

ТГК-1

Сильные прогнозы; снижение котировок открывает возможность для покупки

Мы оставляем в силе рекомендацию "Покупать" акции ТГК-1 и повышаем прогнозируемую цену на 2% до USD 0.00091 (потенциал роста – 45%) после включения в модель результатов за 2010 год. Мы прогнозируем хорошие среднесрочные и долгосрочные перспективы роста ТГК-1 благодаря либерализации теплового сегмента и реализации инвестпрограммы компании. Мы прогнозирует среднегодовые темпы роста EBITDA на уровне 33% на 2010-2013 годы, а чистая рентабельность должна достичь максимальной отметки 19% в 2012 году. Котировки акций ТГК-1 отстают от динамики индекса ММВБ на 22% в этом году, главным образом из-за неопределенности с регулированием отрасли и тарифов. Впрочем, учитывая признаки улучшения инвестиционного климата и сохранение инвестиционной привлекательности ТГК-1, мы ожидаем, что акции компании оттолкнутся от нижней точки, и считаем ослабление котировок в настоящее время привлекательной возможностью для покупки.

- **Основной инвестиционный заключения является низкозатратное производство электроэнергии ГЭС, которые обеспечивают примерно половину всего объема генерации ТГК-1.** Кроме того, инвестиционная привлекательность компании усиливается благодаря возможности повышения тарифов на тепло после введения RAB в данном сегменте и будущему снижению затрат; в настоящее время уже обсуждается возможность введения тарифов RAB для недавно созданной компании "Теплосети Санкт-Петербурга". Мы также считаем, что рост цен на мазут, вероятно, сменится их снижением в среднесрочной перспективе, что обеспечит повышение рентабельности тепловых электростанций компании.
- **Новые генерирующие объекты ТГК-1 совокупной мощностью в 660 МВт уже получают платежи, обеспечивающие гарантированную отдачу в 13% на вложенный капитал.** В 2011 году компания уже запустила один энергоблок Первомайской ТЭЦ мощностью 180 МВт, энергоблок мощностью 450 МВт на Южной ТЭЦ и гидроагрегат мощностью 30 МВт на каскаде Вуоксинских ГЭС. Все эти новые мощности получают высокие платежи за предоставление мощности по утвержденным ДПМ.
- **Мы ожидаем, что компания и далее будет демонстрировать высокие результаты и доведет рентабельность EBITDA до 30% в 2013 году и добьется среднегодовых темпов роста EBITDA в 33% в 2010-2013 годах.** Рост рентабельности должен произойти благодаря повышению цен на электроэнергию, тарифов на тепло и вводу в строй новых генерирующих мощностей. Ввод в строй новых объектов должен привести к повышению топливной эффективности и сокращению расходов на профилактику и операционных затрат.

"Покупать" ("Покупать")

Цена на 12 апреля 2011	USD 0.00063
Прогнозируемая цена	USD 0.00091
Потенциал роста	45.0%
Стоимость акционерного капитала	20.9%
Макс./Мин. (12 мес.), USD	0.00082/0.00055

ИНВЕСТИЦИОННЫЕ ХАРАКТЕРИСТИКИ

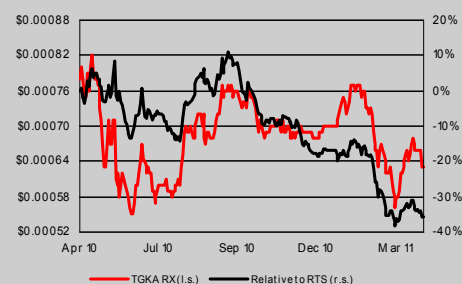
В отличие от других ГТК, 50% генерации обеспечивают гидроэнергетические активы
 Блокирующий пакет принадлежит Fortum OYJ
 Дисциплинированная реализация инвестпрограммы
КАТАЛИЗАТОРЫ РОСТА АКЦИЙ
 Регулирование на основе RAB для тепло-сбытового бизнеса
 Платежи по ДПМ для новых активов
 Налоговые льготы

ДАнные ОБ АКЦИЯХ

Bloomberg	TGKA RX
Ср. дневной объем (USD млн.)	0.83
В свободном обращении (%)	9%
Капитализация (USD млн.)	2,426
Кол-во акций (млн.)	3,850,960
Чистый долг (USD млн.)	755
Доли миноритариев (USD млн.)	-5
EV (USD млн.)	3,181
Кол-во акций на ADR	n.a.

БЛИЖАЙШИЕ СОБЫТИЯ

Результаты за I квартал 2011 по МСФО	Май 2011
Годовое собрание акционеров	Июнь 2011



СРАВНИТЕЛЬНАЯ ДИНАМИКА

	1M	3M	6M
TGKA RX	6.8%	-12.5%	-16.0%
Относительно PTC	0.5%	-19.9%	-34.9%

Дмитро Коновалов, Аналитик по акциям
 (UniCredit Securities)
 +7 (495) 777-8877 ext. 3117
 dmytro.konovалov@unicreditsec.ru

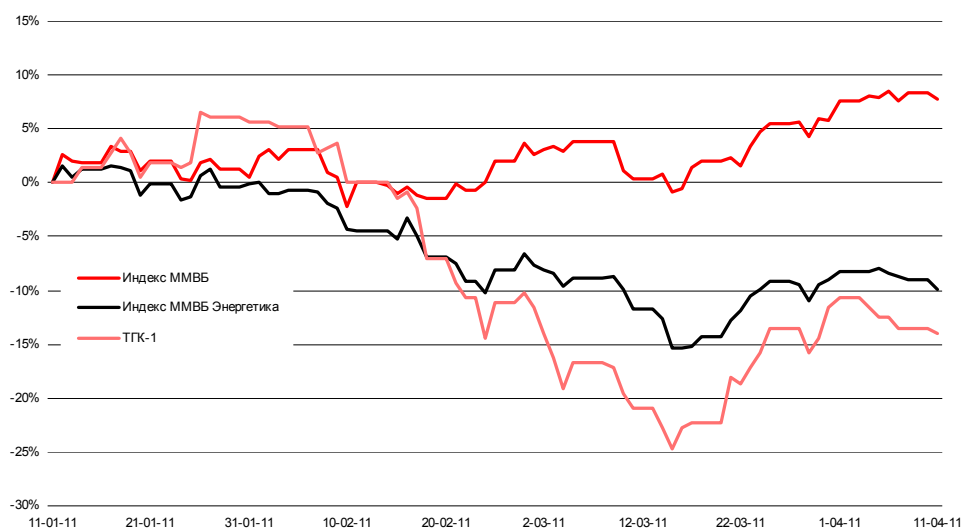
Петр Чанкин, Аналитик по акциям
 (UniCredit Securities)
 +7 (495) 777-8877 ext. 3104
 peter.chankin@unicreditsec.ru

Сильные прогнозы; снижение котировок открывает возможность для покупки

Мы повышаем прогнозируемую цену акций ТГК-1 на 2% до USD 0.00091 и повторяем рекомендацию "Держать" акции компании в связи с хорошими перспективами роста показателей ТГК-1 в среднесрочной и долгосрочной перспективе благодаря либерализации теплового сегмента и реализации инвестпрограммы компании. Мы прогнозируем среднегодовые темпы роста EBITDA на уровне 33% в 2010-2013 годах и повышение чистой рентабельности до 19% в 2012 году. Акции ТГК-1 отстают от динамики ММВБ на 22% в 2011 году, главным образом из-за неопределенности в связи с регулированием отрасли и тарифов. Тем не менее, учитывая признаки улучшения инвестиционного климата и сохранения инвестиционной привлекательности ТГК-1, мы ожидаем, что акции компании наверстают упущенное, и в этой связи считаем ослабление котировок в настоящее время привлекательной возможностью для покупки акций компании.

С начала года акции ТГК-1 на 22% отстают от динамики индекса ММВБ и на 4% – от индекса ММВБ Энергетика. Мы считаем данное отставание привлекательной возможностью для покупки бумаг ТГК-1, так как компания сохраняет сильные фундаментальные характеристики, а ее недавно опубликованные финансовые результаты за 2010 год по МСФО превзошли ожидания. С начала этого года акции ТГК-1 подешевели на 14% из-за неопределенности в связи с регулированием энергетического сектора и ограничения роста тарифов на 2011 год. Мы считаем, что на настоящий момент данные факторы риска уже отражены в котировках акций компании, и не ожидаем дальнейших негативных новостей от регулирующих ведомств. Напротив, в последнее время мы заметили кардинальное изменение тона заявлений представителей государственной власти – правительство РФ, судя по всему, стремится к улучшению инвестиционного климата в отрасли, предлагая обеспечить поддержку сектора через долгосрочное финансирование с госгарантиями и возможность налоговых льгот (которые должны быть разработаны в ближайшие 3-4 месяца).

АКЦИИ ТГК-1 ОТСТАЛИ ОТ БУМАГ ДРУГИХ ГЕНЕРИРУЮЩИХ КОМПАНИЙ НА 4% С НАЧАЛА ГОДА



Источник: Bloomberg

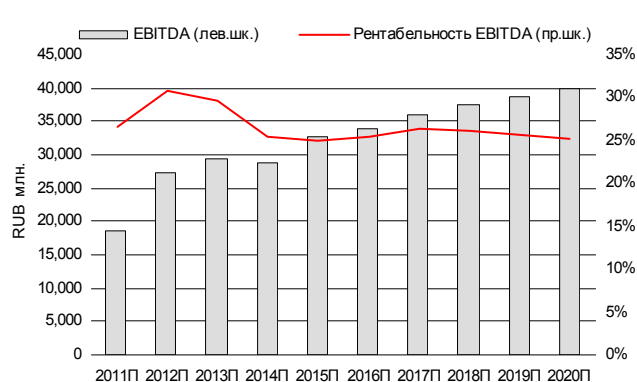
ТГК-1 сохраняет инвестиционную привлекательность, и компания уже запустила в коммерческую эксплуатацию новые генерирующие объекты мощностью 660 МВт с начала 2011 года. Компания запустила один энергоблок Первомайской ТЭЦ мощностью 180 МВт, генерирующие объекты мощностью 450 МВт на Южной ТЦ и гидроагрегат мощностью 30 МВт на каскаде Вуоксинских ГЭС в 2011 году. Все эти новые объекты получают высокие платежи за мощность по утвержденным договорам на предоставление мощности (ДПМ). ТГК-1 вырабатывает около 50% производимой электроэнергии на ГЭС, что дает компании значительное преимущество перед другими генерирующими компаниями по уровню затрат. Повышение цен на электроэнергию в первой ценовой зоне непосредственно ведет к росту EBITDA ГЭС. ТГК-1 в настоящее время не планирует продавать свои гидроэнергетические объекты, и ввела в строй новые мощности на 30 МВт в 2010 году, тогда как действующие ТЭС компании, работающие на природном газе и угле, стратегически удачно расположены для того, чтобы удовлетворять растущий спрос на электроэнергию в регионе. Инвестиционная программа ТГК-1 и планы вывода объектов из строя подразумевают общее увеличение мощности на 991 МВт к 2015 году. Наименее эффективные объекты по производству тепла, работающие на мазуте и расположенные в Мурманской области, а также, в меньшей степени, в окрестностях Санкт-Петербурга, вероятно, улучшат показатели деятельности в будущем, так как мы не ожидаем дальнейшего роста цен на мазут в среднесрочной перспективе.

ТГК-1 МОЖЕТ ВЫЙТИ НА ПИКОВЫЙ УРОВЕНЬ ГЕНЕРАЦИИ В 2015 ГОДУ, РЕНТАБЕЛЬНОСТЬ EBITDA ДОЛЖНА СТАБИЛИЗИРОВАТЬСЯ ВОЗЛЕ ОТМЕТКИ 26% С 2014 ГОДА

Генерация электроэнергии



Рентабельность EBITDA



Источник: ТГК-1, оценки UniCredit Research

В общей сложности тарифы ТГК-1 на тепло на 2011 год повышены на 14%; наш консервативный прогноз предусматривает повышение тарифов еще на 10% в 2012 году. Руководство ТГК-1 начало переговоры с администрацией Санкт-Петербурга о введении регулирования RAB и более высоких тарифов начиная с 2012 года. Кроме того, ТГК-1 может приобрести котельные у городской администрации и увеличить продажи тепла, а также повысить эффективность, поставляя тепло с ТЭЦ. В 2010 году на Санкт-Петербург приходилось 80% физического объема продаж тепла ТГК-1. Мы считаем, что дальнейшие положительные изменения цен на тепло в регионе должны способствовать повышению рентабельности ТГК-1.

Изменения государственного регулирования должны оказать ограниченное воздействие на оценку стоимости компаний отрасли, однако они уже привели к значительному ухудшению настроений инвесторов. В случае ТГК-1 единственным, по нашему мнению, следствием изменения регулирования станет воздействие на платежи за мощность резервных генерирующих объектов компании, совокупная мощность кото-

рых составляет всего 794 МВт из 6,900 МВт установленной мощности компании на 2011 год. Средневзвешенный тариф на мощность для данных объектов изначально составлял RUB 230,000 за МВт/месяц и теперь должен быть понижен. Мы ожидаем, что новые платежи за мощность будут установлены на уровне RUB 175,000 за МВт/месяц при нашем базовом сценарии (используемом в нашей модели). Наш пессимистичный сценарий предусматривает понижение тарифа до RUB 118,000 (установленного предельного уровня цен для Северо-западного ФО), что приведет к сокращению выручки на RUB 1.1 млрд. по сравнению с нашим базовым сценарием на 2011 год. В качестве оптимистичного сценария в нашем анализе чувствительности мы использовали понижение тарифов на мощность до RUB 200,000 за МВт/месяц. Мы предполагаем, что ограничение цен на мощность распространяется только на 2011 год, и мы ожидаем, что в дальнейшем рост тарифов будет соответствовать динамике индекса потребительских цен.

РИСК СНИЖЕНИЯ ПЛАТЕЖЕЙ ЗА МОЩНОСТЬ ОГРАНИЧИВАТ ПОТЕНЦИАЛ РОСТА НА ОТМЕТКЕ 39%

	Платежи за мощность, RUB	Выручка 2011П, RUB млн.	12M TP, USD	Потенциал роста, %
Начальный тариф	230,000	69,785	0.000948	50%
Оптимистичный сценарий	200,000	69,500	0.000928	47%
Базовый сценарий	175,000	69,261	0.000912	45%
Пессимистичный сценарий	118,000	68,718	0.000875	39%

Источник: оценки UniCredit Research

Акции ТГК-1 подешевели на 13% с 18 февраля 2011 года, когда вице-премьер Игорь Сечин объявил план ограничения роста цен на электроэнергию. По большей части реальные понижения цен были направлены на бытовые компании, а генерирующий сегмент пострадал от изменений в меньшей степени. Как мы указывали выше, максимальное негативное воздействие на нашу прогнозируемую цену составит 6 п.п. при прочих равных. В то же время, по нашим оценкам, остальная часть понижения котировок может быть отыграна в случае улучшения инвестиционного климата в отрасли и при условии сильных результатов компании в будущем.

Результаты недавней встречи с министром энергетики Сергея Шматко убедили нас в том, что правительство РФ стремится улучшить инвестиционный климат в энергетической отрасли. Министр назвал два основных инструмента, которые планируется использовать для улучшения отношения инвесторов к компаниям отрасли: введение инфраструктурных облигаций, обеспеченных государством, и налоговых льгот для энергетических компаний. Мы также не исключаем возможности введения договоров предоставления мощности для реконструированных и модернизированных объектов.

Мы ожидаем, что ТГК-1 добьется высоких результатов, доведет рентабельность EBITDA до 30% в 2013 году и достигнет среднегодовых темпов роста EBITDA на 33% в 2010-2013 годах. Рост рентабельности должен произойти в условиях повышения цен на электроэнергию и тарифов на тепло. В результате введения в строй новых активов общая эффективность производства электроэнергии должна повыситься, что должно замедлить рост затрат на топливо, расходов на техническое обслуживание и профилактику, а также операционных затрат. Наш прогноз соответствует консенсус-прогнозу на 2011 год, но наши ожидания на 2012 и 2013 годы оптимистичнее оценок рынка – мы ожидаем значительного улучшения финансовых показателей в эти годы.

МЫ ПРОГНОЗИРУЕМ ЗАМЕТНЫЙ РОСТ ЕБИТДА И ЧИСТОЙ ПРИБЫЛИ В 2011 И 2012 ГОДАХ

РУБ млн.	2011П	2012П	2013П	2014П	2015П	2016П
Выручка	69,261	88,705	99,679	112,708	130,841	133,219
ЕБИТДА	18,457	27,343	29,479	28,747	32,616	33,990
Чистая прибыль	10,186	16,679	18,154	17,980	21,396	22,366
Рентабельность ЕБИТДА	27%	31%	30%	26%	25%	26%
Чистая рентабельность	15%	19%	18%	16%	16%	17%
ЕБИТДА, CAGR	47%	47%	33%	23%	21%	18%
Чистая прибыль, CAGR	42%	52%	36%	26%	24%	21%

Источник: оценки UniCredit Research

НАШИ ОЦЕНКИ ЕБИТДА НА 2012 И 2013 ГОД ПРЕВЫШАЮТ КОНСЕНСУС-ПРОГНОЗ

Год	РУБ млн.	UniCredit	Консенсус	Расхождение, %
2011П	Выручка	69,261	63,700	9%
	ЕБИТДА	18,457	18,700	-1%
	Чистая прибыль	10,186	9,900	3%
2012П	Выручка	88,705	74,000	20%
	ЕБИТДА	27,343	22,400	22%
	Чистая прибыль	16,679	12,400	35%
2103П	Выручка	99,679	85,700	16%
	ЕБИТДА	29,479	26,600	11%
	Чистая прибыль	18,154	14,950	21%

Источник: оценки UniCredit Research

Катализаторы роста акций

- Рост тарифов на электроэнергию в результате повышения внутренних цен на природный газ до уровня чистой выручки от экспорта (netback) к 2015 году;
- Прогнозируемое повышение тарифов на тепло на 10% (или более) на 2012 год может подтолкнуть рост выручки и ЕБИТДА;
- Введение регулирования на основе RAB в Санкт-Петербурге и потенциальное дальнейшее повышение тарифов на тепло;
- Возможное приобретение тепловых объектов в Санкт-Петербурге по выгодным ценам;
- Увеличение мощности в результате успешной реализации инвестиционной программы;
- Введение государством льгот по налогу на прибыль;
- Рефинансирование долга более дешевыми долгосрочными обязательствами, которые обеспечиваются государством;
- Введение ДПМ с гарантированной отдачей на вложения в реконструкцию и модернизацию устаревших объектов.

Компания недооценена по сравнению с российскими и зарубежными аналогами

Хотя стоимость российских генерирующих компаний обычно оценивается с дисконтом к стоимости аналогичных компаний на развивающихся рынках, ТГК-1 торгуется с большим дисконтом к российским аналогам по коэффициентам на 2011-2012 годы. Компания является одной из самых недорогих из числа освещаемых в нашей аналитике, коэффициент EV/EBITDA 2011П составляет 4.9, а EV/EBITDA 2012П – 3.2X. Коэффициенты P/E ТГК-1 также являются одними из самых низких среди аналогичных российских генерирующих компаний.

КОЭФФИЦИЕНТ EV/EBITDA 2012П ТГК-1 ПОДРАЗУМЕВАЕТ ПОТЕНЦИАЛ РОСТА НА 84% ПРИ СРАВНЕНИИ С РОССИЙСКИМИ АНАЛОГАМИ

На 12 апреля 2011	Цена USD	Рын. кап. USD млн.	EV, USD млн.	EV/EBITDA		P/E		Установленная мощность, ВМт	EV/мощность USD/кВт
				2011П	2012П	2011П	2012П		
ТГК-1	0.00063	2,426	3,181	4.9	3.2	6.7	4.0	6,900	461
Россия									
ОГК-1	0.03534	1,578	2,018	7.5	4.4	n.m.	11.7	9,531	212
ОГК-2	0.05268	1,724	1,999	7.4	7.2	13.2	21.7	8,695	230
ОГК-3	0.04774	2,267	895	9.0	3.2	n.m.	18.0	8,497	105
ОГК-4	0.09782	6,164	6,046	7.8	5.9	12.7	9.3	8,630	701
Энел ОГК-5	0.09256	3,274	3,946	5.9	5.3	7.9	6.6	8,672	455
ОГК-6	0.04598	1,485	1,612	10.9	9.3	34.2	33.5	9,052	178
Средневзвешенное				7.6	5.9	13.9	13.3		311
Развивающиеся рынки									
Centrais Eletricas Brasileiras	13.490	18,985	25,016	7.4	7.4	9.2	7.7	39,453	634
CEZ	45.282	24,361	32,542	6.5	6.3	9.6	9.4	14,395	2,261
Cia Energetica de Minas Gerais	12.201	9,637	14,812	5.1	4.7	8.0	6.7	6,754	2,193
CLP Holdings	8.030	19,321	27,832	11.6	10.9	14.9	14.1	19,817	1,404
Huaneng Power	0.546	9,513	30,419	9.5	8.4	15.0	12.8	40,989	742
Polska Grupa Energetyczna	7.796	14,577	14,611	5.4	4.8	16.8	9.1	12,400	1,178
Akenerji	2.017	758	1,180	13.8	10.1	0.6	0.5	372	3,170
Ayen Enerji	1.967	235	335	8.5	n.a.	5.1	4.4	257	1,306
Zorlu Enerji	1.685	475	1,293	9.5	7.4	19.0	n.a.	418	3,095
NTPC Ltd.	3.914	32,275	38,834	12.1	10.1	n.m.	n.m.	32,194	1,206
Datang	0.346	9,790	31,941	11.4	9.8	5.0	4.4	25,097	1,273
China Resources Power	1.673	7,900	17,158	8.4	7.0	21.4	17.2	15,755	1,089
Huadian Power	0.201	2,918	15,618	11.2	9.4	3.8	3.3	26,812	582
Tauron Polska Energia S.A.	2.114	3,705	4,566	4.3	3.9	n.m.	29.7	5,600	815
Средневзвешенное				9.3	8.2	11.2	9.9		1,066
Развитые рынки									
Duke Energy	17.690	23,431	39,472	7.6	7.4	13.3	12.9	39,000	1,012
E.ON	33.470	66,974	113,920	7.1	6.7	12.2	11.4	73,000	1,561
Electricidade de Portugal	3.809	13,926	39,944	8.0	7.4	9.8	9.0	20,802	1,920
Endesa	29.124	30,835	48,901	5.2	5.0	10.5	9.8	39,642	1,234
Scottish & Southern Energy	18.963	17,667	25,074	8.2	7.6	11.3	10.7	11,300	2,219
Suez SA	40.002	90,003	147,019	6.3	5.9	13.8	12.6	68,400	2,149
Great Plains Energy Inc	19.890	2,698	6,520	7.6	7.1	14.2	11.2	6,100	1,069
Capital Power Corporation	25.607	2,243	5,870	12.4	12.1	31.0	37.9	3,500	1,677
Средневзвешенное				6.9	6.5	12.7	11.9		1,630

Источник: Bloomberg, оценки UniCredit Research

Изменения в нашей модели

Мы пересмотрели нашу модель с учетом новых макроэкономических прогнозов UniCredit, результатов ТГК-1 за 2010 год по МСФО, наших измененных прогнозов цен на электроэнергию и топливо, а также новых цен на мощность и тарифов на тепло.

Мы также внесли изменения в график запуска новых объектов и повышения тарифов на 2011 год согласно последней информации от компании, и включили в модель последние прогнозы капвложений ТГК-1.

С учетом данных изменений прогноз чистой прибыли на 2011 год приобрел более консервативный характер на 2011 год, но более оптимистичный на последующие годы, так как недавно запущенные в эксплуатацию объекты должны улучшить общие операционные показатели ТЭС, а общий рост цен на электроэнергию благоприятствует результатам ГЭС.

ЧИСТЫЙ ЭФФЕКТ ИЗМЕНЕНИЯ ФИНАНСОВЫХ ПРОГНОЗОВ

USD млн.	2011П	2012П	2013П	2014П	2015П	2016П
Выручка, новый прогноз	2,460	3,212	3,479	3,874	4,511	4,571
Выручка, предыдущий прогноз	2,493	2,719	2,838	2,909	3,059	3,177
Новый/предыдущий прогноз	-1.3%	18.1%	22.6%	33.2%	47.5%	43.9%
ЕБИТДА, новый прогноз	656	990	1,029	988	1,124	1,166
ЕБИТДА, предыдущий прогноз	773	865	908	927	979	991
Новый/предыдущий прогноз	-15.2%	14.5%	13.3%	6.6%	14.8%	17.6%
Чистая прибыль, новый прогноз	362	604	634	618	738	767
Чистая прибыль, предыдущий прогноз	494	559	586	596	628	630
Новый/предыдущий прогноз	-26.7%	8.1%	8.1%	3.8%	17.4%	21.7%

Источник: оценки UniCredit Research

Обновив нашу безрисковую ставку, премию за риск инвестиций в акции, коэффициент beta и структуру капитала, мы получили несколько более высокую средневзвешенную оценку коэффициента WACC на уровне 16.9%. На конец 2010 года отношение чистого долга к капитализации компании составляло 0.3, данный уровень также соответствует нашему долгосрочному прогнозу данного показателя.

ИЗМЕНЕНИЯ В ФОРМУЛЕ РАСЧЕТА WACC

Расчет WACC	Новый	Предыдущий	Изм.
Безрисковая ставка в России	8.0%	6.0%	2.0pp
Премия за риск инвестиций в акции России/СНГ	5.5%	5.5%	0.0pp
Прогнозируемый коэффициент beta	1.75	1.50	25.0%
Прогнозируемый коэффициент beta с учетом долга	2.35	1.50	85.0%
Стоимость акционерного капитала	20.9%	14.3%	6.7pp
Остаточные темпы роста	2.0%	0.0%	2.0pp
Совокупный долг, % от капитализации	30.0%	0.0%	30.0pp
Стоимость обслуживания долга (после налогов)	7.6%	6.4%	1.2pp
Акционерный капитал, % от капитализации	70.0%	100.0%	-30.0pp
Стоимость акционерного капитала	20.9%	14.3%	6.7pp
WACC	16.9%	14.3%	2.7pp

Источник: оценки UniCredit Research

МОДЕЛЬ DCF ТГК-1

USD млн.	2011П	2012П	2013П	2014П	2015П	2016П	2017П	2018П	2019П	2020П
Выручка	2,460	3,212	3,479	3,874	4,511	4,571	4,675	4,901	5,140	5,381
Операционные затраты	1,805	2,222	2,450	2,886	3,386	3,405	3,441	3,626	3,820	4,021
ЕБИТДА	656	990	1,029	988	1,124	1,166	1,234	1,276	1,320	1,360
Амортизация	-140	-159	-167	-172	-175	-175	-174	-174	-175	-176
Операционная прибыль (ЕБИТ)	515	831	862	816	950	992	1,060	1,101	1,145	1,184
Минус: Налог на прибыль	-90	-151	-158	-155	-184	-192	-206	-215	-224	-232
Минус: Капвложения	-559	-590	-486	-241	-212	-181	-184	-189	-193	-198
Минус: Изменение рабочего капитала	-60	-78	-27	-21	-49	-9	-18	-19	-20	-18
Плюс: Амортизация	140	159	167	172	175	175	174	174	175	176
Свободный денежный поток	-54	171	357	572	679	784	825	854	883	911
Кoeffициент дисконтирования (WACC)	1.000	1.169	1.367	1.599	1.869	2.186	2.556	2.988	3.494	4.086
PV будущего FCF (конец 2011)	-54	146	261	358	363	359	323	286	253	223
Совокупная PV будущего FCF (конец 2011)	2,518									

Расчет остаточной стоимости	911	Расчет стоимости акционерного капитала	
Остаточный свободный денежный поток, USD млн.	2.0%	Безрисковая ставка в России	8.00%
Остаточные темпы роста	16.9%	Премия за риск инвестиций в акции России/СНГ	5.50%
Остаточная ставка дисконтирования	6,228	Прогнозируемый коэффициент beta	1.75
Остаточная стоимость, USD млн.	1,524	Прогнозируемый коэффициент beta с учетом долга	2.35
		Стоимость акционерного капитала	20.9%
Расчет прогнозируемой цены		Расчет WACC	
Совокупная NPV будущего FCF (конец 2011), USD млн.	4,042	Совокупный долг, % от капитализации	30.0%
Совокупная NPV будущего FCF (12 мес.), USD млн.	4,265	Стоимость обслуживания долга (после налогов)	7.6%
Минус: Чистый долг (конец 2010), USD млн.	755	Акционерный капитал, % от капитализации	70.0%
Минус: Доли миноритариев, USD млн.	-5	Стоимость акционерного капитала	20.9%
Минус/Плюс: Прочие корректировки, USD млн.	0	WACC	16.9%
Совокупная стоимость акционерного капитала (12 мес.), USD млн.	3,515		
Кол-во обыкновенных акций, млн.	3,854,341		
Прогнозируемая цена обыкновенной акции (12 мес.), USD	0.00091		

Источник: оценки UniCredit Research

ФИНАНСОВЫЕ РЕЗУЛЬТАТЫ ТГК-1

USD млн.	2009	2010	2011П	2012П	2013П	2014П	2015П	2016П	2017П	2018П	2019П	2020П
ОТЧЕТ О ПРИБЫЛЯХ И УБЫТКАХ												
Выручка от реализации товаров и услуг	1,271	1,760	2,436	3,186	3,453	3,847	4,482	4,541	4,643	4,868	5,105	5,344
Прочая выручка	32	22	24	26	26	27	29	30	32	33	35	36
Совокупная выручка	1,302	1,781	2,460	3,212	3,479	3,874	4,511	4,571	4,675	4,901	5,140	5,381
Себестоимость реализации	844	1,185	1,658	2,061	2,286	2,715	3,205	3,216	3,244	3,418	3,602	3,792
Валовая прибыль	459	597	803	1,151	1,194	1,160	1,305	1,356	1,431	1,484	1,538	1,589
Коммерческие и административные затраты	172	208	105	115	118	123	130	136	142	149	156	164
Налоги, кроме налога на прибыль	33	35	42	45	47	48	51	54	56	59	62	65
Прочие операционные затраты	-161	-61	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0
ЕБИТДА	416	415	656	990	1,029	988	1,124	1,166	1,234	1,276	1,320	1,360
Амортизация	88	111	140	159	167	172	175	175	174	174	175	176
Операционная прибыль	328	303	515	831	862	816	950	992	1,060	1,101	1,145	1,184
Чистые процентные расходы	-9	4	63	76	70	44	28	32	30	27	25	23
Балансовая прибыль	337	299	452	755	792	773	922	959	1,030	1,074	1,120	1,161
Налог на прибыль	72	63	90	151	158	155	184	192	206	215	224	232
Доли миноритариев/процее	0	-1	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0
Чистая прибыль	265	237	362	604	634	618	738	767	824	859	896	929
Корректировки	3	-5	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0
Скорректированная чистая прибыль	268	232	362	604	634	618	738	767	824	859	896	929
ОТЧЕТ О ДВИЖЕНИИ ДЕНЕЖНЫХ ПОТОКОВ												
Чистая прибыль	265	237	362	604	634	618	738	767	824	859	896	929
Амортизация	88	111	140	159	167	172	175	175	174	174	175	176
Изменение рабочего капитала	-86	-68	-60	-78	-27	-21	-49	-9	-18	-19	-20	-18
Прочее	-206	-142	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0
Операционный денежный поток	61	138	442	685	774	769	863	933	980	1,015	1,051	1,086
Капвложения	-458	-431	-559	-590	-486	-241	-212	-181	-184	-189	-193	-198
Приобретения	3	15	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0
Прочее	16	3	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0
Инвестиционный денежный поток	-439	-414	-559	-590	-486	-241	-212	-181	-184	-189	-193	-198
Изменение суммы долга	330	271	168	17	-203	-375	64	54	-115	57	-113	59
Дивиденды	0	-6	-18	-60	-95	-124	-184	-230	-288	-301	-314	-325
Прочее	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0
Денежный поток от финансовой деятельности	330	266	150	-43	-298	-498	-121	-176	-404	-244	-426	-266
БАЛАНС												
Денежные средства и эквиваленты	18	9	43	96	82	110	641	1,213	1,599	2,181	2,613	3,236
Товарно-материальные запасы	68	84	110	136	150	176	207	208	210	222	234	246
Дебиторская задолженность	316	354	489	639	692	771	897	909	930	975	1,022	1,070
Прочие текущие активы	19	6	7	7	7	7	7	7	7	7	7	7
Всего текущие активы	420	453	649	877	930	1,064	1,751	2,337	2,746	3,384	3,875	4,558
Основные фонды	2,676	3,260	3,936	4,443	4,602	4,600	4,651	4,636	4,624	4,639	4,657	4,679
Инвестиции	1	2	2	2	2	2	2	2	2	2	2	2
Прочие долгосрочные активы	37	39	42	43	41	41	41	41	40	40	40	40
Всего долгосрочные активы	2,713	3,301	3,980	4,488	4,645	4,643	4,694	4,679	4,666	4,681	4,699	4,721
Всего активы	3,134	3,754	4,629	5,365	5,575	5,707	6,445	7,016	7,412	8,065	8,574	9,279
Краткосрочный долг	177	227	245	91	87	86	86	86	85	85	85	85
Кредиторская задолженность	307	254	341	433	485	575	682	688	694	732	772	814
Прочие долгосрочные обязательства	25	33	36	37	35	35	35	35	35	35	35	35
Всего долгосрочные обязательства	509	515	623	560	608	696	803	808	815	852	892	934
Долгосрочный долг	297	537	747	938	701	316	380	433	315	372	259	319
Прочие долгосрочные обязательства	171	224	241	246	237	233	234	233	232	232	232	232
Всего долгосрочные обязательства	468	760	988	1,184	938	549	614	666	547	604	491	550
Доли миноритариев	0	-5	-5	-5	-5	-5	-5	-5	-5	-5	-5	-5
Всего акционерный капитал	2,156	2,480	3,024	3,626	4,034	4,467	5,033	5,547	6,055	6,614	7,196	7,800
Всего обязательства и акционерный капитал	3,134	3,754	4,629	5,365	5,575	5,707	6,445	7,016	7,412	8,065	8,574	9,279

Источник: ТГК-1, оценки UniCredit Research

Информация об ограничении ответственности

Наши рекомендации основаны на информации, полученной из открытых источников информации, которые мы считаем надежными, но не можем гарантировать их полноту и точность. Все оценки и мнения, высказанные в отчете, представляют собой независимое суждение аналитиков на дату выхода отчета. Мы оставляем за собой право менять высказанную точку зрения в любое время без предварительного уведомления. Помимо этого, мы оставляем за собой право не обновлять информацию на основе новых данных или полностью отказаться от ее освещения.

Данный анализ предназначен исключительно для информации и (i) не представляет собой предложение или часть предложения о покупке или подписке или просьбу о приобретении какого-либо финансового инструмента, инструмента денежного рынка или инструмента инвестиций, а также какой-либо ценной бумаги; (ii) не ставит целью представлять собой предложение или часть предложения о покупке или подписке или просьбу о приобретении какого-либо финансового инструмента, инструмента денежного рынка или инструмента инвестиций, а также какой-либо ценной бумаги; (iii) не является рекламой такого предложения или просьбы. Инвестиционные возможности, о которых идет речь в данном отчете, могут не подходить для определенных инвесторов в зависимости от их конкретных инвестиционных целей, временного горизонта инвестиций или в контексте их общей финансовой ситуации. Инвестиции, о которых идет речь в данном отчете, могут быть подвержены колебаниям в цене или стоимости. Инвесторы могут получить от реализации инвестиций меньше вложенной суммы. Изменения в валютных курсах могут оказывать негативное влияние на стоимость инвестиций. Кроме того, динамика ценных бумаг в прошедшие периоды не обязательно является индикатором будущих результатов. В частности, риски, связанные с вложением средств в финансовые инструменты, инструменты денежного рынка или инвестиционные инструменты и ценные бумаги, о которых идет речь в данном отчете, объясняются не во всей своей полноте.

Информация предоставляется без каких-либо гарантий по состоянию на текущий момент времени и не может служить заменой частной консультации. Инвесторы должны принимать собственное решение об уместности вложений в любые инструменты, о которых идет речь в данном отчете, исходя из потенциальной выгоды и рисков, своей собственной инвестиционной стратегии, своего юридического, налогового и финансового статуса. Поскольку данный документ не представляет собой рекомендацию делать инвестиции или прямую рекомендацию делать инвестиции, на нем нельзя основывать и его нельзя использовать как побуждающий фактор для заключения контракта или каких-либо обязательств. Мы призываем инвесторов обращаться к советнику по инвестициям своего банка для частных разъяснений и консультации.

Информация предоставляется без каких-либо гарантий по состоянию на текущий момент времени и не может служить заменой частной консультации. Инвесторы должны принимать собственное решение об уместности вложений в любые инструменты, о которых идет речь в данном отчете, исходя из потенциальной выгоды и рисков, своей собственной инвестиционной стратегии, своего юридического, налогового и финансового статуса. Поскольку данный документ не представляет собой рекомендацию делать инвестиции или прямую рекомендацию делать инвестиции, на нем нельзя основывать и его нельзя использовать как побуждающий фактор для заключения контракта или каких-либо обязательств. Мы призываем инвесторов обращаться к советнику по инвестициям своего банка для частных разъяснений и консультации.

Ни Bayerische Hypo- und Vereinsbank AG, Bayerische Hypo- und Vereinsbank AG London Branch, UniCredit Bank AG Vienna Branch AG, Bayerische Hypo- und Vereinsbank AG Milan Branch, UniCredit Bank AG., UniCredit Securities, UniCredit Menkul Değerler A.Ş., Zagrebačka banka и UniCredit Bulbank, ни директора, руководители или сотрудники этих компаний, ни какие-либо другие лица не принимают на себя какую бы то ни было ответственность, (связанную с небрежностью или нет), за любые убытки, понесенные вследствие использования данного документа или его содержания, а также в какой-либо иной связи с ним.

Данный анализ распространяется по электронной и обычной почте профессиональным инвесторам, которые должны принимать свои собственные инвестиционные решения, не полагаясь чрезмерно на данную публикацию, и которые не могут распространять его, воспроизводить полностью или частично и публиковать в каких-либо целях.

Ответственность за содержание опубликованного несут:

a) UniCredit Bank AG, Am Tucherpark 16, 80538 Munich, Germany, (also responsible for the distribution pursuant to §34b WpHG). The company belongs to UCI Group. Regulatory authority: "BaFin" – Bundesanstalt für Finanzdienstleistungsaufsicht, Lurgiallee 12, 60439 Frankfurt, Germany.

b) UniCredit Bank AG London Branch, Moor House, 120 London Wall, London EC2Y 5ET, United Kingdom.

Regulatory authority: "BaFin" – Bundesanstalt für Finanzdienstleistungsaufsicht, Lurgiallee 12, 60439 Frankfurt, Germany and subject to limited regulation by the Financial Services Authority (FSA), 25 The North Colonnade, Canary Wharf, London E14 5HS, United Kingdom. Подробная информация от степени регулирования Financial Services Authority предоставляется по требованию.

c) UniCredit Bank AG Milan Branch, Via Tommaso Grossi 10, 20121 Milan, Italy, обладающий лицензией должного образца Bank of Italy на предоставление инвестиционных услуг. Регулирующий орган: "Bank of Italy", Via Nazionale 91, 00184 Roma, Italy and Bundesanstalt für Finanzdienstleistungsaufsicht, Lurgiallee 12, 60439 Frankfurt, Germany.

UniCredit Bank AG Vienna Branch Group, состоящая из

d) UniCredit Bank AG Vienna Branch AG, Julius-Tandler-Platz 3, 1090 Vienna, Austria

Регулирующий орган: Finanzmarktaufsichtsbehörde (FMA), Praterstrasse 23, 1020 Vienna, Austria

e) UniCredit Securities, Россия, 101000, Москва, Чистопрудный бульвар, 17/1, офисный центр "Бульварное кольцо".

Регулирующий орган: Федеральная служба по финансовым рынкам; Россия, 119991, Москва, Ленинский проспект, 9.

f) UniCredit Menkul Değerler A.Ş., Büyükdere Cad. No. 195, Büyükdere Plaza Kat. 5, 34394 Levent, Istanbul, Turkey

Регулирующий орган: Sermaye Piyasası Kurulu – Capital Markets Board of Turkey, Eskişehir Yolu 8.Km No:156, 06530 Ankara, Turkey

g) Zagrebačka banka, Paromilnska 2, HR-10000 Zagreb, Croatia

Регулирующий орган: Croatian Agency for Supervision of Financial Services, Miramarska 24B, 10000 Zagreb, Croatia

h) UniCredit Bulbank, Sveta Nedelja Sq. 7, BG-1000 Sofia, Bulgaria

Регулирующий орган: Financial Supervision Commission (FSC), 33 Shar Planina str., 1303 Sofia, Bulgaria

В данном отчете могут содержаться выдержки из информации и отчетов, подготовленных "Юникредит Банк - Россия" (UniCredit Bank Russia), UniCredit Tiriac Bank, Bank Peкао или Yari Kredi, входящих в UniCredit group. В таких случаях формулировки и содержание таких выдержек могут не быть существенно изменены по сравнению с источником.

ПОТЕНЦИАЛЬНЫЕ КОНФЛИКТЫ ИНТЕРЕСОВ Advance Terrafund REIT 1a; AmRest 3, 4; Andritz 3; Arctic Paper 3; Asseco Poland 3; Asseco Slovakia 3; Atlas Estates 3; Bank Handlowy 3; Bioton S.A. 3, 4; Bwin 3; BWT 3; Caspian Services 1a; Central Cooperative Bank 1a, 3; Century Casinos 3, 4; CEZ 3, 4; Cinema City International 3, 4; conwert 3; Cyfrowy Polsat SA 3, 4; DO & CO 3; ECM 3; Emlak Konut GYO 2; Empik 3, 4; Erste Bank 2, 3; Eurocash 4; EVN 3; Fortuna Entertainment Group 2, 3; Gazprom 3; GTC 2, 3; INA Industrija Nafta dd 2; Intercell 3; KGHM SA 3; Komercni Banka 3; Lotos 3; Lukoil 1a, 3; Mayr-Melnhof 3; Mostostal Export 3; Multimedia 4; New World Resources N.V. 4; Noble Bank SA 3; Norilsk Nickel 3; Novatek 3; OAO RBC Information Systems 1a; OMV 3; Orco Property Group 3; Österreichische Post 3; Palfinger 3; Pegas Nonwovens S.A. 3; Philip Morris CR 3; PKN 3; PKO BP 3; Polskie Górnictwo Naftowe 3; Polytec Holding 3; PZU 3; Raiffeisen International 2, 3; Rambler 3; RHI 2, 3; Ronson Europe N.V. 3; Rosneft 3; SBO 3; Seker Bank AS 4; Sekerbank 4; Sempert 3; Severstal 3; ShalkiyaZinc 1a; Stalprodukt 3; Steppe Cement 3; Strabag SE 2, 3; SurgutNG 3; T-Hrvatski Telekom 3, 4; Tatneft 3; Tatneft Pref 3; Tauron Polska Energia 2, 3; Telefonica O2 CR 3; Telekom Austria 3; Telekomunikacja Polska SA 3; Turkish Airlines 4; TVN 3; UES Basket 3; Unipetrol 3; Urals Energy 3; Verbund 2, 3; Vienna Insurance Group 3; Vienna Int. Airport 3; voestalpine 2, 3; VTB Bank OJSC 3; Warimpex 3; Warsaw Stock Exchange 3; Wienerberger 2, 3; Wolford 3; Zumbel 3; Zywiec 3

Примечание UniCredit Bank AG, UniCredit Bank AG London Branch, UniCredit Bank AG Vienna Branch, UniCredit Bank AG Milan Branch, UniCredit Securities, UniCredit Menkul Değerler A.Ş., Zagrebačka banka and UniCredit Bulbank и/или компания, аффилированная с ними (в соответствии с законодательством местного рынка) владеет по крайней мере 2% уставного капитала компании.

Примечание 1b: Анализируемая компания владеет по крайней мере 2% уставного капитала UniCredit Bank AG, UniCredit Bank AG London Branch, UniCredit Bank AG Vienna Branch, UniCredit Bank AG Milan Branch, UniCredit Securities, UniCredit Menkul Değerler A.Ş., Zagrebačka banka and UniCredit Bulbank и/или компания, аффилированной с ними (в соответствии с законодательством местного рынка).

Примечание 2: UniCredit Bank AG, UniCredit Bank AG London Branch, UniCredit Bank AG Vienna Branch, UniCredit Bank AG Milan Branch, UniCredit Securities, UniCredit Menkul Değerler A.Ş., Zagrebačka banka and UniCredit Bulbank и/или компания, аффилированная с ними (в соответствии с законодательством местного рынка) входили в синдикат или приобретали ценные бумаги или основанные на них производные инструменты анализируемой компании в течение 12 месяцев до публикации в рамках публично раскрытого размещения ценных бумаг анализируемой компании или производным инструментам на них.

Примечание 3: UniCredit Bank AG, UniCredit Bank AG London Branch, UniCredit Bank AG Vienna Branch, UniCredit Bank AG Milan Branch, UniCredit Securities, UniCredit Menkul Değerler A.Ş., Zagrebačka banka and UniCredit Bulbank и/или компания, аффилированная с ними (в соответствии с законодательством местного рынка) оказывают влияние на ценные бумаги анализируемой компании на фондовом рынке или бирже посредством выставления на них котировок спроса и предложения (то есть, выступает маркет-мейкером или обеспечивает ликвидность ценных бумаг анализируемой компании и/или производных инструментов по ним).

Примечание 4: Анализируемая компания и UniCredit Bank AG, UniCredit Bank AG London Branch, UniCredit Bank AG Vienna Branch, UniCredit Bank AG Milan Branch, UniCredit Securities, UniCredit Menkul Değerler A.Ş., Zagrebačka banka and UniCredit Bulbank и/или компания, аффилированная с ними (в соответствии с законодательством местного рынка) заключили соглашение на предоставление инвестиционно-банковских услуг в течение последних 12 месяцев, в обмен на которые банк получил вознаграждение или обещание получить вознаграждение.

Примечание 5: Анализируемая компания и UniCredit Bank AG, UniCredit Bank AG London Branch, UniCredit Bank AG Vienna Branch, UniCredit Bank AG Milan Branch, UniCredit Securities, UniCredit Menkul Değerler A.Ş., Zagrebačka banka and UniCredit Bulbank и/или компания, аффилированная с ними (в соответствии с законодательством местного рынка) заключили соглашение на подготовку анализа.

Примечание 6a: Сотрудники UniCredit Bank AG Milan Branch и/или члены Совета директоров UniCredit (в соответствии с законодательством местного рынка) являющимся членами Совета директоров эмитента. Члены совета директоров эмитента занимают должности в Совете директоров UniCredit (в соответствии с соответствующим законодательством местного рынка).

Примечание 6b: Аналитик входит в состав наблюдательного совета или правления освещаемой компании.

Примечание 7: UniCredit Bank AG Milan Branch и/или другие итальянские банки, принадлежащие UniCredit Group (в соответствии с законодательством местного рынка) предоставляли эмитенту значительные кредитные средства.

РЕКОМЕНДАЦИИ, РЕЙТИНГИ И МЕТОДОЛОГИЯ ОЦЕНКИ

Обзор наших рейтингов

Историю изменений наших рейтингов и рекомендаций, а также подробный обзор составляющих наших инвестиционных рейтингов в абсолютном и относительном плане можно найти на наших вебсайтах hvbmarkets.de и <http://www.mib-unicredit.com/research-disclaimer> под заголовком "Заявление об ограничении ответственности". История рекомендаций не приводится в случае HVB Milan и UniCredit Bank AG Vienna Branch AG.

Обратите внимание, на чем основана оценка стоимости акций:

В настоящее время мы используем трехуровневую систему рекомендаций по акциям: "Покупать", "Держать" или "Продавать" (определения приведены ниже):

Рекомендация **"Покупать"** означает, что в ближайшие 12 месяцев мы ожидаем, что доход от инвестиций в акции превысит стоимость акционерного капитала; Рекомендация **"Держать"** означает, что в ближайшие 12 месяцев мы ожидаем, что доход от инвестиций в акции будет ниже стоимости акционерного капитала, но выше нуля; Рекомендация **"Продавать"** означает, что в ближайшие 12 месяцев мы ожидаем, что доход от инвестиций в акции будет отрицательным.

Мы также используем еще три вида характеристик в нашей методологии:

Ограниченная рекомендация: Рекомендация и/или финансовый прогноз и/или расчетная цена не раскрываются в связи с ограничениями, наложенными системой внутреннего контроля или регулируемыми органами, как то "тихий период" или конфликт интересов;

Переход освещения: В связи с изменениями в составе аналитического департамента рекомендация по акции и/или финансовая информация временно не раскрываются. Акция остается в группе освещаемых нами компаний, и публикация всей соответствующей информации будет впоследствии возобновлена;

Нет рекомендации: Аналитическое освещение приостановлено.

Оценка стоимости компаний основана на следующих методах: модель на основании коэффициентов (P/E, P/поток денежных средств, EV/выручка, EV/EBIT, EV/EBITA, EV/EBITDA), сравнение с группой аналогов, исторические сравнения, дисконтирование (DCF, DVMA, DDM), разница между активами и капиталом, оценка на основании стоимости активов. Рекомендации также основаны на экономической выгоде. Модели оценки зависят от макроэкономических факторов, как то процентные ставки, курсы валют, стоимость сырья и общие допущения касательно экономики. Помимо этого, на стоимость компании оказывают влияние рыночные настроения. Оценка также основана на ожиданиях, которые могут меняться быстро и без предупреждения в зависимости от ситуации в конкретных отраслях промышленности. В связи с этим соответствующим образом могут меняться наши рекомендации и прогнозируемые цены. Инвестиционные рейтинги, как правило, даются на временной горизонт в 12 месяцев. Тем не менее, они могут изменяться в зависимости от рыночной ситуации и представляют лишь взгляд на компанию в определенный период времени. В действительности рекомендации могут реализовываться быстрее или медленнее, чем ожидалось, и могут быть пересмотрены в сторону повышения или понижения.

Примечание касательно основы оценки ценных бумаг, приносящих процентный доход:

Наши инвестиционные рейтинги носят характер принципиальных суждений относительно динамики индекса как эталона.

Уровень эмитента:

"На уровне рынка": Мы рекомендуем удельный вес бумаг компании в инвестиционном портфеле, соответствующий удельному весу в индексе (группа индексов iBoxx для эмитентов инвестиционного уровня и индекс ML EUR HY для эмитентов уровня ниже инвестиционного);

"Выше рынка": Мы рекомендуем более высокий удельный вес ценных бумаг компании в инвестиционном портфеле, чем в индексе (группа индексов iBoxx для эмитентов инвестиционного уровня и индекс ML EUR HY для эмитентов уровня ниже инвестиционного);

"Ниже рынка": Мы рекомендуем более низкий удельный вес ценных бумаг компании в инвестиционном портфеле, чем в индексе (группа индексов iBoxx для эмитентов инвестиционного уровня и индекс ML EUR HY для эмитентов уровня ниже инвестиционного);

Уровень инструмента:

"Держать": мы рекомендуем держать инструмент инвесторам, которые уже имеют его в портфеле;

"Продавать": мы рекомендуем продавать инструмент инвесторам, которые уже имеют его в портфеле;

"Покупать": мы рекомендуем покупать инструмент инвесторам, которые уже имеют его в портфеле;

Торговые рекомендации по ценным бумагам с фиксированной доходностью основаны, в первую очередь, на кредитном спреде (разнице в доходности ценной бумаги с фиксированной доходностью и соответствующей суверенной облигации или свопа), а также рейтингах и методологии признанных агентств (S&P, Moody's, Fitch). В зависимости от типа инвестора инвестиционные рейтинги могут даваться на краткосрочный период или на 6-9 месяцев. Следует отметить, что предоставление услуг по ценным бумагам может быть ограничено в различных юрисдикциях. Вы должны быть в курсе местного законодательства и существующих ограничений по использованию и доступности упоминаемых в данном документе услуг. Данная информация не предназначена распространения или использования физическим или юридическим лицом в юрисдикциях, где это будет противоречить существующим законам или правилам.

Цены, используемые в аналитических отчетах, являются ценами к закрытию торгов в местной торговой системе или ценами к закрытию на соответствующих биржах. В случае освещения ценных бумаг, не включенных в котировальные списки, используется средняя цена по внебиржевому рынку, составленная на основе котировок крупных брокеров.

Информация от MSCI является эксклюзивной собственностью Morgan Stanley Capital International Inc. (MSCI). Без полученного предварительно письменного разрешения MSCI эта информация, либо какая-то иная интеллектуальная собственность MSCI не подлежит воспроизведению, распространению и использованию для создания каких-либо финансовых продуктов, в том числе индексов. Информация предоставляется "как есть". Пользователь берет на все риски использования данной информации. MSCI, его аффилированные структуры и любая третья сторона, вовлеченная или связанная с расчетами или сбором информации недвусмысленно отказываются от любых гарантий на оригинальность, точность, полноту, коммерческое качество или годность для конкретной цели данной информации. Не налагая ограничений ни на что из вышеперечисленного, ни в коем случае ни MSCI, ни любая из аффилированных структур или третьих сторон, вовлеченных или связанных с расчетами и сбором информации, не несет какой-либо ответственности за какой-либо понесенный ущерб. MSCI, Morgan Stanley Capital International и индексы MSCI являются сервисным знаком MSCI и его аффилированных структур.

Global Industry Classification Standard (GICS) был разработан и является эксклюзивной собственностью Morgan Stanley Capital International Inc. и Standard & Poor's. GICS – сервисный знак MSCI и S&P, CA IB имеет лицензию на его использование.

Политика аналитического освещения

Список компаний, освещаемых UniCredit Bank AG, UniCredit Bank AG London Branch, UniCredit Bank AG Vienna Branch AG, UniCredit Bank AG., UniCredit Bank AG Milan Branch, UniCredit Securities, UniCredit Menkul Değerler A.Ş., Zagrebačka banka and UniCredit Bulbank предоставляется по требованию.

Частота публикаций аналитических отчетов и обновлений

Предусматривается, что каждая из этих компаний должна освещаться по крайней мере один раз в год в случае ключевых операций и/или изменений рекомендации. Компании, в отношении которых UniCredit Bank AG Milan Branch выступает в качестве спонсора или специалиста должны освещаться в соответствии с правилами местных регулирующих органов рынка.

ЗНАЧИТЕЛЬНЫЕ ФИНАНСОВЫЕ ИНТЕРЕСЫ:

UniCredit Bank AG, UniCredit Bank AG London Branch, UniCredit Bank AG Vienna Branch, UniCredit Bank AG Milan Branch, UniCredit Securities, UniCredit Menkul Değerler A.Ş., Zagrebačka banka and UniCredit Bulbank and/or a company affiliated (pursuant to relevant national German, Italian, Austrian, UK, Russian and Turkish law) with them regularly trade shares of the analyzed company. UniCredit Bank AG, UniCredit Bank AG London Branch, UniCredit Bank AG Vienna Branch, UniCredit Bank AG Milan Branch, UniCredit Securities, UniCredit Menkul Değerler A.Ş., Zagrebačka banka and UniCredit Bulbank могут держать значительные открытые позиции в производных на акции компании с коэффициентом дельта, отличным от нейтрального.

Аналитические отчеты могут быть посвящены одной или нескольким компаниям и выпущенным ими ценным бумагам. В некоторых случаях анализируемые компании активно предоставляют информацию для анализа.

ДЕКЛАРАЦИЯ АНАЛИТИКА

Вознаграждение автора аналитического отчета не увязано и не будет увязываться с рекомендацией или точкой зрения, высказанной в отчете – ни прямым, ни косвенным образом.

ОРГАНИЗАЦИОННЫЕ И АДМИНИСТРАТИВНЫЕ МЕРЫ, ПРИНЯТЫЕ ВО ИЗБЕЖАНИЕ КОНФЛИКТА ИНТЕРЕСОВ

Для предотвращения или разрешения конфликта интересов UniCredit Bank AG, UniCredit Bank AG London Branch, UniCredit Bank AG Vienna Branch, UniCredit Bank AG Milan Branch, UniCredit Securities, UniCredit Menkul Değerler A.Ş., Zagrebačka banka and UniCredit Bulbank установили следующий организационный порядок в рамках требований юридических и надзорных органов, соблюдение которого контролируется департаментом внутреннего контроля. Возникающий конфликт интересов предотвращается и решается с помощью создания юридических, физических и нефизических барьеров (в совокупности известных как "китайская стена"), призванных ограничить потоки информации между различными направлениями и департаментами UniCredit Bank AG, UniCredit Bank AG London Branch, UniCredit Bank AG Vienna Branch, UniCredit Bank AG, UniCredit Bank AG, UniCredit Bank AG Milan Branch, UniCredit Securities, UniCredit Menkul Değerler A.Ş., Zagrebačka banka and UniCredit Bulbank. В частности, инвестиционно-банковские подразделения, в том числе корпоративное финансирование, работы на рынках капитала, финансовые консультации и другие отделы по работе, направленной на привлечение капитала, отделены физическими и нефизическими барьерами от подразделений торговых операций и аналитических отделов. В случае сделок с акциями UniCredit Bank AG Milan Branch, иными, нежели содействие торговому операциям клиента или дельта-хеджированию внебиржевых и биржевых позиций в производных инструментах, не проводятся операции на собственные средства. Раскрытие публичных конфликтов интересов и других значительных инвесторов осуществляется в аналитическом отчете. Контроль и наблюдение за аналитиками осуществляется на ежедневной основе их непосредственными руководителями, которые не отвечают за инвестиционно-банковские операции, в том числе работу по корпоративному финансированию, или другие операции, иные, нежели продажа клиентам ценных бумаг.

ДОПОЛНИТЕЛЬНОЕ РАСКРЫТИЕ НЕОБХОДИМОЙ ИНФОРМАЦИИ В РАМКАХ ЗАКОНОВ И ТРЕБОВАНИЙ ПЕРЕЧИСЛЕННЫХ ЮРИСДИКЦИЙ

Уведомление для австрийских инвесторов

Данный документ не представляет собой предложение или часть предложения о покупке или подписке или просьбу о приобретении какой-либо ценной бумаги и не может считаться основой, не может использоваться как основание для или выступать как мотив для заключения какого-либо контракта или принятия на себя каких-либо обязательств.

Этот документ носит конфиденциальный характер и предоставлен вам исключительно для информации и не может воспроизводиться, распространяться, передаваться другой стороны в целом виде или частями для любых целей.

Уведомление для чешских инвесторов

Этот отчет предназначен для клиентов UniCredit Bank AG, UniCredit Bank AG London Branch, UniCredit Bank AG Vienna Branch, UniCredit Bank AG, UniCredit Bank AG Milan Branch, UniCredit Securities, UniCredit Menkul Değerler A.Ş., Zagrebačka banka and UniCredit Bulbank и не может использоваться или служить в качестве основания для действий какой-либо другой стороной с какой-либо целью.

Уведомление для итальянских инвесторов

Данный документ предназначен для посредников и профессиональных инвесторов в соответствии со статьей 26, параграф 1(е), инструкции п. 16190, утвержденной CONSOB 29 октября 2007 года.

В случае публикации короткого отчета мы предлагаем инвесторам прочитать полный отчет о соответствующей компании, который можно найти на веб-сайте UniCredit Research www.research.unicreditgroup.eu.

Уведомление для японских инвесторов

Данный документ не представляет собой предложение или часть предложения о покупке или подписке или просьбу о приобретении какой-либо ценной бумаги и не может считаться основой, не может использоваться как основание для или выступать как мотив для заключения какого-либо контракта или принятия на себя каких-либо обязательств.

Уведомление для польских инвесторов

Настоящий документ предназначен исключительно для профессиональных клиентов в соответствии с определением в Статье 3 39b Закона об операциях с финансовыми инструментами от 29 июля 2005 года. Издатель и распространитель рекомендации удостоверяет, что он действовал с надлежащим вниманием и осторожностью при подготовке рекомендации, но не принимает на себя ответственности за ее полноту и точность.

Уведомление для российских инвесторов

Насколько мы знаем, не все финансовые инструменты, упомянутые в этом анализе, зарегистрированы в рамках Федерального закона "О рынке ценных бумаг" от 22 апреля 1996 (с поправками) и не предлагаются, продаются, доставляются инвесторам или рекламируются в Российской Федерации.

Уведомление для турецких инвесторов

Содержащиеся в данном документе инвестиционная информация, комментарии и рекомендации не входят в сферу деятельности инвестиционных консультантов. Услуги по инвестиционному консалтингу предоставляются в соответствии с договором найма, заключенного между брокерской компанией, компаний по управлению портфелем ценных бумаг, недепозитным банком и клиентом. Комментарии и рекомендации, содержащиеся в данном документе, основаны на частном мнении тех, кто дает эти комментарии и рекомендации. Эти мнения могут не соответствовать вашему финансовому статусу, а также требованиям касательно риска и доходности. По этой причине принятие инвестиционного решения на основании исключительно информации, содержащейся в данном документе, может привести к последствиям, которые не будут соответствовать вашим ожиданиям.

Уведомление для британских инвесторов

Этот документ предназначен исключительно для клиентов Bayerische Hypo- und Vereinsbank AG, Bayerische Hypo- und Vereinsbank AG, London Branch, UniCredit Bank AG Vienna Branch AG, UniCredit Bank AG, Bayerische Hypo- und Vereinsbank AG Milan Branch, UniCredit Securities, UniCredit Menkul Değerler A.Ş., Zagrebačka banka или UniCredit Bulbank, которые (i) обладают профессиональным опытом в делах, связанных с инвестициями или (ii) лиц, подпадающих под действие статьи 49(2) с пункта (a) до (d) ("компании с высокой стоимостью, неинкорпорированные ассоциации и т.д.) Act 2000 (предложение финансовых услуг) Order 2005 Financial Services and Markets, или (iii) тем, кто имеет законное право доступа (все эти лица вместе именуются "соответствующие лица"). На основе данного документа не должны принимать решения или действовать лица, не являющиеся соответствующими лицами. Любые инвестиции или инвестиционная деятельность, которых касается данный документ, доступны только соответствующим лицам и должны совершаться только соответствующими лицами.

Уведомление для американских инвесторов

Этот отчет предназначен для адресатов в США в соответствии с Rule 15a-6 ("Rule 15a-6") U.S. Securities Exchange Act 1934 года (с поправками). Каждый получатель данного отчета США выражает свое согласие посредством принятия данного отчета, что он является "крупным американским институциональным инвестором" (как это определено в Rule 15a-6), и осознает все риски, связанные со сделками с этими ценными бумагами. Любой получатель данного отчета, желающий обсудить его содержание или получить дополнительную информацию касательно упомянутой в нем ценной бумаги, или совершить сделку по купле или продаже или предложить приобрести или продать ценные бумаги, должен связаться с зарегистрированным представителем UniCredit Capital Markets, LLC ("UCI Capital Markets").

Любая сделка резидента США (помимо зарегистрированных в США брокеров-дилеров или банка, выступающего в роли брокера-дилера) должна быть осуществлена с или через UCI Capital Markets.

Ценные бумаги, упомянутые в этом отчете, могут быть не зарегистрированы в рамках U.S. Securities Act 1933 года (с поправками), и эмитент этих ценных бумаг может не быть обязан отчитываться по американским и/или другим стандартам. Открытая информация касательно эмитентов этих ценных бумаг может быть ограничена, а на этих эмитентов могут не распространяться требования к отчетности и аудированию отчетности, которые распространяются на эмитентов в США.

Информация, содержащаяся в данном отчете, предназначена исключительно для определенных "крупных американских институциональных инвесторов" и не может быть использована или любым другим лицом для каких-либо целей. Эта информация предоставляется исключительно для информационных целей и не представляет собой предложение купить или продать какие-либо ценные бумаги в рамках Securities Act 1933 года (с поправками) или любых других законных актов, правил и норм США федерального уровня или на уровне штата. Инвестиционные возможности, обсуждаемые в данном отчете, могут не подходить для определенных инвесторов, что зависит от конкретных целей их инвестиций, требований к риску и финансового состояния. В тех юрисдикциях, где UCI Capital Markets не зарегистрирован или не имеет лицензии на операции с ценными бумагами, сырьевыми товарами или другими финансовыми продуктами, сделки могут осуществляться только в соответствии с применимым законодательством, правила которого могут варьироваться в зависимости от юрисдикции и могут разрешать проведение транзакции в соответствии с применимыми в данном случае исключениями.

Информация, содержащаяся в данной публикации, основана на тщательно отобранных источниках, которые считаются надежными, но UCI Capital Markets не отвечает за их полноту и точность. Все мнениями, выраженные в данной публикации, отражают мнение автора на момент публикации, безотносительно даты получения вами данной информации, и могут меняться без предупреждения.

UCI Capital Markets могла в прошлом выпустить другие отчеты, информация в которых не согласуется, а заключения отличаются от тех, которые представлены в данном отчете. Эти публикации отражают другие допущения, точки зрения и аналитические методы тех аналитиков, которые их подготовили. Показатели в предыдущие периоды не могут служить примером будущих показателей, и относительно последних не дается каких бы то ни было гарантий или заверений, явных или предполагаемых.

UCI Capital Markets и любая другая аффилированная с ней компания может в отношении обсуждаемых здесь ценных бумаг: (а) открывать короткие или длинные позиции и покупать или продавать их; (б) выступать в качестве инвестиционного и/или коммерческого банка для эмитента подобных ценных бумаг; (с) выступать в качестве маркет-мейкера; (д) занимать место в совете директоров эмитента ценных бумаг; и (е) выступать в качестве оплачиваемого консультанта или советника эмитента.

Информация, содержащаяся в данной публикации, может включать в себя прогностические заявления в рамках федерального законодательства США по ценным бумагам, которые связаны с рисками и неопределенностью. Факторы, которые могут повлечь за собой отклонение фактических результатов компаний и ее финансового состояния от прогнозов, включают в себя без каких-либо ограничений: политическую неопределенность, изменения в общих экономических условиях, которые оказывают негативное влияние на спрос на продукты и услуги компании, изменения валютных курсов, изменения на международном и внутреннем финансовых рынках и условиях конкуренции, а также другие факторы, имеющие отношение к будущим периодам. Данная предупреждающая оговорка распространяется на все прогностические заявления, содержащиеся в этом отчете, во всей их полноте.

Данный документ не предназначен для распространения в Канаде и Австралии.

UniCredit Research*

Торстен Вайнелт, CFA
 Директор глобального аналитического департамента и
 главный стратег
 +49 89 378-15110
 thorsten.weinelt@unicreditgroup.de

Проф. Инго Хаймиг
 Операционный директор аналитического департамента
 +49 89 378-13952
 ingo.heimig@unicreditgroup.de

Стефани Руел, CFA
 Глава департамента разработки и маркетинга аналити-
 ческих продуктов
 +44 20 7826-7957
 stefanie.ruehl@unicreditgroup.de

Департамент исследований рынка ценных бумаг

Торстен Вайнелт, CFA, и.о. руководителя департамента EME Research +49 89 378 15110
 Кунейт Демиргурес, заместитель руководителя департамента EME Research
 +90 212 385 9538

Рустам Боташев, CFA, заместитель директора аналитического департамента,
 Россия/страны СНГ +7 495 777 8832

Аналитики по отдельным секторам EME
Авиаконпании

Озгур Гокер
 +90 212 3859528

Автомобили и комплектующие

Эрман Тутунсооглы
 +90 212 385 95 27

Банки и страховые компании

Марек Юраш
 +48 22 586 2362
 Рустам Боташев, CFA
 +7 495 777 8832

Адриана Марин
 +40 21 206 4698

Павел Козуб, CFA
 +48 22 586 2353

Сейда Сарп
 +90 212 385 9526

Потребительский сектор

Михал Потыра
 +48 22 586 2972
 Владимир Кузнецов
 +7 495 411 7429

Озгур Гокер
 +90 212 3859528

Эрман Тутунсооглы
 +90 212 385 95 27

Холдинговые компании

Элвин Акбулут Даглер
 +90 212 3859525

Озгур Гокер
 +90 212 3859528

IT

Пршемыслав Савала-Урьяш
 +48 22 586 2960
 Надежда Голубева, CFA
 +7 495 777 8834

Инфраструктура/второй дивизион

Роджер Монсон, CFA
 +44 20 7826 7963

Элвин Акбулут
 +90 212 3859525

Озгур Гокер
 +90 212 3859528

Медиа

Пршемыслав Савала-Урьяш
 +48 22 586 2960

Владимир Кузнецов
 +7 495 411 7429

Металлургия и горнодобывающая промышленность

Марат Габитов
 +7 495 411 7867

Нефтегазовый сектор

Артем Кончин
 +7 495 777 8838

Фармацевтический сектор

Адриана Марин
 +40 21 206 4698

Озгур Гокер
 +90 212 3859528

Недвижимость

Александр Ходоши
 +43 50505 82359

Элвин Акбулут Даглер
 +90 212 3859525

Эврен Гезер
 +90 212 3859529

Анджей Касперек
 +48 22 586 2967

Телекоммуникации

Ивана Блашковиц
 +385 1 6104 939

Надежда Голубева, CFA
 +7 495 777 8834

Электроэнергетика

Дмитрий Коновалов
 +7 495 777 8877 доб. 3117

Элвин Акбулут Даглер
 +90 212 3859525

Флавиуз Павлюк
 +48-22-5862854

Петр Чанкин
 +7 495 777 8877 ext. 3104

Оптовая и розничная торговля

Озгур Гокер
 +90 212 3859528

Стратегия
Рынок акций

Даниэль Солтер
 +7 495 777 8836

Роджер Монсон, CFA
 +44 20 7826 7963

Марек Юраш
 +48 22 586 2362

Пржежек Шортыка
 +48 22 586 2387

Экономика, инструменты с фиксированной доходностью и валютный рынок

Дмитрий Гуров
 +43 50505 82364

Владимир Осаковский
 +7 495 258 7258 ext. 7558

Горан Шараванья
 +385 1 6006 678

Павел Собишек
 +420 22 111 2504

Гуля Тоф
 +43 50505 82362

Региональные исследования
Хорватия

Ивана Блашковиц
 +385 1 6104 939

Горан Шараванья
 +385 1 6006 678

Чехия

Павел Собишек
 +420 22 111 2504

Венгрия

Гуля Тоф
 +43 50505 82362

Польша

Марек Юраш
 директор аналитического департамента

+48 22 586 2362

Анджей Касперек
 +48 22 586 2967

Флавиуз Павлюк
 +48 22 586 2854

Пршемыслав Савала-Урьяш
 +48 22 586 2960

Михал Потыра
 +48 22 586 2972

Марчин Гатарз, CFA
 +48 22 586 2964

Пржежек Шортыка
 +48 22 586 2387

Павел Козуб, CFA
 +48 22 586 2353

Румыния

Адриана Марин
 директор аналитического департамента

+40 21 206 4698

Кармен Арсене, CFA
 +40 21 206 4697

Сербия

Горан Шараванья
 +385 1 6006 678

Словения

Горан Шараванья
 +385 1 6006 678

Турция

Кунейт Демиргурес
 директор аналитического департамента

+90 212 385 9538

Элвин Акбулут
 +90 212 3859525

Озгур Гокер
 +90 212 3859528

Сейда Сарп
 +90 212 385 9526

Гуля Тоф
 +43 50505 82362

Эрман Тутунсооглы
 +90 212 385 95 27

Украина

Дмитрий Гуров
 +43 50505 82364

Россия и страны СНГ
Стратегия

Даниэль Солтер

+7 495 777 8836

Экономика

Владимир Осаковский
 +7 495 258 7258 доб. 7558

Банки

Рустам Боташев, CFA

+7 495 777 8832

Потребительский сектор

Владимир Кузнецов

+7 495 411 7429

Минеральные удобрения

Марат Габитов

+7 495 411 7867

Медиа-сектор

Владимир Кузнецов

+7 495 411 7429

Металлургия и добывающая промышленность

Марат Габитов

+7 495 411 7867

Нефтегазовый сектор

Артем Кончин

+7 495 777 8838

Телекоммуникации и IT

Надежда Голубева, CFA

+7 495 777 8834

Электроэнергетика

Дмитрий Коновалов

+7 495 777 8877 доб. 3117

Петр Чанкин

+7 495 777 8877 доб. 3104

Главы департаментов исследования рынка ценных бумаг
Австрия

Томас Ньюхолд, CFA

+43 5 05 05-82355

Германия

Андреас Хайне

+49 89 378 16921

Италия

Роберто Одьерна

+39 02 88628912

Стратегия рынка ценных бу-
маг

Пр. Таммо Гридфилд

+49 89 378-18361

Кристиан Стокер

+49 89 378-18603

ESG Research

Патрик Бергер, CFA

+44 20 7826 7952

Отделы продаж
Европа

+44 20 7826 7911

США

+1212 672 6140

Италия

+39 02 8862 0643

Австрия

+43 (0) 50505 82976

Германия

+49 89 378 14129

Польша

+48 22 586 2979

Россия и страны СНГ

+7 495 777 8843

Отдел торговли
ценными бумагами
Европа

+44 20 7826 7931

Москва

+7 495 777 8847

Адрес

ЗАО "ЮниКредит Секьюритиз"
 101000, Россия,
 Москва, Чистопрудный бульвар, 17/1
 Тел. +7 (495) 777-8877
 Факс +7 (495) 777-8876

Bloomberg
 UCGR

Internet
www.research.unicreditgroup.eu

* UniCredit Research – объединенный аналитический департамент UniCredit Bank AG (UniCredit Bank), UniCredit CAIB Group (UniCredit CAIB), UniCredit Securities (UniCredit Securities), UniCredit Menkul Değerler A.Ş. (UniCredit Menkul), Zagrebačka banka и UniCredit Bulbank.