Банк Москвы

15 декабря 2010 г.

Акции

Электроэнергетика

Лямин Михаил
Lyamin my@mmbank.ru

Рубинов Иван, CFA
Rubinov_IV@mmbank.ru

Электроэнергетика

В год свободного рынка

Акции генерирующих компаний два года радовали рынок своей динамикой. Изменению отношения к сектору способствовало в том числе улучшение финансового положения компаний, произошедшее на фоне проводимой либерализации, а также появление большей ясности относительно инвестиционных обязательств и возврата капитала на их реализацию.

Следующий год обещает стать не менее интересным. Вместе с окончанием довольно длительного периода перехода к свободному рынку, сектор вновь возвращается в 2006-2008 гг., когда стоимость компаний определяли коэффициенты конвертации или ожидание оферты. Как минимум первая половина следующего года пройдет на фоне объединений и поглощений, которые будут способствовать сохранению спекулятивного интереса к акциям компаний сектора.

- В первой половине 2011 г. должна завершиться консолидация государственных активов на базе энергетического холдинга ИнтерРАО, которая предоставит миноритариям возможность поучаствовать в конвертации акций генерирующих компаний в бумаги самого холдинга.
- В случае достижения договоренности с Норильским никелем ИнтерРАО может поглотить ОГК-3, миноритарии которой (в отличие от других генерирующих активов, консолидируемых энергохолдингом) скорее всего, получат предложение от консолидатора обменять свои доли на акции самого ИнтерРАО.
- В 1-м квартале 2011 г. станут известны параметры объединения ОГК-2 и ОГК-6, которые планируется перевести на единую акцию.
- В дальнейшем часть полученных в оплату размещаемых акций активов может быть использована ИнтерРАО как инструмент обмена, что может создать новые возможности для миноритариев, как самого консолидатора, так и обмениваемого актива

В данном обзоре мы провели пересмотр наших фундаментальных моделей генерирующих компаний. В частности, мы учли скорректированные ожидания по ценам на рынке электроэнергии и мощности, утвержденные инвестиционные обязательства, а также изменение прогнозного периода.

С фундаментальной точки зрения мы выделяем акции ОГК-5, ОГК-1 и ОГК-2 как бумаги с наибольшим потенциалом роста. Мы также обращаем внимание на бумаги ИнтерРАО: несмотря на относительно невысокий потенциал, акции компании могут подвергнуться существенной переоценке уже в среднесрочном периоде.

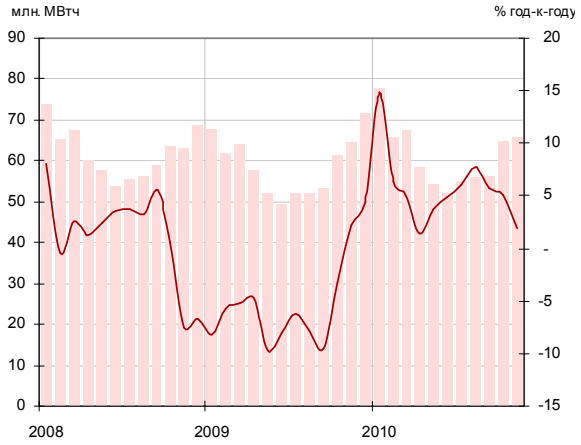
	Целевой уровень, $		Изм., %	Рыночная цена, $	Потенц. %	Рекоменд.	Текущий EV/кВт	Целевой EV/кВт
	Новый	Старый						
ИнтерРАО	0.00182	0.00180	1	0.00157	15	Покупать		
РусГидро	0.073	0.070	4	0.053	37	Покупать	556	766
ОГК-1	0.052	0.050	4	0.037	40	Покупать	169	293
ОГК-2	0.081	0.067	21	0.059	38	Покупать	233	318
ОГК-3	0.063	0.075	-15	0.054	17	Покупать	122	175
ОГК-4	0.121	0.093	30	0.100	21	Покупать	681	829
ОГК-5	0.130	0.104	25	0.091	43	Покупать	455	613
ОГК-6	0.042	0.052	-19	0.043	-3	Продавать	153	149

Рынок электроэнергии: спрос восстанавливается, цены растут

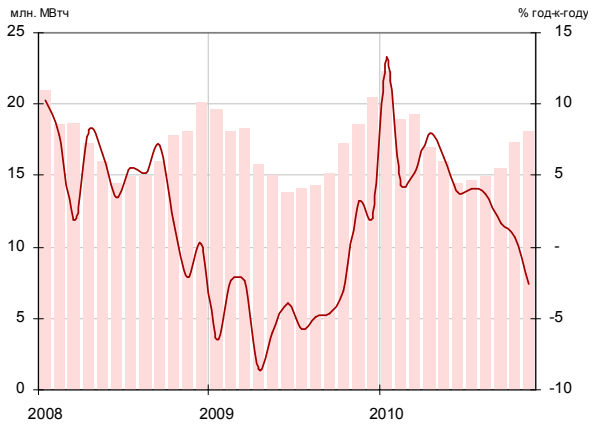
В текущем году рынок стал свидетелем резкого восстановления спроса на электроэнергию. По итогам 11 месяцев потребление электроэнергии превысило показатель прошлого года на 5.5 % и вплотную приблизилось к рекордным отметкам 2008 г.

Помесячная динамика потребления э/э, % год к году

Первая ценовая зона



Вторая ценовая зона



Источники: СО ЦДУ, Аналитический департамент Банка Москвы

Столь стремительное восстановление спроса оказалось сюрпризом для рынка и превзошло большинство оценок, сделанных в начале года. Первоначальный прогноз Минэнерго предусматривал рост спроса за 2010 год на 0.4 %, наш прогноз роста не превышал 2 %. Помимо общего восстановления экономики большую роль в положительной динамике спроса сыграли непредсказуемые погодные факторы. Два локальных максимума потребления (в январе и августе) были обусловлены исключительно климатом. Начало года было отмечено холодной погодой (температура января ниже значений прошлого года на 9°), конец лета – жарой (температура июля выше на 6°), что привело к увеличению потребления электроэнергии.

Бурное восстановление спроса и аномальные погодные условия поддержали на высоком уровне цены на электроэнергию. По нашим оценкам, для европейских генераторов средние цены рынка «на сутки вперед» (РСВ) были выше уровней 2009 г. на 32 %, регулируемых тарифов – на 68 %. Цены в зоне Сибири в 2010 г. выросли на 20 % и превзошли регулируемые тарифы на 94 %.

Цены РСВ на электроэнергию, руб./МВтч

Первая ценовая зона



Вторая ценовая зона



Источники: АТС, Аналитический департамент Банка Москвы

Цены РСВ оказывают поддержку тепловым генераторам...

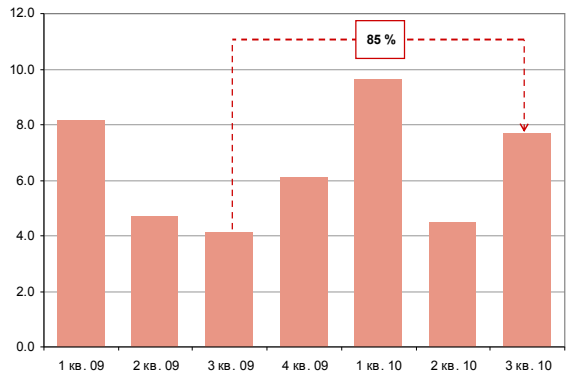
В 2010 г. работа на свободном рынке электроэнергии стала еще более значимой для финансовых показателей компаний. В среднем в 2010 г. на свободном рынке генерирующие компании могут реализовать до 70 % вырабатываемой энергии, что примерно в 2 раза выше показателя прошлого года. С учетом того, что свободные цены в течение всего года были намного выше регулируемых тарифов, расширение либерализации было крайне

позитивным фактором для всех генерирующих компаний.

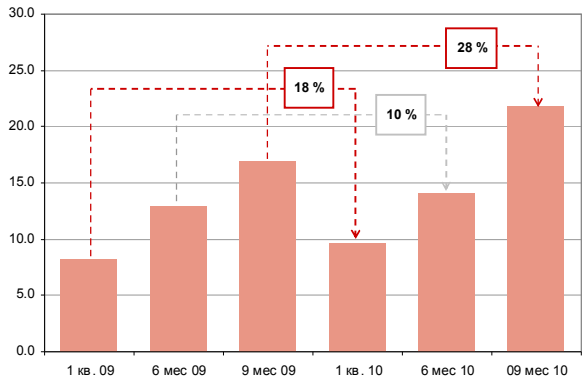
Таким образом, уходящий 2010 год стал еще одним удачным годом для генерирующих компаний. По итогам девяти месяцев в среднем EBITDA компаний сектора выросла на 28 %. Тем не менее, текущий год существенно отличается от прошлого. Основной движущей силой финансовых улучшений ОГК в прошлом году стал тот факт, что при растягивании на 4 этапа роста цен на газ повышение тарифов на электроэнергию произошло в начале года. В 2010 г. сектору помогла погода: аномальные морозы зимой и столь же необычная жара летом. Именно погодный фактор 1-го и 3-го кварталов позволил компаниям по итогам трех кварталов практически достигнуть консенсус-прогнозов на весь год.

Суммарная EBITDA по ОГК*, млрд руб.

Квартальные данные



Нарастающим итогом



*- Суммарно по ОГК-1, ОГК-2, ОГК-5 и ОГК-6

Источники: данные компаний, Аналитический департамент Банка Москвы

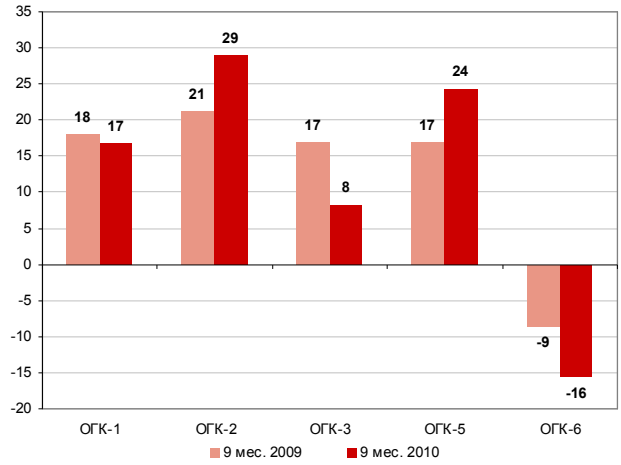
... тем не менее, различия мощностей ОГК все заметней

Вместе с тем, в отличие от прошлогодних результатов ОГК высокие цены на РСВ уже не так сильно поддерживают маржу. По нашим оценкам, в текущем году в наиболее выигрышном положении оказались ОГК, в состав которых входят угольные станции первой ценовой зоны. К таким ОГК можно отнести ОГК-2, ОГК-5, именно им в текущем году удалось нарастить маржу на рынке электроэнергии. Маржа остальных участников рынка, по нашим оценкам, снизилась, и без аномальной погоды в текущем году, мы полагаем, результаты ОГК были бы куда более скромными.

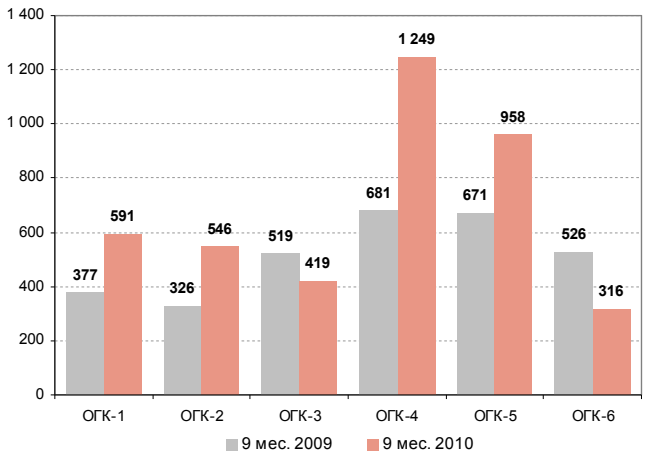
Различия в качестве мощности при нашем прогнозе роста цен на электроэнергию будут заметны и далее. Между тем, с учетом такой составляющей, как поток с рынка мощности, качество текущих активов у многих ОГК отойдет на второй план.

Сравнительные характеристики ОГК

Рентабельность продаж электроэнергии* , %



EBITDA на ед. установленной мощности, руб./кВт, МСФО, 9 мес.



*- ОГК-2, ОГК-5, ОГК-6 – только РСВ

Источники: данные компаний, Аналитический департамент Банка Москвы

Рынок мощности

В конце года на рынке мощности прошел конкурентный отбор мощности (КОМ) на 2011 год. Этот отбор является первым в серии торгов, проводимых по правилам долгосрочного рынка мощности. Планируется, что до 1 июля будут также проведены долгосрочные отборы мощности на 2012-2015 гг. На 2016-й и последующие годы долгосрочные конкурентные отборы будут проводиться за 4 полных года до года поставки.

Схема проведения долгосрочного КОМ

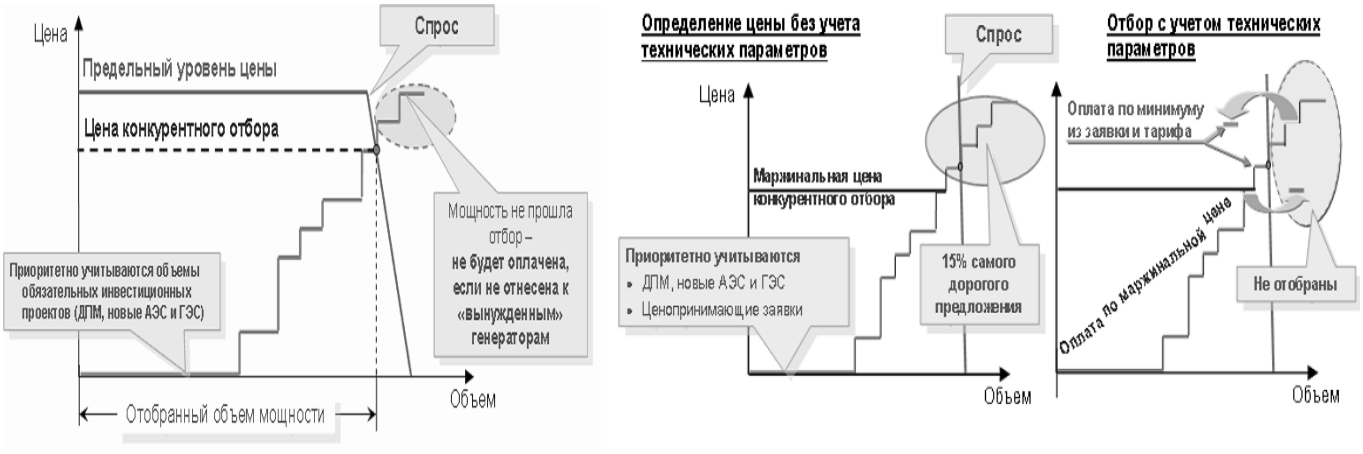


Источник: Совет рынка

В преддверии проведения декабрьского КОМа ФАС провела анализ конкурентной среды в зонах свободного перетока (ЗСП). По мнению ФАС, уровень конкуренции только в трех (Центр, Урал и Сибирь) из 29 зонах признан достаточным для снятия ограничений по формированию цены. В остальных 26 зонах отбор мощности должен проводиться с использованием предельного уровня цены (price-cap): 118 тыс. руб. для ЗСП первой ценовой зоны и 126 тыс. руб. – для второй.

Схема отбора заявок на КОМ

Проведение КОМ с применением предельного уровня цен	Проведение КОМ без предельного уровня цен



Источник: Совет рынка

По результатам проведения КОМ все существующие мощности по способу оплаты можно условно разделить на несколько типов.

Мощности, прошедшие КОМ:

- Цена новых ГЭС, АЭС и новой тепловой мощности, построенной в рамках договоров на присоединение мощности (ДПМ) будет устанавливаться индивидуально, исходя из региона размещения, капитальных затрат и типа генерирующих мощностей.
- Станции с заявками, не превышающими итоговую маржинальную цену, получат оплату мощности по маржинальной цене КОМ.
- Мощности (в зонах без price-cap), прошедшие КОМ с учетом технических параметров, получают меньшее между указанной в заявке ценой и тарифом.

Станции, не прошедшие КОМ:

- Станции, которые по своим техническим характеристикам были признаны вынужденными генераторами, получат выбор – возможность продавать электроэнергию на свободном рынке без оплаты мощности или работать по жестким тарифам на электроэнергию и мощность.

- Все остальные не отобранные мощности работают без оплаты мощности. У владельцев таких станций также есть выбор – работа на рынке РСВ или демонтаж и вывод оборудования из эксплуатации. В данный список попали только небольшие мощности ТГК или промышленные энергоблоки предприятий.

Таким образом, в следующем году оплата мощности впервые будет проходить по новым правилам, и размер оплаты будет определяться ценой поданной заявки на КОМ, расположением в зоне свободного перетока (ЗСП) и типом мощности. В начале декабря организатор торгов, Системный оператор, опубликовал основные итоги КОМ в разрезе каждой зоны. Цена мощности в ЗСП с ограниченным уровнем конкуренции, как и анонсировалось, была определена в размере 118 тыс. руб. в первой ценовой зоне и 126 тыс. руб. во второй. Также в ходе КОМ price-cap был установлен и в ЗСП Сибирь, изначально признанной ФАС конкурентной. Возможно, что ограничение цены было связанно с результатами имитационных торгов, проводимых ранее. Напомним, что в ходе предварительного отбора цены в Сибири достигли 200 тыс. руб. Таким образом, «неограниченные» цены были приняты лишь в двух ЗСП (Урал и Центр), впрочем, и их уровень не сильно отличается от price-cap: 123 тыс. руб. за МВт в месяц.

Итоги КОМ по ОГК

руб/МВт в месяц		Тип ценообразован	2010	2011	Изм., %
ОГК-1					
	Пермская ГРЭС	свободная цена	89 295	123 000	38
	Ириклинская ГРЭС	свободная цена	62 090	123 000	98
	Уренгойская ГРЭС	вын. генерация	1 434 910	1 488 799	4
	Каширская ГРЭС	price-cap	95 840	118 125	23
	Верхнетагильская ГРЭС	свободная цена	81 218	123 000	51
	Нижневартовская ГРЭС	price-cap	126 031	118 125	-6
ОГК-2					
	Псковская ГРЭС	вын. генерация	109 536	176 079	61
	Ставропольская ГРЭС	price-cap	63 512	115 809	82
	Серовская ГРЭС	вын. генерация	84 199	159 756	90
	Сургутская ГРЭС-1	вын. генерация	72 199	99 383	38
	Троицкая ГРЭС	15 % дорогих заяв	75 978	52 050	-31
ОГК-3					
	Гусиноозерская ГРЭС	вын. генерация	114 534	176 079	54
	Харанорская ГРЭС	вын. генерация	216 744	263 478	22
	Южноуральская ГРЭС	свободная цена	100 853	123 000	22
	Костромская ГРЭС	свободная цена	64 350	123 000	91
	Черепетская ГРЭС	свободная цена	65 084	123 000	89
ОГК-4					
	Яйвинская ГРЭС	15 % дорогих заяв	128 179	103 357	-19
	Сургутская ГРЭС-2	price-cap	74 891	118 125	58
	Березовская ГРЭС	price-cap	112 694	126 368	12
	Шатурская ГРЭС	вын. генерация	110 851	131 714	19
	Смоленская ГРЭС	15 % дорогих заяв	84 718	140 939	66
ОГК-5					
	Невинномысская ГРЭС	вын. генерация	126 964	144 320	14
	Среднеуральская ГРЭС	свободная цена	91 607	123 000	34
	Рефтинская ГРЭС	свободная цена	110 197	123 000	12
	Конаковская ГРЭС	свободная цена	110 698	123 000	11
ОГК-6					
	Красноярская ГРЭС-2	вын. генерация	120 104	126 368	5
	Череповецкая ГРЭС	price-cap	131 944	118 125	-10
	Рязанская ГРЭС	свободная цена	86 336	123 000	42
	ГРЭС-24	свободная цена	159 477	123 000	-23
	Киришская ГРЭС	вын. генерация	87 337	119 995	37
	Новочеркасская ГРЭС	price-cap	110 817	118 125	7

Источники: СО ЦДУ, ФСТ, Аналитический департамент Банка Москвы

ДПМ

Осенью были окончательно согласованы параметры новых вводов, которые как и ожидалось, были скорректирован по срокам ввода и объемам.

Утвержденные параметры ДПМ для ОГК

	Программа РАО ЕЭС		Программа по ДПМ	
	Мощность, МВт	Срок реализации	Мощность, МВт	Срок реализации
ОГК-1	3 840	2014	2 010	2015
ОГК-2	2 780	2012	1 860	2016
ОГК-3	2 135	2012	2 040	2014
ОГК-4	3 200	2015	2 500	2013
ОГК-5	2 170	2013	800	2010
ОГК-6	2 540	2015	1 496	2014
Всего	16 665		10 706	

Источники: Минэнерго, Аналитический департамент Банка Москвы

В настоящее время размер оплаты мощности, поставляемой в рамках ДПМ, еще не опубликован. В данной связи в настоящее время в своих моделях мы ориентируемся на представленную ранее Минэнерго методику, которая позволяет оценить возможные затраты и размер ежемесячной оплаты новых (вновь вводимых) мощностей.

Прогноз оплаты мощностей в рамках ДПМ, тыс. руб./МВт в месяц

Топливо	Газ			Уголь	
МВт	> 250	150-200	< 150	> 225	< 225
Юг	447	553	694	974	1 050
Волга	476	590	741	1 039	1 120
Центр и Северо-Запад	493	611	768	1 086	1 172
Урал	521	647	814	1 150	1 241
Сибирь	816	692	1 153	1 693	1 830

Источник: Аналитический департамент Банка Москвы

Пересмотр прогнозов

Используя новые параметры рынка мощности и изменившуюся конъюнктуру рынка электроэнергии, мы пересмотрели наши долгосрочные прогнозы цен. Так, мы повысили прогноз старой мощности: по нашим оценкам, в долгосрочной перспективе более высокие темпы роста рынка старой мощности, чем новой, приведут к сокращению дисконта цен на первую до 40 % по сравнению с 70 % в настоящее время.

Прогноз цен на электроэнергию и мощность

	2011	2012	2013	2014	2015	2016	2017
Первая ценовая зона							
Цены на РСВ, руб/МВтч	947	1 065	1 202	1 343	1 433	1 516	1 590
Предыдущий прогноз РСВ, руб/МВтч	913	1 030	1 161	1 260	1 335	1 392	1 439
Изменение к пред. прогнозу, %	3.7	3.4	3.6	6.6	7.4	8.9	10.5
Цены на старую мощность, руб/МВт в мес	120 251	134 410	153 900	173 907	201 113	227 832	253 055
Предыдущий прогноз мощности, руб/МВт в мес	125 000	136 750	147 827	158 683	177 357	199 441	220 887
Изменение к пред. прогнозу, %	- 3.8	- 1.7	4.1	9.6	13.4	14.2	14.6
Средневзвешенная стоимость э\э, руб/МВтч	1 222	1 372	1 554	1 740	1 893	2 036	2 168
г-к-г, %		12.3	13.2	12.0	8.8	7.6	6.5
Предыдущий прогноз, руб/МВтч	1 198	1 342	1 499	1 622	1 740	1 847	1 944
Изменение к пред. прогнозу, %	2.0	2.2	3.7	7.3	8.8	10.2	11.5
Вторая ценовая зона							
Цены на РСВ, руб/МВтч	530	569	615	658	696	738	779
Предыдущий прогноз РСВ, руб/МВтч	524	560	598	625	650	676	703
Изменение к пред. прогнозу, %	1.1	1.6	2.9	5.4	7.1	9.2	10.8
Цены на старую мощность, руб/МВт в мес	126 368	143 428	161 442	184 851	220 897	258 219	292 525
Предыдущий прогноз мощности, руб/МВт в мес	126 000	137 340	151 074	165 426	207 188	248 951	290 713
Изменение к пред. прогнозу, %	0.3	4.4	6.9	11.7	6.6	3.7	0.6
Средневзвешенная стоимость э\э, руб/МВтч	819	896	984	1 081	1 201	1 328	1 447
г-к-г, %		9.5	9.8	9.8	11.1	10.6	8.9
Предыдущий прогноз, руб/МВтч	812	874.0	943.0	1 002.0	1 123.0	1 244.0	1 366.0
Изменение к пред. прогнозу, %	0.8	2.6	4.3	7.8	6.9	6.7	5.9

Источник: Аналитический департамент Банка Москвы

ИнтерРАО

Основные тенденции

В 2010 г. финансовые показатели ИнтерРАО выгодно отличались от провального 2009 г., когда сокращение маржи в сегменте по перепродаже энергии и падение выработки электроэнергии привели компанию к убыткам. Ряд кризисных явлений был впоследствии преодолен, и, по нашим оценкам, в текущем году компания вернется к прибыли. Впрочем, главным определяющим динамику акций ИнтерРАО фактором в настоящее время является размещение 13.8 трлн акций, что в 4.7 раза превышает размер текущего УК. Конечной целью допэмиссии является консолидация государственных активов в энергетике, а также активов, принадлежащих ФСК, РусГидро, Росатому и др.

Исходя из последних заявлений менеджмента и списка активов, предлагаемых к обмену на акции, в начале следующего года не исключено получение ИнтерРАО контрольных пакетов в ОГК-1, ОГК-3 и ТГК-11 суммарной мощностью свыше 20 ГВт, а также крупнейших сбытовых компаний Мосэнергобыта и Петербургской сбытовой компании.

Драйверы роста

- Мы считаем, что успешная консолидация новых активов является главным драйвером увеличения стоимости компании, которая, по сути, будет представлять собой корзину активов российской и зарубежной энергетики.
- Консолидация российских активов позволит снизить волатильность финансовых результатов ИнтерРАО.
- Компания не замыкается только на производстве и продаже электроэнергии и проводит сделки по покупке инжинирингового бизнеса и машиностроения. Например, частью компании вскоре может стать крупнейший в стране производитель котельного оборудования ЭМАльянс.
- Увеличение ликвидности бумаг на рынке.

Риски

- Впрочем, проводимая консолидация с учетом ее масштабности является и главным риском инвестиций в бумаги. Раннее менеджмент компании оценивал сумму вносимых активов в $ 10 млрд., что в 2 раза превышает текущую капитализацию компании.
- Также к рискам мы бы отнесли тот факт, что в результате консолидации ИнтерРАО получит и много неконтрольных пакетов, планы дальнейшего распоряжения которыми неизвестны. В то же время переоценка данных пакетов в дальнейшем может создавать давление на чистую прибыль компании.
- Консолидация крупных генерирующих компаний может создать препятствие развитию конкуренции на рынке электроэнергии и мощности и, как следствие, ограничить потенциал роста цен в свободном сегменте.

Инвестиционное заключение

В следующем году основной инвестидеей в акциях ИнтерРАО будет реализация компанией своих планов по консолидации. Отметим, что первоначальное объявление планов по передаче компании государственных активов привело к 50%-ному росту стоимости компании. Мы полагаем, что 2011 год также может пройти на фоне восстановления стоимости бумаг на рынке, поводом для чего может стать объявление параметров обмена, а также новой стратегии компании в отношении получаемых активов.

В данной связи мы полагаем, что акции компании имеют высокий потенциал для последующих переоценок, которые в виду масштабности предстоящей сделки не могут быть полностью учтены в модели компании.

Основные данные

Код Bloomberg	IUES
Цена акции $	0.0016
Капитализация млн. $	4 565
EV млн. $	4 857
Целевая цена $	0.00182
Потенциал %	15%
Рекомендация	Покупать

Финансы и прогнозы

в млн. $	2009	2010 П	2011 П
Выручка	2 152	2 512	2 934
EBITDA	- 310	377	419
Прибыль	- 392	23	129
EV/EBITDA	отр	12.90	11.59
EV/S	2.26	1.93	1.66
P/E	отр	201.74	35.43
Рентабельность			
По EBITDA	отр	*15.0%*	*14.3%*
Чистая	отр	*0.9%*	*4.4%*

Акционеры

	Доля %
Росатом	45.1
ВЭБ	18.3
Газпром	6.5
Прочие	30.1

ИнтерРАО: модель DCF

Прогноз денежного потока

в млн. $	2008	2009	2010 П	2011 П	2012 П	2013 П	2014 П	2015 П	2016 П
Выручка	**2 537**	**2 152**	**2 512**	**2 934**	**3 432**	**3 828**	**4 138**	**4 391**	**4 611**
Темп роста (%)		*-15%*	*17%*	*17%*	*17%*	*12%*	*8%*	*6%*	*5%*
EBITDA	**424**	**-310**	**377**	**419**	**555**	**648**	**725**	**802**	**879**
Рентабельность (%)	*16.7%*	*-14.4%*	*15.0%*	*14.3%*	*16.2%*	*16.9%*	*17.5%*	*18.3%*	*19.1%*
EBIT	**292**	**-418**	**255**	**266**	**386**	**469**	**538**	**612**	**689**
Рентабельность (%)	*11.5%*	*-19.4%*	*10.1%*	*9.1%*	*11.2%*	*12.3%*	*13.0%*	*13.9%*	*14.9%*
-Налоги на прибыль	101	83	35	53	77	94	108	122	138
NOPAT	**192**	**-501**	**220**	**213**	**309**	**375**	**430**	**490**	**551**
+ Амортизация	132	108	122	153	169	179	186	190	190
- Капвложения	-345	-467	-710	-514	-402	-310	-323	-186	-190
(Увеличение)/Уменьшение об. капитала	182	-61	-95	-30	-30	-47	-47	-73	-22
Чистый денежный поток	**161**	**-921**	**-463**	**-178**	**45**	**197**	**246**	**421**	**529**

Основные предположения

WACC	11.8%
Конечный темп роста	5.0%
Ставка налогообложения	20%

Оценка DCF

Дисконтированный денежный поток	767
Конечная стоимость	8 113
Приведенная конечная стоимость	4 636
Стоимость денежных потоков	5 403
Текущий чистый долг (наличность)	292
Чистая стоимость компании	5 111
Стоимость доли в ТГК-11	146
Количество акций (млн.)	2 893 027
Цель на конец 2011 г., $	**0.00182**

Расчет WACC

Безрисковая ставка:	**6.0%**
Средняя доходность UST10 за 5 лет	4.0%
Спрэд Россия 30 за 12 мес. , б.п.	200
Риск рынка акций	**4.9%**
Специфический риск эмитента	0.0%
Целевой уровень D/(E+D)	30.0%
Бэта	1.25
Бэта с учетом долга	1.68
Стоимость капитала	**14.2%**
Стоимость долга	8.0%
Ставка налога на прибыль	20.0%
Стоимость долга после налогов	**6.4%**
WACC	**11.8%**

Анализ чувствительности

Конечный темп роста (%) \ Ставка дисконтирования (WACC)	10.3%	10.8%	11.3%	**11.8%**	12.3%	12.8%	13.3%
6.5%	0.00333	0.00290	0.00257	0.00230	0.00207	0.00188	0.00172
6.0%	0.00296	0.00262	0.00234	0.00211	0.00192	0.00175	0.00161
5.5%	0.00267	0.00238	0.00215	0.00195	0.00178	0.00164	0.00151
5.0%	0.00243	0.00219	0.00199	**0.00182**	0.00167	0.00154	0.00143
4.5%	0.00223	0.00203	0.00185	0.00170	0.00157	0.00146	0.00135
4.0%	0.00206	0.00189	0.00173	0.00160	0.00148	0.00138	0.00129
3.5%	0.00192	0.00177	0.00163	0.00151	0.00140	0.00131	0.00123

Специфический риск эмитента

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

Расчет бэта

Средний оборот, $ '000	**Бэта**
больше 50 000	1.00
больше 10 000	1.25
меньше1000	1.50
меньше 100	1.75
0 / непубличный бизнес	2.00

Отчетность ИнтерРАО по МСФО и прогнозы

Отчет о прибылях и убытках

в $ млн.	2007	2008	2009	2010 П	2011 П	2012 П	2013 П	2014 П
Выручка	**1 765**	**2 537**	**2 152**	**2 512**	**2 934**	**3 432**	**3 828**	**4 138**
Операционные расходы	1 960	2 245	2 570	2 258	2 667	3 047	3 359	3 600
Амортизация	113	132	108	122	153	169	179	186
Операционная прибыль	- 194	292	- 418	255	266	386	469	538
EBITDA	**- 82**	**424**	**- 310**	**377**	**419**	**555**	**648**	**725**
Процентные расходы	35	91	102	125	107	112	- 117	- 121
Прочие расходы (доходы)	- 27	- 28	- 42	72	- 23	- 20	- 22	- 28
Прибыль до налогов	- 202	229	- 477	58	182	293	374	444
Налоги на прибыль	- 24	101	83	35	53	77	94	108
Доля миноритариев	- 95	13	- 2	-	-	-	-	-
Чистая прибыль	**- 83**	**115**	**- 392**	**23**	**129**	**216**	**280**	**337**

Баланс

в $ млн.	2007	2008	2009	2010 П	2011 П	2012 П	2013 П	2014 П
Денежные средства и эквиваленты	191	383	272	861	650	672	826	1 016
Дебиторская задолженность	367	353	394	330	385	450	502	543
Запасы	63	64	82	87	102	117	129	138
Прочие оборотные активы	80	63	26	581	679	794	886	958
Основные средства	1 874	1 757	1 866	2 435	2 796	3 029	3 160	3 297
Прочие внеоборотные активы	215	420	863	680	794	929	1 036	1 120
Итого активы	**2 790**	**3 041**	**3 503**	**4 974**	**5 406**	**5 991**	**6 540**	**7 072**
Кредиторская задолженность	791	189	204	663	704	754	771	773
Краткосрочный долг	499	285	164	362	428	489	539	578
Прочие краткосрочные обязательства	2 627	1 001	1 092	2 124	2 411	2 730	2 940	3 081
Долгосрочный долг	48	337	791	791	791	791	791	791
Прочие долгосрочные обязательства	43	203	535	109	302	463	588	684
Капитал и резервы	1 362	1 973	1 453	2 906	3 035	3 251	3 531	3 868
Итого пассивы	**2 790**	**3 041**	**3 503**	**4 974**	**5 406**	**5 991**	**6 540**	**7 072**

Отчет о движении денежных средств

в $ млн.	2007	2008	2009	2010 П	2011 П	2012 П	2013 П	2014 П
Операционная прибыль	- 194	292	- 418	255	266	386	469	538
Налоги на прибыль	33	29	27	35	53	77	94	108
Амортизация	113	132	108	122	153	169	179	186
Изменение оборотного капитала	169	182	- 61	- 95	- 30	- 30	- 47	- 47
Прочее	113	- 110	508	- 20	-	-	-	-
Денежные потоки от операций	**233**	**525**	**165**	**227**	**336**	**447**	**507**	**569**
Капиталовложения	260	345	467	710	514	402	310	323
Прочие инвестиции (доходы)	4	- 86	- 20	- 10	-	-	-	-
Денежные потоки от инвестиций	**256**	**431**	**487**	**701**	**514**	**402**	**310**	**323**
Свободные денежные потоки	**- 23**	**94**	**- 322**	**- 473**	**- 178**	**45**	**197**	**246**
Изменение долга	169	130	123	198	66	61	50	39
Поступления от эмиссии акций-*	-	86	81	864	-	-	-	-
Дивиденды	- 17	- 0	- 0	-	-	-	-	-
Чистые денежные потоки	**118**	**169**	**188**	**1 062**	**- 34**	**- 23**	**- 42**	**- 56**

РусГидро

Основные тенденции

Авария на Саяно-Шушенской ГЭС не привела к сильной корректировке финансовых результатов за 1-е полугодие 2010 г. По данным компании, несмотря на падение выработки на 18 %, выручка генерирующего сегмента увеличилась на 15 %, EBITDA сохранилась на уровне 1-го полугодия 2009 г. Во 2-м полугодии текущего года сравнение финансовых результатов генерирующего бизнеса РурГидро будет осуществляться с меньшей базой 2-го полугодия 2009 г., что связано с аварией СШГЭС, и, соответственно, за весь год мы ожидаем еще более позитивных цифр.

Тем не менее, изменение параметров работы на рынке мощности, доходы с которого формируют основную часть выручки компании, создает определенные риски изменения финансовых прогнозов в 2011 г.

В ноябре компания утвердила инвестиционную программу на 2011-2013 гг., которая оценивается в 308 млрд руб. (с учетом НДС), за эти средства компания намеренна ввести в строй 4.7 ГВт. Без учета совместного с РУСАЛом проекта БЭМО и восстановления Саяно-Шушенской ГЭС размер инвестиций на новое строительство составит 210 млрд руб. с объемом введенных мощностей 1.9 ГВт.

Драйверы роста

- Компания является основным бенефициаром либерализации рынка электроэнергии. Гидростанции являются самым дешевым источником энергии, и разрыв с рентабельностью тепловых станций растет по мере увеличения стоимости топлива. В настоящее время восстановление СШ ГЭС сдерживает рост финансовых результатов РусГидро. Полностью станцию планируется восстановить к 2014 г.
- Аналогично ИнтерРАО, РусГидро ведет активную деятельность по консолидации энергоактивов как на территории России, так и за ее пределами.

Риски

- Главным риском для компании мы считаем неопределенность с оплатой мощности. В настоящее время так и не названы параметры инвестсоставляющей в тарифах на мощность (ЦИС), на долю которой исторически приходилось около половины всего тарифа. В настоящее время мы исходим в своих прогнозах из оценок пропорционального сокращения ЦИС к 2014 г. Неизвестна и методика стоимости возврата на мощность по ДПМ.
- Масштабная инвестпрограмма РусГидро может продолжить финансироваться за счет акционерного капитала, что исторически создает давление на акции компании.
- Повышение водного налога. С предложением повысить ставку водного налога уже не раз выступал Минфин.

Инвестиционное заключение

Мы полагаем, что фундаментальная привлекательность акций РусГидро во многом сдерживается достаточно существенными рисками из-за неопределенности относительно возврата на вложенный капитал компании. Компенсация части расходов компании осуществляется за счет прямого вливания в уставный капитал, что также не добавляет привлекательности акциям компании. Отметим, что ввод новых мощностей РусГидро запланирован на 2012 год, и, соответственно, расчет стоимости может стать известен ближе к первой половине 2011 г., когда ожидается проведение первого долгосрочного КОМа.

Основные данные

Код РТС	HYDR
Цена акции $	0.053
Капитализация млн. $	15 010
EV млн. $	15 031
Целевая цена $	0.073
Потенциал %	37%
Рекомендация	Покупать

Финансы и прогнозы

в млн. $	2009	2010П	2011П
Выручка	3 635	14 360	6 072
EBITDA	1 615	2 437	3 262
Прибыль	964	1 330	1 946
EV/EBITDA	9.31	6.17	4.61
EV/S	4.13	1.05	2.48
P/E	15.56	11.28	7.71
Рентабельность			
По EBITDA	*44.4%*	*17.0%*	*53.7%*
Чистая	*26.5%*	*9.3%*	*32.0%*

Акционеры

	Доля%
Российская Федерация	60%
Прочие	40%

РусГидро: модель DCF

Прогноз денежного потока

в млн. руб	2009	2010 П	2011 П	2012 П	2013 П	2014 П	2015 П	2016 П	2017 П
Выручка	**115 603**	**410 688**	**161 515**	**183 571**	**210 177**	**231 369**	**246 990**	**259 043**	**269 755**
Темп роста (%)		*255%*	*-61%*	*14%*	*14%*	*10%*	*7%*	*5%*	*4%*
EBITDA	**51 364**	**69 702**	**86 770**	**99 915**	**115 627**	**125 888**	**132 727**	**138 272**	**143 322**
Рентабельность (%)	*44%*	*17%*	*54%*	*54%*	*55%*	*54%*	*54%*	*53%*	*53%*
EBIT	**39 553**	**58 502**	**74 312**	**86 114**	**100 445**	**109 308**	**114 784**	**118 999**	**122 729**
Рентабельность (%)	*34%*	*14%*	*46%*	*47%*	*48%*	*47%*	*46%*	*46%*	*45%*
-Налоги на прибыль	7 739	12 738	14 862	17 223	20 089	21 862	22 957	23 800	24 546
NOPAT	**31 814**	**45 764**	**59 450**	**68 891**	**80 356**	**87 446**	**91 827**	**95 199**	**98 183**
+ Амортизация	11 811	11 200	12 458	13 801	15 182	16 580	17 943	19 273	20 592
- Капвложения	-32 604	-77 421	-57 838	-62 521	-60 309	-57 420	-54 960	-54 723	-54 127
(Увеличение)/Уменьшение об. капитала	-7 768	-10 554	-1 997	-2 367	-2 873	-1 797	-1 121	-863	-764
Чистый денежный поток	**3 253**	**-31 011**	**12 072**	**17 804**	**32 355**	**44 810**	**53 689**	**58 886**	**63 885**

Основные предположения

WACC	13.6%
Конечный темп роста	5.0%
Ставка налогообложения	20%

Расчет WACC

Безрисковая ставка:	**7.3%**
Доходность ОФЗ 5 лет	7.3%
Риск рынка акций	**4.9%**
Специфический риск эмитента	0.3%
Целевой уровень D/(E+D)	20.0%
Бэта	1.25
Бэта с учетом долга	1.50
Безрисковая ставка	7.3%
Стоимость капитала	**15.0%**
Стоимость долга	10.0%
Ставка налога на прибыль	20.0%
Стоимость долга после налогов	**8.0%**
WACC	**13.6%**

Оценка DCF

Дисконтированный денежный поток	176 551
Конечная стоимость	781 290
Приведенная конечная стоимость	363 807
Стоимость денежных потоков	540 358
Текущий чистый долг (наличность)	2 945
Финансовые активы	19 846
Стоимость доли в проекте БЭМО	13 104
Чистая стоимость компании	570 362
Количество акций (млн.)	270 551
Цель на конец 2011 г., руб	**2.11**
$/руб, среднее в 2011 г.	29.0
Цель на конец 2011 г., $	**0.073**

Анализ чувствительности

Конечный темп роста (%) \ Ставка дисконтирования (WACC)	12.1%	12.6%	13.1%	**13.6%**	14.1%	14.6%	15.1%
6.5%	3.07	2.81	2.60	2.42	2.26	2.12	1.99
6.0%	2.87	2.65	2.46	2.30	2.16	2.03	1.92
5.5%	2.70	2.51	2.34	2.20	2.07	1.96	1.85
5.0%	2.56	2.39	2.24	**2.11**	1.99	1.89	1.79
4.5%	2.44	2.28	2.15	2.03	1.92	1.82	1.74
4.0%	2.33	2.19	2.07	1.96	1.86	1.77	1.69
3.5%	2.23	2.10	1.99	1.89	1.80	1.72	1.64

Специфический риск эмитента

	0.25%
Отношения с государством	0.00%
Корпоративное управление	0.25%
Конфликт акционеров	0.00%
Налоговые угрозы	0.00%

Расчет бэта

Средний оборот, $ '000	**Бэта**
больше 50 000	1.00
больше 10 000	1.25
больше 1000	1.50
больше 200	1.75
меньше 100	2.00

Отчетность РусГидро по МСФО и прогнозы

Отчет о прибылях и убытках

в млн. руб	2007	2008	2009	2010 П	2011 П	2012 П	2013 П	2014 П
Выручка	**37 828**	**107 670**	**115 603**	**410 688**	**161 515**	**183 571**	**210 177**	**231 369**
Операционные расходы	19 516	75 326	64 239	340 986	74 745	83 656	94 550	105 481
Амортизация	7 772	9 333	11 811	11 200	12 458	13 801	15 182	16 580
Операционная прибыль	10 540	23 012	39 553	58 502	74 312	86 114	100 445	109 308
EBITDA	**18 312**	**32 344**	**51 364**	**69 702**	**86 770**	**99 915**	**115 627**	**125 888**
Процентные расходы	1 376	1 825	2 455	2 054	1 899	1 750	1 763	1 778
Прочие расходы (доходы)	145	1 581	2 493	2 508	986	1 121	1 284	1 413
Прибыль до налогов	9 746	13 521	38 923	55 022	72 196	83 393	97 503	106 285
Налоги на прибыль	2 999	449	7 739	12 738	14 862	17 223	20 089	21 862
Доля миноритариев	- 5	475	517	4 244	5 569	6 432	7 521	8 198
Чистая прибыль	**6 753**	**12 597**	**30 667**	**38 040**	**51 765**	**59 738**	**69 893**	**76 226**

Баланс

в млн. руб	2007	2008	2009	2010 П	2011 П	2012 П	2013 П	2014 П
Денежные средства и эквиваленты	5 780	24 838	48 152	20 648	15 078	10 463	16 856	33 499
Дебиторская задолженность	32 519	25 685	21 652	76 920	30 251	34 382	39 365	43 335
Запасы	693	1 035	1 110	3 943	1 551	1 763	2 018	2 222
Прочие оборотные активы	5 998	4 894	10 466	37 181	14 623	16 619	19 028	20 947
Основные средства	223 958	337 117	354 847	386 216	428 528	470 741	513 490	554 329
Прочие внеоборотные активы	8 889	32 801	47 028	167 070	65 705	74 678	85 501	94 122
Итого активы	**277 836**	**426 371**	**483 255**	**691 979**	**555 736**	**608 645**	**676 259**	**748 454**
Кредиторская задолженность	10 136	16 240	19 102	67 861	16 803	18 779	21 144	23 520
Краткосрочный долг	1 019	3 377	2 576	4 728	1 171	1 308	1 473	1 639
Прочие краткосрочные обязательства	890	5 572	3 456	12 278	3 040	3 397	3 825	4 255
Долгосрочный долг	17 259	20 015	19 367	18 865	18 865	18 865	18 865	18 865
Прочие долгосрочные обязательства	33 522	37 555	35 471	126 013	31 201	34 870	39 263	43 674
Капитал и резервы	215 011	343 612	403 283	462 234	484 657	531 426	591 689	656 501
Итого пассивы	**277 836**	**426 371**	**483 255**	**691 979**	**555 736**	**608 645**	**676 259**	**748 454**

Отчет о движении денежных средств

в млн. руб	2007	2008	2009	2010 П	2011 П	2012 П	2013 П	2014 П
Операционная прибыль	10 540	23 012	39 553	58 502	74 312	86 114	100 445	109 308
Налоги на прибыль	2 999	449	7 739	12 738	14 862	17 223	20 089	21 862
Амортизация	7 772	9 333	11 811	11 200	12 458	13 801	15 182	16 580
Изменение оборотного капитала	- 11 150	3 690	- 7 768	- 10 554	- 1 997	- 2 367	- 2 873	- 1 797
Денежные потоки от операций	**2 703**	**27 621**	**40 725**	**43 037**	**67 579**	**76 880**	**88 647**	**97 857**
Капиталовложения	32 308	28 472	31 896	48 954	63 841	62 521	60 309	57 420
Прочие доходы (инвестиции)	-	- 4 551	- 708	- 28 467	6 002	-	-	-
Денежные потоки от инвестиций	**32 308**	**33 023**	**32 604**	**77 421**	**57 838**	**62 521**	**60 309**	**57 420**
Свободные денежные потоки	**- 29 605**	**- 5 402**	**8 121**	**- 34 384**	**9 741**	**14 360**	**28 337**	**40 437**
Изменение долга	6 886	18 681	- 1 449	1 650	- 3 557	138	165	166
Поступления от эмиссии акций	26 638	6 014	23 032	8 740	-	-	-	-
Дивиденды	2 511	- 8	- 215	- 1 902	- 10 353	- 17 921	- 20 968	- 22 868
Чистые денежные потоки	**- 2 973**	**16 571**	**23 314**	**- 27 504**	**- 5 570**	**- 4 616**	**6 393**	**16 643**

ОГК-1

Основные тенденции

По итогам 9 месяцев 2010 г. средняя EBITDA с каждого кВт установленной мощности составила 590 руб., что на 56 % превышает аналогичный показатель прошлого года. Вместе с тем, все большее давление на результаты работы на рынке электроэнергии начинает оказывать рост цен на газ, приводящий к падению маржи при продаже электроэнергии. Мы полагаем, что данная тенденция будет наблюдаться и в 2011 г., так как, по нашим оценкам, рост цен на электроэнергию в первой ценовой зоне не полностью компенсирует 15%-ный рост тарифа на газ.

С другой стороны, компания может существенно выигрывает от либерализации рынка мощности. По предварительным данным, вся мощность ОГК-1, кроме Уренгойской ГРЭС, прошла КОМ. Соответственно, с 2011 г. компания будет получать плату за мощность исходя из маржинальной цены КОМ, которая по предварительным оценкам на 30-35 % превышает текущие тарифы станций ОГК-1. В данной связи, по нашим прогнозам, в ближайшие годы основу потоков компании будет формировать именно конъюнктура рынка мощности.

Кроме того, ОГК-1 имеет одну из самых больших инвестиционных программ среди ОГК. Основной ввод новых мощностей ожидается после 2013 г. Соответственно, с 2013 г. компания начнет получать дополнительные потоки по ДПМ, что обеспечит резкое увеличение маржи по EBITDA.

Драйверы роста

- **Завершение допэмиссии.** В конце 2010 г. ОГК-1 объявила окончательные параметры размещения 38 млрд новых акций. Предположительно бумаги будут размещены в пользу ИнтерРАО, а большая часть привлеченных в ходе размещения средств – направлена на финансирование строительства блока на Уренгойской ГРЭС. Новые акции будут размещаться по цене 1.16 руб., а само размещение предполагается завершить до конца 2010 г. Завершение текущей допэмиссии является позитивным событием для акций ОГК-1, давление на котировки которой в течение большей части 2010 г. оказывала неопределенность с ценовыми параметрами размещения.
- **Создание самостоятельной единицы.** ИнтерРАО в конце 2010 г. объявило о планах создания на базе ОГК-1 самостоятельного участника рынка, с собственным менеджментом. Самостоятельное развитие ОГК-1 благоприятно отразится на оценке рынком компании.
- **Возможное размещение акций.** В качестве одного из способов текущего размещения акций рассматривалось проведение IPO. Мы полагаем, что с учетом высокой потребности ОГК-1 в привлечении средств для финансирования инвестиционной программы в среднесрочной перспективе ОГК-1 может вернуться к идее IPO.

Риски

- **Новые допэмиссии**. В качестве источников привлечения средств на инвестпроекты ОГК-1 может использовать допэмиссии в пользу крупнейшего акционера – ИнтерРАО.

Инвестиционное заключение

В настоящее время ОГК-1 является одной из наиболее недооцененных компаний сектора. Сейчас рынок оценивает мощности ОГК-1 всего в $ 170 за кВт, что значительно ниже российских аналогов. Отставание акций компании от сектора сначала объяснялось отсутствием стратега и, соответственно, перспектив, затем крупной допэмиссией, посредством которой ИнтерРАО должно было получить контроль над компанией. В данной связи мы полагаем, что в следующем году бумаги ОГК-1 могут сократить отставание от сектора.

Основные данные

Код Bloomberg	OGK1
Цена акции, $	0.037
Капитализация, млн. $	3 070
EV, млн. руб	1 667
Целевая цена, %	0.052
Потенциал, %	40%
Рекомендация	Покупать
Текущий EV/Capacity, $	169.1
Целевой EV/Capacity, $	293.0

Финансы и прогнозы

в млн. $	2009	2010П	2011П
Выручка	1 193	1 629	1 928
EBITDA	149	171	186
Прибыль	98	55	78
EV/EBITDA	11.22	9.74	8.97
EV/S	1.40	1.02	0.86
P/E	31.17	55.33	39.18
Рентабельность			
По EBITDA	*12.5%*	*10.5%*	*9.6%*
Чистая	*8.3%*	*3.4%*	*4.1%*

Акционеры

	Доля%
ФСК ЕЭС	43.0%
РусГидро	23.0%
Росимущество	0.4%
Прочие	33.6%

ОГК-1: модель DCF

Прогноз денежного потока

в млн. руб	2009	2010 П	2011 П	2012 П	2013 П	2014 П	2015 П	2016 П	2017 П	2018 П	2019 П
Выручка	**37 888**	**49 344**	**55 907**	**62 637**	**77 032**	**99 163**	**103 058**	**117 880**	**124 944**	**131 193**	**137 112**
Темп роста (%)		*30%*	*13%*	*12%*	*23%*	*29%*	*4%*	*14%*	*6%*	*5%*	*5%*
EBITDA	**4 719**	**5 187**	**5 392**	**5 207**	**9 249**	**19 351**	**20 622**	**26 991**	**30 020**	**32 974**	**36 330**
Рентабельность (%)	*12%*	*11%*	*10%*	*8%*	*12%*	*20%*	*20%*	*23%*	*24%*	*25%*	*26%*
EBIT	**2 975**	**2 803**	**3 153**	**2 769**	**6 406**	**16 082**	**16 708**	**22 586**	**25 466**	**28 265**	**31 461**
Рентабельность (%)	*8%*	*6%*	*6%*	*4%*	*8%*	*16%*	*16%*	*19%*	*20%*	*22%*	*23%*
-Налоги на прибыль	807	420	568	491	1 219	3 123	3 201	4 377	4 953	5 513	6 152
NOPAT	**2 168**	**2 383**	**2 585**	**2 278**	**5 187**	**12 959**	**13 507**	**18 210**	**20 513**	**22 752**	**25 309**
+ Амортизация	1 744	2 384	2 239	2 438	2 843	3 270	3 914	4 405	4 555	4 709	4 870
- Капвложения	-4 085	-5 459	-5 839	-11 913	-12 538	-18 938	-14 440	-4 405	-4 555	-4 709	-4 870
(Увеличение)/Уменьшение об. капитала	1 482	239	-1 040	-1 066	-2 280	-3 505	-617	-2 348	-1 119	-990	-938
Чистый денежный поток	**1 309**	**-453**	**-2 054**	**-8 263**	**-6 788**	**-6 215**	**2 364**	**15 862**	**19 394**	**21 762**	**24 372**

Основные предположения

WACC	15.0%
Конечный темп роста	3.0%
Ставка налогообложения	20%

Расчет WACC

Безрисковая ставка:	**7.3%**
Доходность ОФЗ 5 лет	7.3%
Риск рынка акций	**4.9%**
Специфический риск эмитента	0.5%
Целевой уровень D/(E+D)	40.0%
Бэта	1.50
Бэта с учетом долга	2.30
Безрисковая ставка	7.3%
Стоимость капитала	**19.7%**
Стоимость долга	10.0%
Ставка налога на прибыль	20.0%
Стоимость долга после налогов	**8.0%**
WACC	**15.0%**

Оценка DCF

Дисконтированный денежный поток	15 324
Конечная стоимость	209 319
Приведенная конечная стоимость	68 463
Стоимость денежных потоков	83 787
Текущий чистый долг (наличность)	-40 675
Чистая стоимость компании	124 462
Количество акций (млн.)	82 643
Цель на конец 2011 г., руб	**1.51**
$/руб, среднее в 2011 г.	29.0
Цель на конец 2011 г., $	**0.052**

Анализ чувствительности

Конечный темп роста (%) \ Ставка дисконтирования (WACC)	13.5%	14.0%	14.5%	**15.0%**	15.5%	16.0%	16.5%
4.5%	1.95	1.84	1.73	1.64	1.55	1.48	1.41
4.0%	1.88	1.77	1.68	1.59	1.51	1.44	1.37
3.5%	1.82	1.72	1.63	1.55	1.47	1.40	1.34
3.0%	1.76	1.67	1.58	**1.51**	1.44	1.37	1.31
2.5%	1.71	1.62	1.54	1.47	1.40	1.34	1.29
2.0%	1.66	1.58	1.50	1.43	1.37	1.31	1.26
1.5%	1.62	1.54	1.47	1.40	1.34	1.29	1.24

Специфический риск эмитента

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

Расчет бэта

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

Отчетность ОГК-1 по МСФО и прогнозы

Отчет о прибылях и убытках

в млн. руб	2008	2009	2010 П	2011 П	2012 П	2013 П	2014 П
Выручка	**39 647**	**37 888**	**49 344**	**55 907**	**62 637**	**77 032**	**99 163**
Операционные расходы	35 358	33 169	44 157	50 515	57 430	67 783	79 812
Амортизация	1 640	1 744	2 384	2 239	2 438	2 843	3 270
Операционная прибыль	2 649	2 975	2 803	3 153	2 769	6 406	16 082
EBITDA	**4 289**	**4 719**	**5 187**	**5 392**	**5 207**	**9 249**	**19 351**
Процентные расходы	282	270	270	313	313	343	497
Прочие расходы (доходы)	- 5 551	- 1 231	432	-	-	-	-
Прибыль до налогов	7 918	3 936	2 101	2 840	2 456	6 063	15 584
Налоги на прибыль	461	807	420	568	491	1 213	3 117
Доля миноритариев	-	-	-	-	-	-	-
Чистая прибыль	**7 457**	**3 129**	**1 681**	**2 272**	**1 965**	**4 851**	**12 467**

Баланс

в млн. руб	2008	2009	2010 П	2011 П	2012 П	2013 П	2014 П
Денежные средства и эквиваленты	1 930	9 579	10 788	8 421	1 036	180	1 696
Дебиторская задолженность	4 377	4 277	5 061	6 241	6 992	8 599	11 069
Запасы	2 706	2 224	2 328	3 611	4 105	4 845	5 705
Прочие оборотные активы	6 743	482	457	149	735	1 970	3 854
Основные средства	33 677	36 878	40 732	44 332	53 807	63 502	79 170
Прочие внеоборотные активы	477	412	424	138	682	1 828	3 575
Итого активы	**49 910**	**53 852**	**59 790**	**62 891**	**67 356**	**80 924**	**105 069**
Кредиторская задолженность	2 651	2 793	3 920	4 007	4 556	5 377	6 331
Краткосрочный долг	7 356	2 717	1 500	1 500	1 796	3 355	5 709
Прочие краткосрочные обязательства	560	697	927	1 051	1 177	1 448	1 863
Долгосрочный долг	3 316	8 210	11 173	11 173	12 068	16 778	23 893
Прочие долгосрочные обязательства	3 240	3 495	4 649	5 268	5 902	7 258	9 344
Капитал и резервы	32 787	35 940	37 621	39 893	41 857	46 708	57 929
Итого пассивы	**49 910**	**53 852**	**59 790**	**62 891**	**67 356**	**80 924**	**105 069**

Отчет о движении денежных средств

в млн. руб	2008	2009	2010 П	2011 П	2012 П	2013 П	2014 П
Операционная прибыль	2 649	2 975	2 803	3 153	2 769	6 406	16 082
Налоги на прибыль	461	807	420	568	491	1 213	3 117
Амортизация	1 640	1 744	2 384	2 239	2 438	2 843	3 270
Процентные расходы	282	270	270	313	313	343	497
Изменение оборотного капитала	- 739	1 482	239	- 1 040	- 1 066	- 2 280	- 3 505
Денежные потоки от операций	**2 807**	**5 124**	**4 736**	**3 472**	**3 337**	**5 414**	**12 231**
Капиталовложения	- 6 019	- 4 085	- 5 459	- 5 839	- 11 913	- 12 538	- 18 938
Прочие инвестиции (доходы)	152	7 233	187	-	-	-	-
Денежные потоки от инвестиций	**- 5 867**	**3 148**	**- 5 272**	**- 5 839**	**- 11 913**	**- 12 538**	**- 18 938**
Свободные денежные потоки	**- 3 060**	**8 272**	**- 537**	**- 2 367**	**- 8 576**	**- 7 125**	**- 6 707**
Изменение долга	**5 550**	**778**	**1 746**	**-**	**1 191**	**6 269**	**9 469**
Поступления от эмиссии акций	**- 32**	**-**	**-**	**-**	**-**	**-**	**-**
Дивиденды	**-**	**-**	**-**	**-**	**-**	**-**	**1 247**
Прочие доходы	- 985	- 1 434	-	-	-	-	-
Денежные потоки от финансовых операций	4 565	- 656	1 746	-	1 191	6 269	8 222
Курсовые разницы	-	33	-	-	-	-	-
Чистые денежные потоки	**1 505**	**7 649**	**1 209**	**- 2 367**	**- 7 385**	**- 855**	**1 516**

ОГК-2 и ОГК-6

Основные тенденции

В 2010 г. компании продемонстрировали свое существенное отличие друг от друга. В то время как либерализация рынка электроэнергии способствовала росту маржи продаж на РСВ у ОГК-2, та же причина, по нашему мнению, стала поводом для убытков на рынке электроэнергии у ОГК-6.

Вместе с тем объявленные итоги КОМ для ОГК-6 на первый взгляд оказались более благоприятными, чем для ОГК-2. Так, в результате отбора практически все мощности ОГК-6 были отобраны системным оператором. В среднем, по нашим оценкам, в следующем году поступления от продажи мощности ОГК-6 увеличатся на 16.5 %, что позволит увеличить рентабельность по EBITDA. Напротив, большая часть мощностей ОГК-2 не прошла отбор или попала в список самых дорогих, что означает, что компания продолжит получать оплату по тарифам (в случае получения статуса вынужденного генератора). Исходя из опубликованных ФСТ тарифов для станций ОГК-2, в следующем году продажи мощности увеличатся лишь на 6-7 %.

Тем не менее, в среднесрочной перспективе за счет либерализации все же в большей степени выиграет ОГК-2. По нашим оценкам, уже по итогам 2010 г. в среднем 1 кВт установленной мощности генерил 540 руб. EBITDA, что на 70 % превышает доходность мощностей ОГК-6.

Драйверы роста

- Крупнейшей идеей в акциях ОГК-2 и ОГК-6 является их консолидация. До конца 1 квартала 2011 г ожидается появление оценки и коэффициентов конвертации ОГК-2 и ОГК-6 при объединении. Перейти на единую акцию планируется к концу следующего года.
- Дивиденды: к концу года Газпромэнергохолдинг планировал объявить параметры стратегии развития дочерних компаний и их дивидендную политику.
- Увеличение ликвидности акций объединенной компании.

Риски

- Оценка ОГК-2 и ОГК-6 существенно зависит от закладываемых нами предпосылок по рынку мощности. В данной связи отклонение от ожидаемых нами цен в рамках ДПМ и КОМ могут существенно снизить инвестиционную привлекательность компаний. Кроме того, значительная часть инвестиционных обязательств ОГК-6 представлена программой модернизации, параметры оплаты которой пока неизвестны.

Инвестиционное заключение

По нашим оценкам, по текущей рыночной стоимости акций ОГК-2 компании фундаментально недооценены, что делает их привлекательными для покупки. Тем не менее, мы полагаем, что обе компании выиграют от объединения. В данной связи для минимизации рисков неблагоприятных коэффициентов обмена при объединении, интерес может представлять покупка обеих компаний.

ОГК- 2

Основные данные

Код Bloomberg	OGK2
Цена акции, $	0.059
Капитализация, млн. $	1 917
EV, млн. руб	2 027
Целевая цена, %	0.081
Потенциал, %	38%
Рекомендация	Покупать
Текущий EV/Capacity, $	233.1
Целевой EV/Capacity, $	317.8

Финансы и прогнозы

в млн. $	2009	2010П	2011П
Выручка	1 177	1 496	1 794
EBITDA	102	200	266
Прибыль	34	118	153
EV/EBITDA	16.38	8.35	6.27
EV/S	1.42	1.11	0.93
P/E	89.13	25.92	20.03
Рентабельность			
По EBITDA	*8.6%*	*13.3%*	*14.8%*
Чистая	*2.9%*	*7.9%*	*8.5%*

ОГК-6

Основные данные

Код Bloomberg	OGK6
Цена акции, $	0.043
Капитализация, млн. $	1 404
EV, млн. руб	1 406
Целевая цена, %	0.042
Потенциал, %	-3%
Рекомендация	Продавать
Текущий EV/Capacity, $	153.4
Целевой EV/Capacity, $	148.6

Финансы и прогнозы

в млн. $	2009	2010П	2011П
Выручка	1 170	1 453	1 762
EBITDA	167	119	124
Прибыль	98	35	25
EV/EBITDA	9.99	13.99	13.40
EV/S	1.43	1.15	0.95
P/E	31.17	88.91	122.51
Рентабельность			
По EBITDA	*14.3%*	*8.2%*	*7.1%*
Чистая	*8.4%*	*2.4%*	*1.4%*

ОГК-2: модель DCF

Прогноз денежного потока

в млн. руб	2009	2010 П	2011 П	2012 П	2013 П	2014 П	2015 П	2016 П	2017 П	2018 П	2019 П
Выручка	**37 401**	**45 343**	**52 037**	**58 259**	**65 582**	**73 225**	**98 837**	**101 045**	**112 165**	**117 303**	**122 130**
Темп роста (%)		*21%*	*15%*	*12%*	*13%*	*12%*	*35%*	*2%*	*11%*	*5%*	*4%*
EBITDA	**3 232**	**6 047**	**7 706**	**7 996**	**8 533**	**10 848**	**26 111**	**27 760**	**33 074**	**35 157**	**37 467**
Рентабельность (%)	*9%*	*13%*	*15%*	*14%*	*13%*	*15%*	*26%*	*27%*	*29%*	*30%*	*31%*
EBIT	**1 898**	**4 713**	**6 219**	**6 323**	**6 315**	**8 264**	**23 295**	**24 519**	**29 558**	**31 539**	**33 744**
Рентабельность (%)	*5%*	*10%*	*12%*	*11%*	*10%*	*11%*	*24%*	*24%*	*26%*	*27%*	*28%*
-Налоги на прибыль	308	897	1 111	981	797	1 080	4 050	4 325	5 386	5 831	6 317
NOPAT	**1 590**	**3 816**	**5 108**	**5 342**	**5 518**	**7 184**	**19 244**	**20 194**	**24 172**	**25 708**	**27 427**
+ Амортизация	1 334	1 335	1 488	1 673	2 218	2 584	2 816	3 241	3 516	3 618	3 724
- Капвложения	-1 532	-1 600	-6 357	-18 687	-12 546	-7 966	-14 568	-9 399	-3 516	-3 618	-3 724
(Увеличение)/Уменьшение об. капитала	-225	180	-1 071	-995	-1 172	-1 223	-4 098	-353	-1 779	-822	-772
Чистый денежный поток	**1 168**	**3 730**	**-833**	**-12 668**	**-5 982**	**579**	**3 395**	**13 684**	**22 393**	**24 886**	**26 655**

Основные предположения

WACC	16.0%
Конечный темп роста	2.5%
Ставка налогообложения	20%

Расчет WACC

Безрисковая ставка:	**7.3%**
Доходность ОФЗ 5 лет	7.3%
Риск рынка акций	**4.9%**
Специфический риск эмитента	1.3%
Целевой уровень D/(E+D)	40.0%
Бэта	1.50
Бэта с учетом долга	2.30
Безрисковая ставка	7.3%
Стоимость капитала	**21.4%**
Стоимость долга	10.0%
Ставка налога на прибыль	20.0%
Стоимость долга после налогов	**8.0%**
WACC	**16.0%**

Оценка DCF

Дисконтированный денежный поток	18 641
Конечная стоимость	201 967
Приведенная конечная стоимость	61 488
Стоимость денежных потоков	80 129
Текущий чистый долг (наличность)	3 208
Чистая стоимость компании	76 921
Количество акций (млн.)	32 735
Цель на конец 2011 г., руб	**2.35**
$/руб, среднее в 2011 г.	29.0
Цель на конец 2011 г., $	**0.081**

Анализ чувствительности

Конечный темп роста (%) \ Ставка дисконтирования (WACC)	14.5%	15.0%	15.5%	**16.0%**	16.5%	17.0%	17.5%
4.0%	3.27	3.03	2.81	2.62	2.43	2.27	2.12
3.5%	3.14	2.91	2.71	2.52	2.35	2.19	2.05
3.0%	3.01	2.80	2.61	2.43	2.27	2.12	1.98
2.5%	2.90	2.70	2.52	**2.35**	2.20	2.05	1.92
2.0%	2.80	2.61	2.43	2.27	2.13	1.99	1.86
1.5%	2.70	2.52	2.36	2.20	2.06	1.93	1.81
1.0%	2.61	2.44	2.28	2.14	2.00	1.88	1.76

Специфический риск эмитента

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

Расчет бэта

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

Отчетность ОГК-2 по МСФО и прогнозы

Отчет о прибылях и убытках

в млн. руб	2008	2009	2010 П	2011 П	2012 П	2013 П	2014 П
Выручка	**34 665**	**37 401**	**45 343**	**52 037**	**58 259**	**65 582**	**73 225**
Операционные расходы	34 062	34 168	39 296	44 331	50 263	57 049	62 377
Амортизация	1 300	1 334	1 335	1 488	1 673	2 218	2 584
Операционная прибыль	- 697	1 898	4 713	6 219	6 323	6 315	8 264
EBITDA	**603**	**3 232**	**6 047**	**7 706**	**7 996**	**8 533**	**10 848**
Процентные расходы	671	891	624	663	1 417	2 331	2 863
Прочие расходы (доходы)	- 669	- 395	- 397	-	-	-	-
Прибыль до налогов	- 699	1 402	4 486	5 555	4 906	3 983	5 401
Налоги на прибыль	- 313	308	897	1 111	981	797	1 080
Доля миноритариев	-	-	-	-	-	-	-
Чистая прибыль	**- 385**	**1 094**	**3 589**	**4 444**	**3 924**	**3 187**	**4 321**

Баланс

в млн. руб	2008	2009	2010 П	2011 П	2012 П	2013 П	2014 П
Денежные средства и эквиваленты	3 161	1 553	1 699	3 989	1 568	334	1 445
Дебиторская задолженность	2 671	4 602	6 382	4 931	5 520	6 214	6 939
Запасы	2 500	2 246	2 550	3 075	3 486	3 957	4 326
Прочие оборотные активы	962	3 331	1 464	2 575	2 829	3 126	3 422
Основные средства	34 785	28 413	34 995	39 865	56 879	67 207	72 589
Прочие внеоборотные активы	7 488	13 971	4 422	7 778	8 545	9 443	10 335
Итого активы	**51 568**	**54 116**	**51 513**	**62 214**	**78 828**	**90 280**	**99 056**
Кредиторская задолженность	3 682	3 344	2 532	4 554	5 163	5 860	6 408
Краткосрочный долг	2 713	9 577	4 907	7 936	14 934	19 182	21 478
Прочие краткосрочные обязательства	620	701	568	652	730	822	917
Долгосрочный долг	4 909	0	-	757	5 423	8 254	9 785
Прочие долгосрочные обязательства	3 324	3 046	2 468	2 833	3 172	3 570	3 986
Капитал и резервы	36 320	37 448	41 037	45 481	49 406	52 592	56 481
Итого пассивы	**51 568**	**54 116**	**51 513**	**62 214**	**78 828**	**90 280**	**99 056**

Отчет о движении денежных средств

в млн. руб	2008	2009	2010 П	2011 П	2012 П	2013 П	2014 П
Операционная прибыль	- 697	1 898	4 713	6 219	6 323	6 315	8 264
Налоги на прибыль	- 313	308	897	1 111	981	797	1 080
Амортизация	1 300	1 334	1 335	1 488	1 673	2 218	2 584
Процентные расходы	671	891	624	663	1 417	2 331	2 863
Изменение оборотного капитала	- 2 068	- 225	180	- 1 071	- 995	- 1 172	- 1 223
Денежные потоки от операций	**- 1 822**	**1 809**	**4 706**	**4 861**	**4 602**	**4 233**	**5 682**
Капиталовложения	- 19 108	- 1 532	- 1 600	- 6 357	- 18 687	- 12 546	- 7 966
Прочие инвестиции (доходы)	2 795	- 3 136	-	-	-	-	-
Денежные потоки от инвестиций	**- 16 313**	**- 4 668**	**- 1 600**	**- 6 357**	**- 18 687**	**- 12 546**	**- 7 966**
Свободные денежные потоки	**- 18 135**	**- 2 859**	**3 106**	**- 1 496**	**- 14 085**	**- 8 313**	**- 2 284**
Изменение долга	**776**	**2 100**	**- 4 670**	**3 787**	**11 664**	**7 078**	**3 828**
Поступления от эмиссии акций	**- 52**	**-**	**-**	**-**	**-**	**-**	**-**
Дивиденды	**-**	**-**	**-**	**-**	**-**	**-**	**432**
Прочие доходы	- 956	- 849	1 709	-	-	-	-
Денежные потоки от финансовых операций	- 180	1 251	- 2 961	3 787	11 664	7 078	3 396
Курсовые разницы	-	-	-	-	-	-	-
Чистые денежные потоки	**- 18 316**	**- 1 608**	**146**	**2 290**	**- 2 421**	**- 1 235**	**1 112**

ОГК-6: модель DCF

Прогноз денежного потока

в млн. руб	2009	2010 П	2011 П	2012 П	2013 П	2014 П	2015 П	2016 П	2017 П	2018 П	2019 П
Выручка	**37 153**	**44 017**	**51 085**	**55 475**	**62 276**	**76 553**	**90 200**	**98 174**	**105 574**	**112 387**	**119 014**
Темп роста (%)	*-1%*	*18%*	*16%*	*9%*	*12%*	*23%*	*18%*	*9%*	*8%*	*6%*	*6%*
EBITDA	**5 299**	**3 610**	**3 609**	**3 782**	**3 429**	**9 207**	**14 105**	**16 334**	**18 267**	**20 104**	**22 142**
Рентабельность (%)	*14%*	*8%*	*7%*	*7%*	*6%*	*12%*	*16%*	*17%*	*17%*	*18%*	*19%*
EBIT	**3 432**	**1 578**	**1 395**	**1 352**	**675**	**6 130**	**10 812**	**12 939**	**14 767**	**16 495**	**18 421**
Рентабельность (%)	*9%*	*4%*	*3%*	*2%*	*1%*	*8%*	*12%*	*13%*	*14%*	*15%*	*15%*
-Налоги на прибыль	807	262	182	103	0	933	1 840	2 261	2 644	3 007	3 408
NOPAT	**2 625**	**1 316**	**1 214**	**1 250**	**675**	**5 197**	**8 972**	**10 678**	**12 122**	**13 488**	**15 013**
+ Амортизация	1 867	2 032	2 214	2 429	2 753	3 077	3 293	3 395	3 501	3 609	3 721
- Капвложения	-9 594	-6 095	-6 972	-10 458	-10 458	-6 972	-3 293	-3 395	-3 501	-3 609	-3 721
(Увеличение)/Уменьшение об. капитала	535	6 327	-2 365	-1 081	-1 182	-2 106	-3 219	-1 795	-717	-661	-649
Чистый денежный поток	**-4 567**	**3 580**	**-5 910**	**-7 859**	**-8 211**	**-803**	**5 753**	**8 883**	**11 405**	**12 827**	**14 364**

Основные предположения

WACC	16.0%
Конечный темп роста	4.0%
Ставка налогообложения	20%

Расчет WACC

Безрисковая ставка:	**7.3%**
Доходность ОФЗ 5 лет	7.3%
Риск рынка акций	**4.9%**
Специфический риск эмитента	1.3%
Целевой уровень D/(E+D)	40.0%
Бэта	1.50
Бэта с учетом долга	2.30
Безрисковая ставка	7.3%
Стоимость капитала	**21.4%**
Стоимость долга	10.0%
Ставка налога на прибыль	20.0%
Стоимость долга после налогов	**8.0%**
WACC	**16.0%**

Оценка DCF

Дисконтированный денежный поток	1 681
Конечная стоимость	124 207
Приведенная конечная стоимость	37 815
Стоимость денежных потоков	39 495
Текущий чистый долг (наличность)	51
Чистая стоимость компании	39 445
Количество акций (млн.)	32 287
Цель на конец 2011 г., руб	**1.22**
$/руб, среднее в 2011 г.	29.0
Цель на конец 2011 г., $	**0.042**

Анализ чувствительности

Конечный темп роста (%) \ Ставка дисконтирования (WACC)	14.5%	15.0%	15.5%	**16.0%**	16.5%	17.0%	17.5%
5.5%	1.85	1.69	1.54	1.41	1.29	1.18	1.08
5.0%	1.75	1.60	1.46	1.34	1.23	1.13	1.03
4.5%	1.66	1.52	1.39	1.28	1.17	1.08	0.99
4.0%	1.58	1.45	1.33	**1.22**	1.12	1.03	0.95
3.5%	1.51	1.38	1.27	1.17	1.08	0.99	0.91
3.0%	1.44	1.32	1.22	1.12	1.03	0.95	0.88
2.5%	1.38	1.27	1.17	1.08	0.99	0.91	0.84

Специфический риск эмитента

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

Расчет бэта

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

Отчетность ОГК-6 по МСФО и прогнозы

Отчет о прибылях и убытках

в млн. руб	2008	2009	2010 П	2011 П	2012 П	2013 П	2014 П
Выручка	**37 656**	**37 153**	**44 017**	**51 085**	**55 475**	**62 276**	**76 553**
Операционные расходы	37 412	31 854	40 407	47 477	51 693	58 847	67 346
Амортизация	2 812	1 867	2 032	2 214	2 429	2 753	3 077
Операционная прибыль	- 2 568	3 432	1 578	1 395	1 352	675	6 130
EBITDA	**244**	**5 299**	**3 610**	**3 609**	**3 782**	**3 429**	**9 207**
Процентные расходы	282	270	270	487	839	1 191	1 466
Прочие расходы (доходы)	- 10 768	- 774	-	-	-	-	-
Прибыль до налогов	7 918	3 936	1 308	908	514	- 515	4 663
Налоги на прибыль	461	807	262	182	103	-	933
Доля миноритариев	-	-	-	-	-	-	-
Чистая прибыль	**7 457**	**3 129**	**1 046**	**727**	**411**	**- 515**	**3 731**

Баланс

в млн. руб	2008	2009	2010 П	2011 П	2012 П	2013 П	2014 П
Денежные средства и эквиваленты	4 116	1 614	8 921	9 009	6 792	2 475	2 549
Дебиторская задолженность	3 799	4 852	3 848	5 816	6 315	7 089	8 715
Запасы	4 586	3 226	4 155	5 265	5 733	6 526	7 469
Прочие оборотные активы	506	59	58	129	173	242	385
Основные средства	53 751	61 867	65 687	70 445	78 474	86 178	90 072
Прочие внеоборотные активы	1 253	805	954	2 119	2 842	3 963	6 316
Итого активы	**68 012**	**72 423**	**83 623**	**92 783**	**100 330**	**106 473**	**115 505**
Кредиторская задолженность	5 299	4 204	10 456	11 169	11 055	11 441	11 903
Краткосрочный долг	-	38	68	117	166	204	225
Прочие краткосрочные обязательства	236	541	535	621	674	756	930
Долгосрочный долг	2 924	4 938	8 904	15 340	21 773	26 818	29 514
Прочие долгосрочные обязательства	6 512	7 249	7 161	8 311	9 026	10 132	12 455
Капитал и резервы	53 041	55 453	56 499	57 226	57 637	57 122	60 479
Итого пассивы	**68 012**	**72 423**	**83 623**	**92 783**	**100 330**	**106 473**	**115 505**

Отчет о движении денежных средств

в млн. руб	2008	2009	2010 П	2011 П	2012 П	2013 П	2014 П
Операционная прибыль	- 2 568	3 432	1 578	1 395	1 352	675	6 130
Налоги на прибыль	461	807	262	182	103	-	933
Амортизация	2 812	1 867	2 032	2 214	2 429	2 753	3 077
Процентные расходы	282	270	270	487	839	1 191	1 466
Изменение оборотного капитала	963	535	6 327	- 2 365	- 1 081	- 1 182	- 2 106
Денежные потоки от операций	**464**	**4 757**	**9 405**	**575**	**1 759**	**1 056**	**4 702**
Капиталовложения	- 10 111	- 9 594	- 6 095	- 6 972	- 10 458	- 10 458	- 6 972
Прочие инвестиции (доходы)	11 859	3 855	-	-	-	-	-
Денежные потоки от инвестиций	**1 748**	**- 5 739**	**- 6 095**	**- 6 972**	**- 10 458**	**- 10 458**	**- 6 972**
Свободные денежные потоки	**2 212**	**- 982**	**3 310**	**- 6 397**	**- 8 698**	**- 9 401**	**- 2 270**
Изменение долга	**- 2 076**	**1 971**	**3 996**	**6 485**	**6 482**	**5 084**	**2 717**
Поступления от эмиссии акций	**0**	**-**	**-**	**-**	**-**	**-**	**-**
Дивиденды	**569**	**7**	**-**	**-**	**-**	**-**	**373**
Прочие доходы	- 569	- 7	-	-	-	-	-
Денежные потоки от финансовых операций	- 2 645	1 964	3 996	6 485	6 482	5 084	2 344
Курсовые разницы	-	-	-	-	-	-	-
Чистые денежные потоки	**- 433**	**982**	**7 307**	**88**	**- 2 217**	**- 4 317**	**74**

ОГК-3

Основные тенденции

Текущие мощности ОГК-3 несильно выигрывают от либерализации рынка. В состав ОГК-3 входит Печорская ГРЭС, регион работы которой пока не подлежит реформированию. Кроме того, в первой ценовой зоне, где станции компании преимущественно работают на газе, установленные на 2010 год тарифы на электроэнергию практически соответствовали уровню свободных цен. Во второй же ценовой зоне размер тарифов превышает уровень свободных цен. В данной связи, по нашим оценкам, выигрыш, получаемый компанией от либерализации, пока не достаточен для компенсации топливных затрат.

Впрочем, отметим, что сибирские станции компании попали в список вынужденных генераторов, что предполагает сохранение тарифного режима работы станций. На данный момент у нас нет информации о том, какие блоки Харанорской и Гусиноозерской ГРЭС будут работать в вынужденном режиме, что не позволяет нам полностью учесть изменения в наших моделях.

Основной движущей силой для финансовых показателей ОГК-3 является ввод новой мощности в рамках ДПМ. В период 2012-2015 гг. ОГК-3 планирует ввести в строй 2.2 ГВт новой мощности, что примерно соответствует 1/4 текущих мощностей и обеспечивает около 80 % стоимости компании.

В конце года крупнейший акционер ОГК-3 – ГМК «Норильский никель» объявил о планах продать акции генерирующей компании. В качестве крупнейших претендентов на бумаги ОГК-3 рассматриваются ИнтерРАО, планирующее обменять акции ОГК-3 на собственные, и Евросибэнерго.

Драйверы роста/риски

- Смена стратега может привести к появлению оферты для миноритарных акционеров. В случае если ГМК «Норильский никель» решит реализовать пакет ОГК-3 ИнтерРАО, то в качестве предложения миноритариям генерирующий компании, скорее всего, выступит обмен на бумаги самого холдинга ИнтерРАО. Соответственно, коэффициенты обмена могут привести к движению котировки акций ОГК-3.
- В случае принятия решения о продаже ОГК-3 Евросибэнерго миноритарии смогут рассчитывать на денежную оплату своих долей. Впрочем, мы полагаем, что данная сделка с большой вероятностью позволит покупателю избежать выставления обязательной оферты миноритариям.
- В любом случае, смена стратега может привести к потере ликвидности бумаг на рынке. Кроме того, переход компании под контроль профильного стратега может создать дополнительные риски для свободного развития ОГК-3.

Инвестиционное заключение

Несмотря на относительно невысокую стоимость мощности ОГК-3, в настоящее время компания имеет существенные риски. Мы подтверждаем рекомендацию «держать» по акциям компании: мы полагаем, что в настоящее время бумаги ОГК-3 могут представлять интерес лишь как инструмент вхождения в более крупный холдинг.

Основные данные

Код Bloomberg	OGKC
Цена акции, $	0.054
Капитализация, млн. $	2 578
EV, млн. руб	1 023
Целевая цена, %	0.063
Потенциал, %	17%
Рекомендация	Покупать
Текущий EV/Capacity, $	122.5
Целевой EV/Capacity, $	174.7

Финансы и прогнозы

в млн. $	2009	2010П	2011П
Выручка	948	1 236	1 372
EBITDA	189	78	73
Прибыль	135	37	22
EV/EBITDA	8.81	21.24	22.93
EV/S	1.76	1.35	1.22
P/E	22.70	82.30	141.54
Рентабельность			
По EBITDA	*20.0%*	*6.4%*	*5.3%*
Чистая	*14.3%*	*3.0%*	*1.6%*

Акционеры

	Доля%
ГМК Норильский никель	60.7%
VTB Capital	15.2%
Прочие	24.1%

ОГК-3: модель DCF

Прогноз денежного потока

в млн. руб	2009	2010 П	2011 П	2012 П	2013 П	2014 П	2015 П	2016 П	2017 П	2018 П	2019 П
Выручка	**30 117**	**37 437**	**39 786**	**52 677**	**61 988**	**72 433**	**80 147**	**85 835**	**91 122**	**95 901**	**100 490**
Темп роста (%)		*24%*	*6%*	*32%*	*18%*	*17%*	*11%*	*7%*	*6%*	*5%*	*5%*
EBITDA	**6 014**	**2 378**	**2 108**	**8 522**	**12 867**	**17 660**	**21 209**	**23 239**	**25 124**	**26 934**	**28 907**
Рентабельность (%)	*20%*	*6%*	*5%*	*16%*	*21%*	*24%*	*26%*	*27%*	*28%*	*28%*	*29%*
EBIT	**4 327**	**461**	**-52**	**5 852**	**9 676**	**14 118**	**17 295**	**19 324**	**21 210**	**23 020**	**24 993**
Рентабельность (%)	*14%*	*1%*	*0%*	*11%*	*16%*	*19%*	*22%*	*23%*	*23%*	*24%*	*25%*
-Налоги на прибыль	974	283	157	1 275	1 987	2 857	3 475	3 917	4 337	4 745	5 191
NOPAT	**3 353**	**179**	**-210**	**4 577**	**7 689**	**11 261**	**13 820**	**15 407**	**16 873**	**18 275**	**19 802**
+ Амортизация	1 687	1 917	2 160	2 671	3 191	3 542	3 914	3 914	3 914	3 914	3 914
- Капвложения	-8 958	-8 660	-18 511	-19 363	-14 430	-15 473	-3 914	-3 914	-3 914	-3 914	-3 914
(Увеличение)/Уменьшение об. капитала	-710	500	-376	-2 063	-1 490	-1 671	-1 234	-910	-846	-765	-734
Чистый денежный поток	**-4 628**	**-6 064**	**-16 935**	**-14 178**	**-5 040**	**-2 341**	**12 586**	**14 497**	**16 028**	**17 510**	**19 067**

Основные предположения

WACC	16.2%
Конечный темп роста	3.0%
Ставка налогообложения	20%

Расчет WACC

Безрисковая ставка:	**7.3%**
Доходность ОФЗ 5 лет	7.3%
Риск рынка акций	**4.9%**
Специфический риск эмитента	1.0%
Целевой уровень D/(E+D)	40.0%
Бэта	1.60
Бэта с учетом долга	2.45
Безрисковая ставка	7.3%
Стоимость капитала	**21.7%**
Стоимость долга	10.0%
Ставка налога на прибыль	20.0%
Стоимость долга после налогов	**8.0%**
WACC	**16.2%**

Оценка DCF

Дисконтированный денежный поток	-2 279
Конечная стоимость	148 528
Приведенная конечная стоимость	44 615
Стоимость денежных потоков	42 336
Текущий чистый долг (наличность)	-45 082
Чистая стоимость компании	87 418
Количество акций (млн.)	47 488
Цель на конец 2011 г., руб	**1.84**
$/руб, среднее в 2011 г.	29.0
Цель на конец 2011 г., $	**0.063**

Анализ чувствительности

Конечный темп роста (%) \ Ставка дисконтирования (WACC)	14.7%	15.2%	15.7%	**16.2%**	16.7%	17.2%	17.7%
4.5%	2.32	2.19	2.08	1.98	1.88	1.80	1.72
4.0%	2.25	2.13	2.02	1.93	1.84	1.76	1.68
3.5%	2.18	2.07	1.97	1.88	1.80	1.72	1.65
3.0%	2.12	2.02	1.93	**1.84**	1.76	1.69	1.62
2.5%	2.07	1.97	1.88	1.80	1.73	1.66	1.59
2.0%	2.02	1.93	1.84	1.77	1.69	1.63	1.56
1.5%	1.98	1.89	1.81	1.73	1.66	1.60	1.54

Специфический риск эмитента

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

Расчет бэта

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

Отчетность ОГК-3 по МСФО и прогнозы

Отчет о прибылях и убытках

в млн. руб	2008	2009	2010 П	2011 П	2012 П	2013 П	2014 П
Выручка	**29 671**	**30 117**	**37 437**	**39 786**	**52 677**	**61 988**	**72 433**
Операционные расходы	26 606	24 104	35 059	37 678	44 155	49 121	54 773
Амортизация	1 283	1 687	1 917	2 160	2 671	3 191	3 542
Операционная прибыль	1 782	4 327	461	- 52	5 852	9 676	14 118
EBITDA	**3 064**	**6 014**	**2 378**	**2 108**	**8 522**	**12 867**	**17 660**
Процентные расходы	15	1	-	-	-	-	-
Прочие расходы (доходы)	- 6 685	- 945	- 951	- 838	- 523	- 260	- 166
Прибыль до налогов	8 453	5 270	1 413	786	6 375	9 936	14 284
Налоги на прибыль	1 732	974	283	157	1 275	1 987	2 857
Доля миноритариев	-	-	-	-	-	-	-
Чистая прибыль	**6 721**	**4 296**	**1 130**	**629**	**5 100**	**7 948**	**11 427**

Баланс

в млн. руб	2008	2009	2010 П	2011 П	2012 П	2013 П	2014 П
Денежные средства и эквиваленты	50 790	51 146	45 082	28 146	13 968	8 928	4 302
Дебиторская задолженность	4 674	4 177	3 629	5 868	7 770	9 143	10 684
Запасы	2 856	1 888	2 029	3 412	3 999	4 448	4 960
Прочие оборотные активы	1 271	1 439	1 883	1 910	2 370	2 836	3 339
Основные средства	29 287	38 161	43 499	57 688	71 710	79 758	88 147
Прочие внеоборотные активы	16 515	14 359	14 181	14 383	17 850	21 359	25 149
Итого активы	**105 393**	**111 169**	**110 303**	**111 409**	**117 667**	**126 473**	**136 582**
Кредиторская задолженность	1 606	2 017	2 294	2 643	3 097	3 445	3 842
Краткосрочный долг	-	-	-	-	-	-	-
Прочие краткосрочные обязательства	1 231	1 738	823	875	1 158	1 363	1 593
Долгосрочный долг	-	-	-	-	-	-	-
Прочие долгосрочные обязательства	2 144	2 580	1 222	1 298	1 719	2 023	2 363
Капитал и резервы	100 413	104 834	105 964	106 593	111 693	119 642	128 784
Итого пассивы	**105 394**	**111 169**	**110 303**	**111 409**	**117 667**	**126 473**	**136 582**

Отчет о движении денежных средств

в млн. руб	2008	2009	2010 П	2011 П	2012 П	2013 П	2014 П
Операционная прибыль	1 782	4 327	461	- 52	5 852	9 676	14 118
Налоги на прибыль	1 732	974	283	157	1 275	1 987	2 857
Амортизация	1 283	1 687	1 917	2 160	2 671	3 191	3 542
Процентные расходы	15	1	-	-	-	-	-
Изменение оборотного капитала	- 132	- 710	500	- 376	- 2 063	- 1 490	- 1 671
Денежные потоки от операций	**1 186**	**4 329**	**2 596**	**1 575**	**5 185**	**9 390**	**13 132**
Капиталовложения	- 7 772	- 8 958	- 8 660	- 18 511	- 19 363	- 14 430	- 15 473
Прочие инвестиции (доходы)	25 629	46 159	-	-	-	-	-
Денежные потоки от инвестиций	**17 857**	**37 201**	**- 8 660**	**- 18 511**	**- 19 363**	**- 14 430**	**- 15 473**
Свободные денежные потоки	**19 043**	**41 529**	**- 6 064**	**- 16 935**	**- 14 178**	**- 5 040**	**- 2 341**
Изменение долга	-	-	-	-	-	-	-
Поступления от эмиссии акций	**- 8 123**	**7**	-	-	-	-	-
Дивиденды	**228**	-	-	-	-	-	**2 285**
Прочие доходы	- 28	- 5	-	-	-	-	-
Денежные потоки от финансовых операций	- 8 379	2	-	-	-	-	- 2 285
Курсовые разницы	593	- 3 824	-	-	-	-	-
Чистые денежные потоки	**11 256**	**37 707**	**- 6 064**	**- 16 935**	**- 14 178**	**- 5 040**	**- 4 626**

ОГК-4

Основные тенденции

В 2010 г. компания еще раз подтвердила, что является наибольшим бенефициаром либерализации рынка электроэнергии. По итогам 9 месяцев 2010 г. средняя EBITDA, генерируемая на каждом кВт установленной мощности, увеличилась практически в 2 раза и составила 1.2 тыс. руб.

Исходя из опубликованных итогов КОМ, крупнейшая станция ОГК-4 – Сургутская ГРЭС, которая обеспечивает 65 % выработки компании, – прошла отбор. В список вынужденных генераторов попали блоки Шатурской ГРЭС, блоки Яйвинской и Смоленской станций были отнесены к наиболее дорогим. В результате, по нашим оценкам, в следующем году компания может отразить и выгоды от перехода на свободный рынок мощности. В частности, по нашим оценкам, продажи в данном сегменте могут вырасти на 22 %, рентабельность по EBITDA – превысить 30 %.

Драйверы роста

- Являясь крупнейшим бенефициаром либерализации рынка электроэнергии и мощности, компания уже до масштабных вводов новых мощностей начнет отражать улучшение своих финансовых показателей.
- Дивиденды. Растущие потоки компании позволяют ожидать распределения части прибыли среди акционеров компании.

Риски

- Компания имеет высокие инвестиционные обязательства, неблагоприятная ситуация с оплатой новой мощности создает угрозу для оценки ОГК-4.
- Перед последним пересмотром структуры индекса MCSI Russia компания рассматривалась рынком как наиболее вероятный кандидат на исключение из семейства индексов. Соответственно, в преддверии очередного пересмотра акции компании вновь могут оказаться под давлением.

Инвестиционное заключение

ОГК-4 является наиболее защищенной от неблагоприятного развития ситуации на рынке электроэнергии или мощности компанией среди тепловых генераторов. Тем не менее, в настоящее время компания оценивается в $ 680 за МВт установленной мощности, что, по нашим оценкам, значительно выше оценки других ОГК и близко к показателям РусГидро.

Основные данные

Код Bloomberg	OGK4
Цена акции, $	0.100
Капитализация, млн. $	6 275
EV, млн. руб	6 145
Целевая цена, %	0.121
Потенциал, %	21%
Рекомендация	Покупать
Текущий EV/Capacity, $	680.5
Целевой EV/Capacity, $	829.4

Финансы и прогнозы

в млн. $	2009	2010П	2011П
Выручка	1 239	1 614	2 058
EBITDA	273	340	520
Прибыль	174	205	328
EV/EBITDA	6.10	4.90	3.21
EV/S	1.35	1.03	0.81
P/E	17.68	15.01	9.36
Рентабельность			
По EBITDA	*22.1%*	*21.1%*	*25.2%*
Чистая	*14.0%*	*12.7%*	*15.9%*

Акционеры

	Доля%
E.ON	78.3%
Прочие	21.7%

ОГК-4: модель DCF

Прогноз денежного потока

в млн. руб	2009	2010 П	2011 П	2012 П	2013 П	2014 П	2015 П	2016 П	2017 П	2018 П	2019 П
Выручка	**39 344**	**48 913**	**59 692**	**83 254**	**91 119**	**99 397**	**126 729**	**133 709**	**140 143**	**148 123**	**153 416**
Темп роста (%)		*24%*	*22%*	*39%*	*9%*	*9%*	*27%*	*6%*	*5%*	*6%*	*4%*
EBITDA	**8 678**	**10 307**	**15 069**	**24 158**	**27 487**	**31 365**	**50 180**	**53 421**	**56 638**	**62 098**	**65 520**
Рентабельность (%)	*22%*	*21%*	*25%*	*29%*	*30%*	*32%*	*40%*	*40%*	*40%*	*42%*	*43%*
EBIT	**6 328**	**8 045**	**11 887**	**20 415**	**23 332**	**26 572**	**44 888**	**47 970**	**51 025**	**56 317**	**59 566**
Рентабельность (%)	*16%*	*16%*	*20%*	*25%*	*26%*	*27%*	*35%*	*36%*	*36%*	*38%*	*39%*
-Налоги на прибыль	1 700	1 549	2 377	4 083	4 666	5 314	8 978	9 594	10 205	11 263	11 913
NOPAT	**4 629**	**6 496**	**9 509**	**16 332**	**18 666**	**21 258**	**35 910**	**38 376**	**40 820**	**45 054**	**47 653**
+ Амортизация	2 349	2 262	3 183	3 743	4 155	4 793	5 292	5 451	5 614	5 781	5 954
- Капвложения	-17 852	-19 848	-18 745	-13 781	-21 335	-16 717	-5 292	-5 451	-5 614	-5 781	-5 954
(Увеличение)/Уменьшение об. капитала	-4 644	-2 757	-1 687	-3 686	-1 231	-1 295	-4 276	-1 092	-1 007	-1 248	-828
Чистый денежный поток	**-15 519**	**-13 847**	**-7 739**	**2 607**	**255**	**8 038**	**31 634**	**37 284**	**39 813**	**43 805**	**46 824**

Основные предположения

WACC	15.0%
Конечный темп роста	3.0%
Ставка налогообложения	20%

Расчет WACC

Безрисковая ставка:	**7.3%**
Доходность ОФЗ 5 лет	7.3%
Риск рынка акций	**4.9%**
Специфический риск эмитента	0.5%
Целевой уровень D/(E+D)	40.0%
Бэта	1.50
Бэта с учетом долга	2.30
Безрисковая ставка	7.3%
Стоимость капитала	**19.7%**
Стоимость долга	10.0%
Ставка налога на прибыль	20.0%
Стоимость долга после налогов	**8.0%**
WACC	**15.0%**

Оценка DCF

Дисконтированный денежный поток	85 651
Конечная стоимость	402 160
Приведенная конечная стоимость	131 535
Стоимость денежных потоков	217 186
Текущий чистый долг (наличность)	-3 768
Чистая стоимость компании	220 954
Количество акций (млн.)	63 049
Цель на конец 2011 г., руб	**3.50**
$/руб, среднее в 2011 г.	29.0
Цель на конец 2011 г., $	**0.121**

Анализ чувствительности

Конечный темп роста (%) \ Ставка дисконтирования (WACC)	13.5%	14.0%	14.5%	**15.0%**	15.5%	16.0%	16.5%
4.5%	4.67	4.36	4.09	3.84	3.61	3.41	3.22
4.0%	4.49	4.20	3.95	3.72	3.51	3.31	3.14
3.5%	4.33	4.06	3.82	3.61	3.41	3.23	3.06
3.0%	4.18	3.93	3.71	**3.50**	3.32	3.14	2.99
2.5%	4.05	3.82	3.60	3.41	3.23	3.07	2.92
2.0%	3.93	3.71	3.51	3.33	3.16	3.00	2.86
1.5%	3.82	3.61	3.42	3.25	3.08	2.94	2.80

Специфический риск эмитента

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

Расчет бэта

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

Отчетность ОГК-4 по МСФО и прогнозы

Отчет о прибылях и убытках

в млн. руб	2008	2009	2010 П	2011 П	2012 П	2013 П	2014 П
Выручка	**35 596**	**39 344**	**48 913**	**59 692**	**83 254**	**91 119**	**99 397**
Операционные расходы	30 345	30 666	38 606	44 623	59 096	63 632	68 032
Амортизация	2 463	2 349	2 262	3 183	3 743	4 155	4 793
Операционная прибыль	2 788	6 328	8 045	11 887	20 415	23 332	26 572
EBITDA	**5 251**	**8 678**	**10 307**	**15 069**	**24 158**	**27 487**	**31 365**
Процентные расходы	1	21	-	-	-	-	-
Прочие расходы (доходы)	- 4 501	- 906	- 299	-	-	-	-
Прибыль до налогов	7 288	7 213	7 746	11 887	20 415	23 332	26 572
Налоги на прибыль	1 100	1 700	1 549	2 377	4 083	4 666	5 314
Доля миноритариев	-	- 2	-	-	-	-	-
Чистая прибыль	**6 188**	**5 515**	**6 197**	**9 509**	**16 332**	**18 666**	**21 258**

Баланс

в млн. руб	2008	2009	2010 П	2011 П	2012 П	2013 П	2014 П
Денежные средства и эквиваленты	31 125	17 615	3 768	1 652	4 259	4 514	8 301
Дебиторская задолженность	2 888	7 528	8 542	6 802	9 486	10 383	11 326
Запасы	1 804	1 699	1 777	2 560	3 390	3 650	3 902
Прочие оборотные активы	1 804	2 092	2 340	5 408	7 999	8 850	9 728
Основные средства	47 324	64 709	81 030	96 592	106 630	123 810	135 735
Прочие внеоборотные активы	1 741	534	664	1 534	2 269	2 510	2 759
Итого активы	**86 687**	**94 177**	**98 121**	**114 547**	**134 033**	**153 717**	**171 751**
Кредиторская задолженность	2 957	4 519	4 608	5 235	6 933	7 466	7 982
Краткосрочный долг	-	-	-	-	-	-	-
Прочие краткосрочные обязательства	1 330	1 039	857	1 046	1 458	1 596	1 741
Долгосрочный долг	-	-	-	5 623	5 623	5 623	5 623
Прочие долгосрочные обязательства	3 099	2 626	2 166	2 643	3 686	4 034	4 401
Капитал и резервы	77 497	84 293	90 491	100 000	116 332	134 997	152 004
Итого пассивы	**84 883**	**92 478**	**98 121**	**114 547**	**134 033**	**153 717**	**171 751**

Отчет о движении денежных средств

в млн. руб	2008	2009	2010 П	2011 П	2012 П	2013 П	2014 П
Операционная прибыль	2 788	6 328	8 045	11 887	20 415	23 332	26 572
Налоги на прибыль	1 100	1 700	1 549	2 377	4 083	4 666	5 314
Амортизация	2 463	2 349	2 262	3 183	3 743	4 155	4 793
Процентные расходы	1	21	-	-	-	-	-
Изменение оборотного капитала	- 1 001	- 4 644	- 2 757	- 1 687	- 3 686	- 1 231	- 1 295
Денежные потоки от операций	**3 150**	**2 313**	**6 001**	**11 005**	**16 388**	**21 590**	**24 756**
Капиталовложения	- 16 139	- 17 852	- 19 848	- 18 745	- 13 781	- 21 335	- 16 717
Прочие инвестиции (доходы)	9 101	15 865	-	-	-	-	-
Денежные потоки от инвестиций	**- 7 038**	**- 1 987**	**- 19 848**	**- 18 745**	**- 13 781**	**- 21 335**	**- 16 717**
Свободные денежные потоки	**- 3 888**	**325**	**- 13 847**	**- 7 739**	**2 607**	**255**	**8 038**
Изменение долга	**- 250**	**-**	**-**	**5 623**	**-**	**-**	**-**
Поступления от эмиссии акций	**14**	**-**	**-**	**-**	**-**	**-**	**-**
Дивиденды	**-**	**-**	**-**	**-**	**-**	**-**	**4 252**
Прочие доходы	- 1	-	-	-	-	-	-
Денежные потоки от финансовых операций	- 238	-	-	5 623	-	-	- 4 252
Курсовые разницы	118	27	-	-	-	-	-
Чистые денежные потоки	**- 4 008**	**353**	**- 13 847**	**- 2 116**	**2 607**	**255**	**3 786**

Энел ОГК-5

Основные тенденции

Энел ОГК-5 является второй по эффективности компанией среди ОГК. Компания выигрывает от проводимой либерализации рынка электроэнергии, спрэд между ценой реализации электроэнергии и стоимостью ее выработки (spark spread) за 9 месяцев 2010 г. увеличился с 90 до 155 руб. МВт·ч.

Большая часть мощностей ОГК-5 прошла конкурентный отбор. Более того, все станции, за исключением Невинномысской ГРЭС, относятся к регионам, не подпадающим под установление ценовых ограничений (price cap). В результате, по нашим оценкам, средняя цена реализации мощности в 2011 г. увеличится для Энел ОГК-5 на 12 %.

В 2011 г., согласно новой инвестиционной программе, принятой Правительством для ОГК-5, в сеть будут пущены два новых блока на 820 МВт. Данные пуски снимут с ОГК-5 обязательства по вводу новых мощностей. Компания анонсировала реконструкцию Рефтинской ГРЭС, что может стать новым проектом. Тем не менее, сейчас это планы, а не обязательства – соответственно, в случае неблагоприятного развития событий с окупаемостью проектов компания может отказаться от ввода новых мощностей.

Таким образом, ОГК-5 имеет самую низкую составляющую новых вводов в совокупной оценке компании и, следовательно, в наибольшей степени защищена от неблагоприятного развития ситуации на рынке мощности.

Драйверы роста

- Около 85 % всех старых мощностей Энел ОГК-5 работают в зонах, не использующих предельного значения уровня цен. В настоящее время мы закладываем весьма консервативные оценки последующих отборов мощности на КОМ (цены в свободных зонах, приближенные к price cap), что обусловлено сглаживанием перехода к свободному рынку и новым ценам. Улучшение экономической ситуации в России будет способствовать ускоренному росту цен в свободном сегменте.
- Высокая доля производства электроэнергии на угле, что создает дополнительные выгоды для станций, работающих в первой ценовой зоне.
- Компания завершает исполнение инвестиционных обязательств, что позволяет при растущих потоках рассчитывать на выплаты акционерам.
- В процессе консолидации государственных активов 26.4 % будут переданы ИнтерРАО, которые впоследствии могут быть использованы для обмена активами с Enel, и как, следствие, последняя может получить обязательство на выставление оферты миноритариям.

Риски

- Сближение цен на уголь и цен на газ.
- Низкая ликвидность акций.

Инвестиционное заключение

С точки зрения фундаментальной оценки ОГК-5 относится к нашим топовым рекомендациям. Компания является высокоэффективным генератором. Кроме того, у ОГК-5 уже практически завершена реализация инвестиционной программы, что снижает зависимость ее оценки от ситуации на рынке электроэнергии и мощности и делает бумаги интересными для покупки. Единственным, но существенным недостатком акций компании является их низкая ликвидность.

Основные данные

Код Bloomberg	OGKE
Цена акции, $	0.091
Капитализация, млн. $	3 216
EV, млн. руб	3 942
Целевая цена, %	0.130
Потенциал, %	43%
Рекомендация	Покупать
Текущий EV/Capacity, $	454.5
Целевой EV/Capacity, $	612.5

Финансы и прогнозы

в млн. $	2009	2010П	2011П
Выручка	1 246	1 491	2 069
EBITDA	244	316	555
Прибыль	101	144	308
EV/EBITDA	6.84	5.27	3.00
EV/S	1.34	1.12	0.81
P/E	30.46	21.31	9.97
Рентабельность			
По EBITDA	*19.6%*	*21.2%*	*26.8%*
Чистая	*8.1%*	*9.7%*	*14.9%*

Акционеры

	Доля%
Enel	55.9%
Росимущество	26.4%
Газпром	5.3%
ЕБРР	5.1%
Прочие	7.3%

ОГК-5: модель DCF

Прогноз денежного потока

в млн. руб	2009	2010 П	2011 П	2012 П	2013 П	2014 П	2015 П	2016 П	2017 П	2018 П	2019 П
Выручка	**39 567**	**45 186**	**59 998**	**66 912**	**74 712**	**83 027**	**89 708**	**105 036**	**112 401**	**119 021**	**125 355**
Темп роста (%)		*14%*	*33%*	*12%*	*12%*	*11%*	*8%*	*17%*	*7%*	*6%*	*5%*
EBITDA	**7 743**	**9 584**	**16 101**	**18 901**	**20 519**	**23 772**	**26 146**	**37 108**	**40 392**	**43 380**	**46 430**
Рентабельность (%)	*20%*	*21%*	*27%*	*28%*	*27%*	*29%*	*29%*	*35%*	*36%*	*36%*	*37%*
EBIT	**5 086**	**6 366**	**12 408**	**15 074**	**16 551**	**19 660**	**21 883**	**32 689**	**35 813**	**38 633**	**41 510**
Рентабельность (%)	*13%*	*14%*	*21%*	*23%*	*22%*	*24%*	*24%*	*31%*	*32%*	*32%*	*33%*
-Налоги на прибыль	1 018	1 091	2 232	2 832	3 193	3 879	4 387	6 597	7 218	7 780	8 352
NOPAT	**4 068**	**5 275**	**10 177**	**12 242**	**13 358**	**15 781**	**17 496**	**26 093**	**28 594**	**30 853**	**33 157**
+ Амортизация	2 657	3 217	3 693	3 828	3 968	4 113	4 263	4 418	4 580	4 747	4 920
- Капвложения	-17 215	-13 029	-3 693	-3 828	-3 968	-4 113	-4 263	-4 418	-4 580	-4 747	-4 920
(Увеличение)/Уменьшение об. капитала	656	1 817	-2 370	-1 106	-1 248	-1 330	-1 069	-2 452	-1 178	-1 059	-1 013
Чистый денежный поток	**-9 834**	**-2 720**	**7 807**	**11 136**	**12 110**	**14 450**	**16 427**	**23 640**	**27 416**	**29 794**	**32 144**

Основные предположения

WACC	16.6%
Конечный темп роста	2.5%
Ставка налогообложения	20%

Расчет WACC

Безрисковая ставка:	**7.3%**
Доходность ОФЗ 5 лет	7.3%
Риск рынка акций	**4.9%**
Специфический риск эмитента	0.8%
Целевой уровень D/(E+D)	40.0%
Бэта	1.75
Бэта с учетом долга	2.68
Безрисковая ставка	7.3%
Стоимость капитала	**22.4%**
Стоимость долга	10.0%
Ставка налога на прибыль	20.0%
Стоимость долга после налогов	**8.0%**
WACC	**16.6%**

Оценка DCF

Дисконтированный денежный поток	85 629
Конечная стоимость	233 166
Приведенная конечная стоимость	68 104
Стоимость денежных потоков	153 733
Текущий чистый долг (наличность)	21 056
Чистая стоимость компании	132 677
Количество акций (млн.)	35 372
Цель на конец 2011 г., руб	**3.75**
$/руб, среднее в 2011 г.	29.0
Цель на конец 2011 г., $	**0.129**

Анализ чувствительности

Конечный темп роста (%) \ Ставка дисконтирования (WACC)	15.1%	15.6%	16.1%	**16.6%**	17.1%	17.6%	18.1%
4.0%	4.71	4.46	4.22	4.01	3.81	3.63	3.47
3.5%	4.58	4.34	4.12	3.92	3.73	3.56	3.40
3.0%	4.46	4.23	4.02	3.83	3.65	3.49	3.33
2.5%	4.35	4.13	3.94	**3.75**	3.58	3.42	3.27
2.0%	4.25	4.04	3.85	3.68	3.51	3.36	3.22
1.5%	4.15	3.96	3.78	3.61	3.45	3.30	3.16
1.0%	4.07	3.88	3.70	3.54	3.39	3.25	3.11

Специфический риск эмитента

	0.75%
Отношения с государством	0.25%
Корпоративное управление	0.25%
Конфликт акционеров	0.00%
Налоговые угрозы	0.00%
Финансовая устойчивость	0.25%

Расчет бэта

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

Отчетность ОГК-5 по МСФО и прогнозы

Отчет о прибылях и убытках

в млн. руб	2008	2009	2010 П	2011 П	2012 П	2013 П	2014 П
Выручка	**36 028**	**39 567**	**45 186**	**59 998**	**66 912**	**74 712**	**83 027**
Операционные расходы	31 001	31 824	35 603	43 896	48 011	54 193	59 254
Амортизация	2 309	2 657	3 217	3 693	3 828	3 968	4 113
Операционная прибыль	2 719	5 086	6 366	12 408	15 074	16 551	19 660
EBITDA	**5 027**	**7 743**	**9 584**	**16 101**	**18 901**	**20 519**	**23 772**
Процентные расходы	78	909	909	1 250	915	587	362
Прочие расходы (доходы)	343	- 43	-	-	-	-	-
Прибыль до налогов	2 298	4 219	5 457	11 158	14 158	15 964	19 298
Налоги на прибыль	770	1 018	1 091	2 232	2 832	3 193	3 860
Доля миноритариев	-	- 2	-	-	-	-	-
Чистая прибыль	**1 528**	**3 201**	**4 366**	**8 927**	**11 327**	**12 771**	**15 438**

Баланс

в млн. руб	2008	2009	2010 П	2011 П	2012 П	2013 П	2014 П
Денежные средства и эквиваленты	857	1 011	4 290	4 057	6 488	12 179	20 268
Дебиторская задолженность	4 298	6 760	6 773	8 429	9 401	10 497	11 665
Запасы	2 356	2 065	2 492	3 073	3 361	3 794	4 148
Прочие оборотные активы	135	183	192	408	508	622	742
Основные средства	65 780	78 619	88 431	88 431	88 431	88 431	88 431
Прочие внеоборотные активы	1 192	3 096	3 536	7 503	9 339	11 452	13 663
Итого активы	**74 618**	**91 734**	**105 714**	**111 901**	**117 527**	**126 975**	**138 918**
Кредиторская задолженность	2 581	3 871	3 892	4 339	4 746	5 357	5 857
Краткосрочный долг	6 864	4 000	5 499	4 026	2 581	1 593	623
Прочие краткосрочные обязательства	933	1 185	1 568	2 082	2 322	2 593	2 882
Долгосрочный долг	-	14 438	19 847	14 531	9 318	5 751	2 247
Прочие долгосрочные обязательства	6 671	7 121	9 424	12 513	13 955	15 582	17 316
Капитал и резервы	57 568	61 118	65 484	74 410	84 604	96 098	109 993
Итого пассивы	**74 617**	**91 733**	**105 714**	**111 901**	**117 527**	**126 975**	**138 918**

Отчет о движении денежных средств

в млн. руб	2008	2009	2010 П	2011 П	2012 П	2013 П	2014 П
Операционная прибыль	2 719	5 086	6 366	12 408	15 074	16 551	19 660
Налоги на прибыль	770	1 018	1 091	2 232	2 832	3 193	3 860
Амортизация	2 309	2 657	3 217	3 693	3 828	3 968	4 113
Процентные расходы	78	909	909	1 250	915	587	362
Изменение оборотного капитала	55	656	1 817	- 2 370	- 1 106	- 1 248	- 1 330
Денежные потоки от операций	**4 234**	**6 472**	**9 400**	**10 250**	**14 048**	**15 491**	**18 220**
Капиталовложения	- 13 228	- 17 215	- 13 029	- 3 693	- 3 828	- 3 968	- 4 113
Прочие инвестиции (доходы)	7 394	98	-	-	-	-	-
Денежные потоки от инвестиций	**- 5 834**	**- 17 117**	**- 13 029**	**- 3 693**	**- 3 828**	**- 3 968**	**- 4 113**
Свободные денежные потоки	**- 1 600**	**- 10 645**	**- 3 629**	**6 557**	**10 220**	**11 524**	**14 108**
Изменение долга	**1 564**	**12 029**	**6 908**	**- 6 790**	**- 6 657**	**- 4 555**	**- 4 475**
Поступления от эмиссии акций	**67**	**-**	**-**	**-**	**-**	**-**	**-**
Дивиденды	**-**	**-**	**-**	**-**	**1 133**	**1 277**	**1 544**
Прочие доходы	67	- 1 229	-	-	-	-	-
Денежные потоки от финансовых операций	1 631	10 800	6 908	- 6 790	- 7 790	- 5 832	- 6 019
Курсовые разницы	-	-	-	-	-	-	-
Чистые денежные потоки	**31**	**154**	**3 279**	**- 233**	**2 430**	**5 692**	**8 089**

Банк Москвы

Контактная информация

Аналитический департамент
Тел: +7 495 925 80 00
Факс: +7 495 925 80 00 доб. 2822
Bank_of_Moscow_Research @mmbank.ru

Директор департамента
Тремасов Кирилл, к.э.н
Tremasov_KV@mmbank.ru

Управление рынка акций

Стратегия, экономика
Тремасов Кирилл, к.э.н
Tremasov_KV@mmbank.ru

Волов Юрий, CFA
Volov_YM@mmbank.ru

Нефть и газ
Борисов Денис, к.э.н
Borisov_DV@mmbank.ru

Вахрамеев Сергей, к.э.н
Vahrameev_SS@mmbank.ru

Электроэнергетика
Лямин Михаил
Lyamin_MY@mmbank.ru

Рубинов Иван, CFA
Rubinov_IV@mmbank.ru

Металлургия, Химия
Волов Юрий, CFA
Volov_YM@mmbank.ru

Кучеров Андрей
Kucherov_AA@mmbank.ru

Финансовый сектор
Федоров Егор
Fedorov_EY@mmbank.ru

Потребсектор
Купеев Виталий
Kupeev_VS@mmbank.ru

Телекоммуникации
Горячих Кирилл
Goryachih_KA@mmbank.ru

Машиностроение/Транспорт
Лямин Михаил
Lyamin_MY@mmbank.ru

Управление долговых рынков

Стратегия долговых рынков
Федоров Егор
Fedorov_EY@mmbank.ru

Нефедов Юрий
Nefedov_YA@mmbank.ru

Кредитный анализ
Горбунова Екатерина
Gorbunova_EB@mmbank.ru

Сарсон Анастасия
Sarson_AY@mmbank.ru

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

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

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