизация	13076	13456	13865	13865	13865	13865	13865	13865	13865	13865
Операционная прибыль	11153	10615	8419	10896	13148	15440	19164	22956	24776	25473
Скорректированный налог на прибыль	2231	2123	1684	2179	2630	3088	3833	4591	4955	5095
NOPAT	8922	8492	6735	8717	10518	12352	15331	18365	19821	20379
Процентные платежи по долгу	1651	1113	501	0	0	0	0	0	0	0
Прибыль до налогообложения	9501	9502	7918	10896	13148	15440	19164	22956	24776	25473
Налог на прибыль	1900	1900	1584	2179	2630	3088	3833	4591	4955	5095
Чистая прибыль	7601	7601	6334	8717	10518	12352	15331	18365	19821	20379
Чистая рентабельность	4.4%	3.9%	3.0%	3.5%	3.8%	4.1%	4.7%	5.2%	5.2%	5.0%
Дивиденды	2660	2661	2217	3051	3681	4323	5366	6428	6937	7133
DPR	35%	35%	35%	35%	35%	35%	35%	35%	35%	35%

Баланс

Показатель [млн руб.] \ Период	2012	2013	2014	2015	2016	2017	2018	2019	2020	2021
Фиксированные активы	191232	198236	198236	198236	198236	198236	198236	198236	198236	198236
Денежные средства и их эквиваленты	20764	11281	8704	11855	16349	22363	30207	40023	50815	61921
Запасы	8344	9738	11316	13449	15433	17008	18571	20089	21728	23499
Дебиторская задолженность	27866	31144	34562	39635	44362	48427	52705	56983	61203	65519
Прочие активы	16801	17859	18930	19877	20672	21499	22359	23253	24183	25151
Итого активы	265006	268258	271749	283052	295052	307532	322077	338584	356165	374326
Собственный капитал	204974	209915	214032	219698	226535	234564	244529	256466	269349	282595
в т.ч. нераспределенная прибыль	-93329	-88388	-84271	-78605	-71768	-63739	-53774	-41837	-28954	-15708
Долг	10794	5000	0	0	0	0	0	0	0	0
Кредиторская задолженность	20348	23395	26696	31387	35756	39379	43100	46775	50542	54490
Прочие обязательства	28891	29949	31020	31967	32762	33589	34449	35343	36273	37241
Итого обязательства и капитал	265006	268258	271749	283052	295052	307532	322077	338584	356165	374326

Прогноз движения денежных средств

Показатель [млн руб.] \ Период	2012	2013	2014	2015	2016	2017	2018	2019	2020	2021
Прибыль до уплаты налога и выплаты процентов	11153	10615	8419	10896	13148	15440	19164	22956	24776	25473
Амортизация объектов основных средств	13076	13456	13865	13865	13865	13865	13865	13865	13865	13865
Операционная прибыль до изменений в оборотном капитале	24228	24071	22284	24762	27013	29305	33029	36821	38641	39339
Изменение запасов	-1464	-1394	-1578	-2133	-1985	-1574	-1563	-1518	-1639	-1771
Изменение дебиторской задолженности	-719	-3279	-3417	-5074	-4726	-4065	-4278	-4278	-4220	-4316
Изменение кредиторской задолженности	1412	3047	3302	4691	4368	3624	3720	3675	3767	3948
Операционный денежный поток до уплаты налога на прибыль и процентов	23458	22446	20590	22246	24670	27290	30908	34701	36549	37199
Налог на прибыль уплаченный	-1900	-1900	-1584	-2179	-2630	-3088	-3833	-4591	-4955	-5095
Проценты уплаченные	-1651	-1113	-501	0	0	0	0	0	0	0
Денежный поток от операционной деятельности	19906	19432	18505	20067	22041	24202	27075	30110	31594	32104
Денежный поток от инвестиционной деятельности	-19013	-20460	-13865	-13865	-13865	-13865	-13865	-13865	-13865	-13865
Поступления от привлечения собственного капитала	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0
Привлечение / погашение заемных средств	-4783	-5794	-5000	0	0	0	0	0	0	0
Дивиденды выплаченные	-2660	-2661	-2217	-3051	-3681	-4323	-5366	-6428	-6937	-7133
Денежные потоки от финансовой деятельности	-7443	-8455	-7217	-3051	-3681	-4323	-5366	-6428	-6937	-7133
Чистое изменение денежных средств и их эквивалентов	-6550	-9483	-2577	3151	4494	6014	7844	9817	10791	11106
Денежные средства и их эквиваленты на начало года	27314	20764	11281	8704	11855	16349	22363	30207	40023	50815
Денежные средства и их эквиваленты на конец года	20764	11281	8704	11855	16349	22363	30207	40023	50815	61921