

Наумов Александр / anaumov@prsp.ru**В преддверии новых правил игры...****(подсектор ОГК)**

Мы начинаем анализировать сектор электроэнергетики с анализа компаний сектора ОГК. Наша общая рекомендация по подсектору - ПОКУПАТЬ.

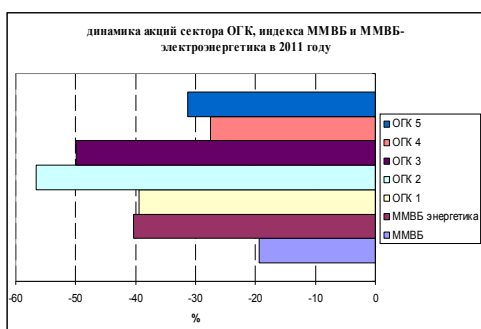
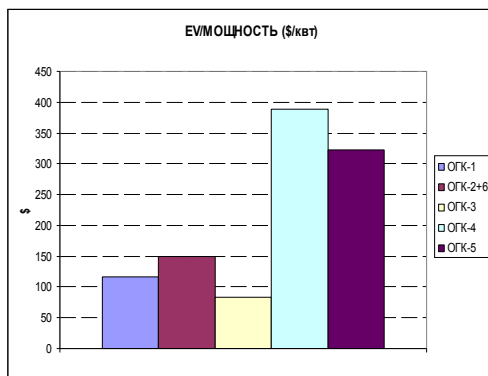
	текущая цена (руб./акция)	справедливая цена (руб./акция)	Потенциал (%)	Рекомендация
ОГК 1	0,75	1,84	145%	Покупать
ОГК 2+6	0,78	1,59	103%	Покупать
ОГК 3	0,87	1,4	61%	Покупать
ОГК 4	2,2	4,5	104%	Покупать
ОГК 5	1,95	3,38	73%	Покупать

Примечание: цены на 22 декабря 2011 года.

	EV/EBITDA, 2011 о.ж.	EV/EBITDA, 2012 о.ж.
ОГК-1	3,6	3,9
ОГК-2+6	31,1	10,8
ОГК-3	8,4	5,8
ОГК-4	5,7	3,6
ОГК-5	6,4	4,0

За 2011 год сектор электроэнергетики в целом, и сектор ОГК, в частности, весьма существенно подешевел сначала на заявлениях, а потом и на действиях государства в виде регулирующих органов, намеревающихся изменить правила существования энергорынка, а также в виде госкомпаний, поглощающих немногочисленные частные компании в секторе. В результате, акции подсектора упали на 25-60% за последний год. По сути, это падение уже заложило в цены негатив от пересмотра правил игры. Уже в ближайшие месяцы будут окончательны, опубликованы новые правила функционирования энергорынка. Стоит ли покупать генерацию на опережение?

- Исходя из нашего анализа, мы выделяем следующие top-peaks в подсекторе: ОГК1, ОГК4 (ЕОН) и ОГК5 (ЕneI) для покупок на 1 год и более. Акции этих компаний обладают как потенциалом роста, так и финансовой стабильностью.
- Мы оценили компании как из отчетностей компаний за 9 месяцев 2011 года, так и из наших прогнозов по сектору на период до 2016 года включительно. В результате, по нашим оценкам, компании сектора имеют потенциал на уровне 70-150% от текущей до справедливой цены.
- Мы считаем, что потенциал акций будет реализован в диапазоне 2012-2015 годов по мере ввода мощностей по ДПМ (договор на поставку мощности) и, соответственно (через какое-то время), изменения дивидендной политики. В частности, наши предпочтения "иностранцев", помимо всего прочего, вызваны ожиданиями перехода компаний к активной дивидендной политике уже в 2013 году на фоне перехода чистого долга в отрицательную область.
- Мы ожидаем, что будущие изменения в правилах игры сектора электроэнергетики в минимальной степени затронут подсектор ОГК, в силу того, что рынки ОРЭМ (оптовый рынок электроэнергии и мощности) и КОМ (конкурентный отбор мощности), по сути, покрывают топливные и фиксированные издержки соответственно, в результате чего пространство для ценового маневра здесь крайне ограничено. Условия же по ДПМ на 10 лет вперед уже гарантированы государством. Попытка отмены или перекраивания этих соглашений приведет к неприемлемому ущербу как для государства в целом, так и для развития отрасли в частности, в виде волны судебных исков и закрытию пути для частных инвестиций в отрасль.
- Мы считаем, что в среднесрочной перспективе основная составляющая стоимости и драйвер для акций подсектора состоит во вводе объектов по ДПМ и выводе из обращения старых неэффективных мощностей.



Новый этап реформы электроэнергетики в меньшей степени затронет компании сектора ОГК

Создание механизма, аналогичного ДПМ, по возврату инвестиций при модернизации старых мощностей (годы ввода мощностей - 1970-1990-е года) может стать следующим этапом реформы после массового ввода объектов по ДПМ в 2014-2016 годах

Новый этап реформы электроэнергетики или куда будет повернуто дышло в этот раз?

В начале 2011 года, после существенного скачка цен на электроэнергию для конечных потребителей, вследствие либерализации рынка ОРЭМ и массового перевода компаний сектора МРСК на RAB (return asset base), правительство в виде регулирующих органов решило на ходу изменить правила игры. **Мы считаем, что новый этап реформы затронет, в основном, сектор сбытов и МРСК.** Тем не менее, изменения, вероятно, затронут и ОГК.

В частности, мы ожидаем принятия следующих мер в ближайшие полгода-год:

- Объединение КОМ и ОРЭМ в единый рынок электроэнергетики.
- Переход от маржинального ценообразования на рынке ОРЭМ на основе предельных переменных затрат (затратный метод) к маржинальному ценообразованию на основе предельного дохода реального капитала электростанций (результатный метод).
- Принятие решения об ускоренном списании сверхнормативной неэффективной мощности ТЭС в течение 2013-2016 годов в размере 17 ГВт из 26 ГВт, требующих вывода из обращения, что вызовет постепенный отказ от вынужденной генерации в пределах ЗСП (зон свободного перетока). Кстати, в результате увеличится загрузка эффективных мощностей ОГК, особенно газовых, что положительно отразится на доходах компаний.
- Создание финансового механизма по гарантированию возврата инвестиций при создании новых (Greenfield) и модернизации старых (Brownfield) мощностей, аналогичного ДПМ, со сроками ввода за пределами 2015 года.
- Законодательное принятие социальной нормы потребления электроэнергии населением, что должно увеличить долю электроэнергии, торгуемой на ОРЭМ, и соответственно увеличить доходы генерирующих компаний от продажи электроэнергии.
- Реформа рынка теплоэнергии, а именно, либерализация цен на теплоэнергию для всех потребителей, кроме населения. Кроме того, ожидается создание, аналогичного фонду софинансирования ЖКХ, фонда по финансированию замены теплосетей в рамках частно-государственного партнерства на базе RAB (при определении НВВ частной инвестирующей стороны). Частно-государственное партнерство может быть дополнено также выпуском гарантированных государством инфраструктурных облигаций.
- Ограничение расширения госучастия через, с одной стороны, запрет на слияние ГЭХ и КЭС-холдинга, а, с другой стороны, через возможную приватизацию пакетов госкомпаний в ОГК1 и ОГК3 в перспективе 2013-2016 годов.

В итоге, мы считаем, что за счет потенциальных структурных изменений в секторе и государственного софинансирования в социальнозначимых сегментах, а в дальнейшем и массовых вводов новых мощностей по ДПМ, реально, при гарантировании неизменности принятых правил игры в среднесрочной перспективе, найти резервы для уменьшения топливной и не только неэффективности в подсекторе и увеличения доли новых мощностей при увеличении цены на уровне или чуть выше уровня инфляции.

Дивидендная политика может стать драйвером для акций компаний ОГК после отыгрыша новостей по реформе отрасли

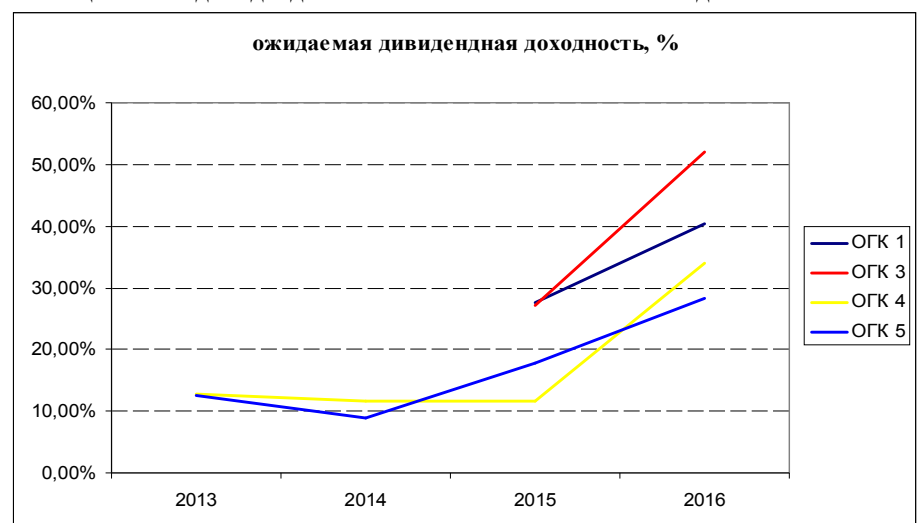
Дивидендная политика, как отражение ввода объектов по ДПМ.

После заявлений правительства об изменении правил игры в электроэнергетике, фиксировании тарифов до июля 2012 года и гневного письма от генераторов, стало ясно, что после выполнения обязательной программы по ДПМ произойдет сначала выплата долгов, взятых для финансирования инвестпрограммы, а потом и выплата дивидендов.

По нашему мнению, **переход к активной дивидендной политике в подсекторе произойдет по мере ввода объектов ДПМ и будет сопровождаться раскрытием заложенного в акциях потенциала.** Мы считаем, что лучшими компаниями для формирования портфеля под будущую игру по дивидендам – это ОГК 4 и ОГК 5. Наш выбор обуславливается тем, что озвученные компании либо не имеют (ОГК 4), либо имеют небольшой объем долга (ОГК5), с законченными полностью (ОГК 5) или наполовину (ОГК 4) инвестпрограммами. Так, мы считаем, что эти компании выплатят большую часть (минимум 80-90%) чистого денежного потока в виде дивидендов уже за 2012 финансовый год.

Что касается остальных компаний подсектора, то стоит отметить, что в случае ОГК 1 и ОГК 3, потенциальное начало платежей акционерам видится как 2015 год, что делает инвестиции слишком долгосрочными для текущего момента времени. Кроме того, не надо забывать, что эти компании контролируются госкорпорациями, что может спровоцировать нерыночное поведение, как то: строительство новых или модернизация старых мощностей без ДПМ, складирование наличности на счетах в банках под низкий процент, покупка непрофильных активов по завышенным ценам.

В случае ОГК 2-6, объем долгов и инвестпрограммы настолько велик, что потенциальные дивиденды можно смело отнести за 2016 год.



Источник: расчеты ИК Проспект

Примечание: это доходность, которую инвестор потенциально может получить, купив сейчас акции компании на бирже. Здесь указаны дивиденды на дату отсечки, т.е. дивиденды за 2012 год будут выплачены в 2013 году.

потенциальная дивидендная доходность, рублей на 1 акцию				
	2013	2014	2015	2016
ОГК 1	0	0	0,20	0,29
ОГК 3	0	0	0,23	0,44
ОГК 4	0,28	0,25	0,25	0,75
ОГК 5	0,24	0,17	0,34	0,54

Примечание: на дату отсечки Источник: расчеты ИК Проспект

Возможное объявление планов по приватизации ОГК 1 и ОГК 3 способно привести к переоценке всего подсектора в среднесрочной перспективе в случае привлечения иностранного стратега. Если же Интеррао продолжит увеличивать свою долю, акции этих компаний, безусловно, получат среднесрочную поддержку, но на перспективе 3-5 лет это уменьшит потенциал роста вышеобозначенных компаний из-за ожиданий ухудшения уровня управления в компании.

Огосударствление подсектора.

На текущий момент госструктурами контролируется весь подсектор, кроме ОГК 4 и ОГК 5. Так, объединенная компания ОГК2-6 контролируется Газпромом, а ОГК 1 и ОГК 3 контролируется Интер Рао. Мы считаем, что это сильный разрушающий стоимость компании фактор, т.к. у топ-менеджмента этих компаний основной мотив состоит скорее в кормлении с места, а не в максимизации акционерной стоимости, что подтверждается недавними опросами ВЦИОМ, выделившего наиболее и наименее коррумпированные компании сектора генерации. Тем не менее, можно ожидать, что **Интер Рао будет скупать акции ОГК 1 и ОГК 3 на рынке**, в случае дальнейшего падения котировок, для увеличения своего пакета до 100%.

Что касается ОГК2-6, то мы ожидаем, что, во-первых, велика вероятность проведения допэмиссии капитала в промежутке 2012-2014 годов, так как коэффициент покрытия процентов с помощью EBITDA сократится за это время с 1,6 до 1,2, что грозит компании уже ближайшем будущем серьезными финансовыми затруднениями.

Тем не менее, мы надеемся, что в рамках второго этапа реформы электроэнергетики, наравне с принятием новых правил игры **будет принято решение о приватизации хотя бы ОГК 1 и ОГК 3** на общей ожидаемой волне приватизации в стране, что стало бы, безусловно, положительным сигналом для всего сектора электроэнергетики в целом. Мы считаем, что **основной интерес к активам проявят как иностранные азиатские (китайские и индийские компании), и, отчасти, европейские энергетические концерны, так и крупные российские инвесторы.**

ДПМ – все, остальное слабозначимо.

Выручка генкомпаний подсектора состоит из следующих компонентов: стоимости электроэнергии на рынке ОРЭМ (оптовом рынке электроэнергии и мощности), стоимости старой мощности, определяемой на КОМе (конкурсном отборе мощности), стоимости новой мощности, определяемой контрактами ДПМ (договорами на поставку мощности) и ценой теплотенергии, определяемой ФСТ.

Мы ожидаем, что темп роста тарифов будет ограничен, с одной стороны, политикой правительства по ограничению тарифов уровнем потребительской инфляции, средний уровень которой за последние 10 лет составил 10% в год, а с другой стороны, увеличением топливной эффективности генерирующих компаний, благодаря ускоренному выводу из эксплуатации старых мощностей и вводу новых мощностей по ДПМ, а также конкуренции со стороны ГЭС во второй ценовой зоне.

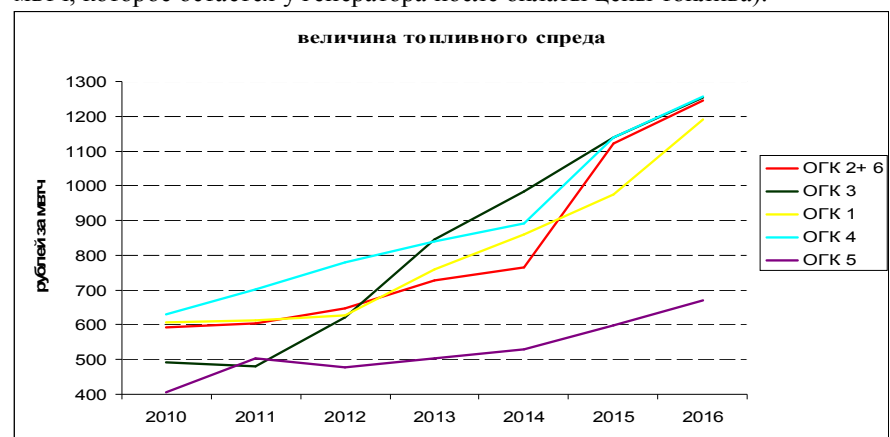
CAGR темпов роста, 2011-2016			
цена на электроэнергию, 1-ая зона	10%	цена на старую мощность, 1мвт/мес., 1-ая зона	11%
цена на электроэнергию, 2-ая зона	7%	тариф на тепло руб/Гкал Европа	9%
цена на электроэнергию для населения	10%	цена на газ	8,50%
цена на новую мощность, 1мвт/мес., 1-ая зона	9%	цена на уголь	8%

Источник: расчеты ИК Проспект

Несмотря на проводимую правительством политику ускоренного темпа роста внутренней стоимости газа, основанную на цене netback (европейская цена Газпрома за вычетом пошлин и затрат на транспортировку), мы уверены, что темп роста конечного тарифа не превысит 15% в год в диапазоне 2012-2014 гг., причем уже во второй половине этого десятилетия можно ожидать, как минимум его резкого замедления, из-за уже сейчас усиливающегося вытеснения Газпрома с внутреннего рынка, которое в обозначенные сроки станет критическим и заставит монополию изменить ценовую политику. Кроме того, из правительства последний год поступают сигналы о том, что в среднесрочной перспективе ценовая политика может быть изменена.

Что касается цен на энергетический уголь, то его цена будет сдерживаться растущими тарифами РЖД и узкими местами в транспортной инфраструктуре при экспорте, в первую очередь в Китай.

В итоге, исходя из наших тарифных предпосылок, мы посчитали spark и dark spreads по ОГК (топливные спред, показывающие то количество рублей за 1 мвтч, которое остается у генератора после оплаты цены топлива).



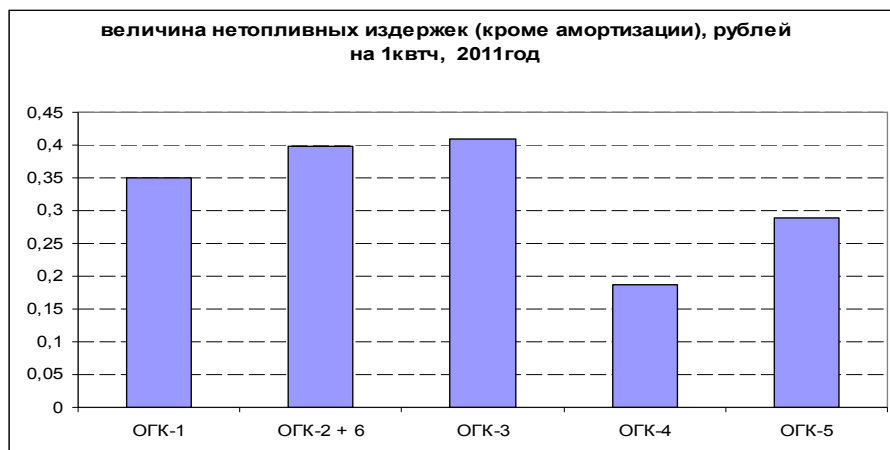
Источник: расчеты автора, данные компаний

Увеличение величины топливного спреда в среднесрочной перспективе будет происходить, в основном, благодаря вводам ДПМ

Как видно из графика, за следующие 5 лет спреды почти во всех компаниях (кроме ОГК 5) расширятся в 2 раза, с порядка 600 до 1200 рублей за МВтч. При этом, в период с 2012 по 2014 год лучше всего себя будет чувствовать ОГК 4, благодаря тому, что инвестпрограмма компании не прерывалась в кризис, и, соответственно, 2/3 объектов уже введено. Также стоит отметить ожидания быстрого улучшения топливной эффективности в ближайшие 3 года в ОГК 3, благодаря пику ввода мощностей в 2012 и 2013 годах. Хуже всех, с точки зрения топливного спреда, в среднесрочной перспективе будет себя чувствовать ОГК 5, всилу небольшой и уже закончившейся инвестпрограммы.

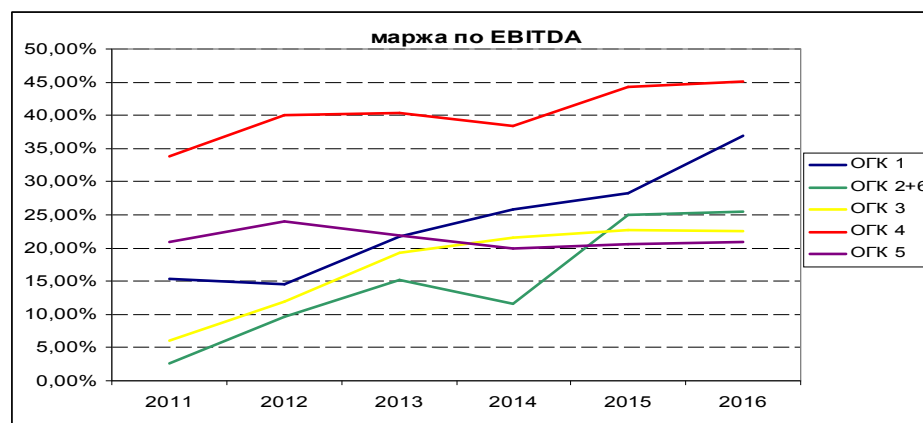
С нашей точки зрения, величина спреда более чем справедлива относительно средних уровней в США и Европе (620 и 450 рублей за 1 мвтч). А дальнейший рост спреда, благодаря будущим вводам ДПМ, позволит генераторам получить дополнительную топливную премию относительно развитых стран.

Тем не менее, несмотря на высокую величину топливного спреда, не стоит забывать о низкой эффективности труда и традиционно высоких прочих издержках в отрасли.

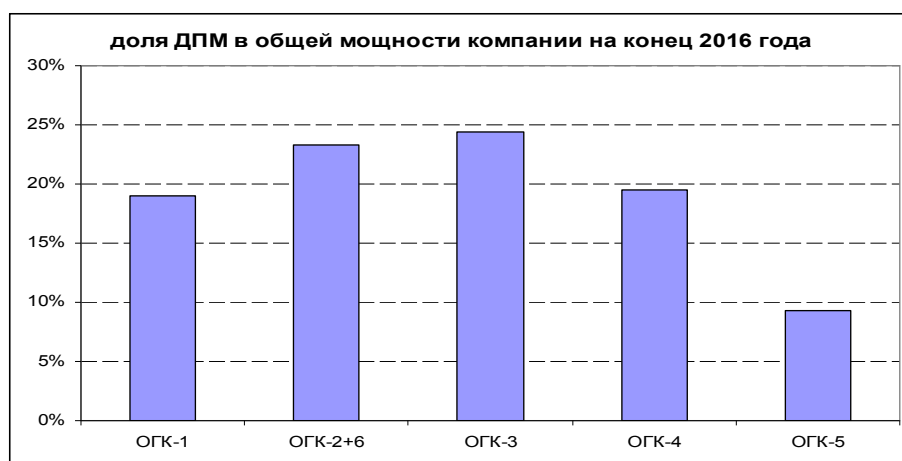


Источник: расчеты ИК Проспект, данные компаний

В итоге, мы считаем, что по мере ввода объектов ДПМ и начала получения платежей за новую мощность, у компаний подсектора начнет резко расти маржа по ЕБИТДА, за исключением ОГК 5, что связано с немного более, чем в среднем по подсектору слабой топливной эффективностью и законченной инвестпрограммой, что отразится в перспективе, когда придется конкурировать с новыми мощностями других генераторов.



Источник: расчеты ИК Проспект



Источник: данные компаний, расчеты ИК Проспект

В конце хотелось бы упомянуть, что нацеленность на ДПМ имеет и негативную сторону. А именно, если государство заочно поменяет условия договоров по ДПМ, то это резко ударит как по рентабельности, так и по акционерной стоимости компаний. В первую очередь, этому риску подвержены компании с госконтролем и относительно небольшой долговой нагрузкой, а именно ОГК 1 и ОГК 3, так как они “в добровольно-принудительном порядке” могут согласиться на изменение контрактов.

ОГК 1

в млн . руб.	2010	2011(expected)	2012(expected)	2013(expected)	2014(expected)	2015(expected)	2016(expected)
Выручка (общая)	58259	65676	68187	83544	96921	106614	132527
Амортизация	2734	2552	2382	3273	4092	3820	4685
Операционная прибыль	6652	7580	7579	14885	20970	26310	44329
ЕБИТДА	9387	10132	9962	18157	25062	30130	49014
маржа по ЕБИТДА	16%	15%	15%	22%	26%	28%	37%
Чистая прибыль	4866	5608	5423	11908	16776	21048	35463

Источник: Bloomberg, прогнозы и расчеты ИК «Проспект»

ОГК 1. Среднесрочная ставка на рост.

•Мы считаем, что ОГК 1 является оптимальной ставкой, с точки зрения ставки на рост и поэтому акции этой компании являются одними из наших top picks. С одной стороны, после допэмиссии у компании устойчивый отрицательный чистый долг, который сочетается с равномерно распределенной инвестпрограммой, которая спокойно финансируется из операционного денежного потока компании. Кроме того, оценка компании находится ниже, чем в среднем по сектору (155 против 170\$ в среднем по ОГК за 1квт мощности), что говорит о недооценке потенциала компании.

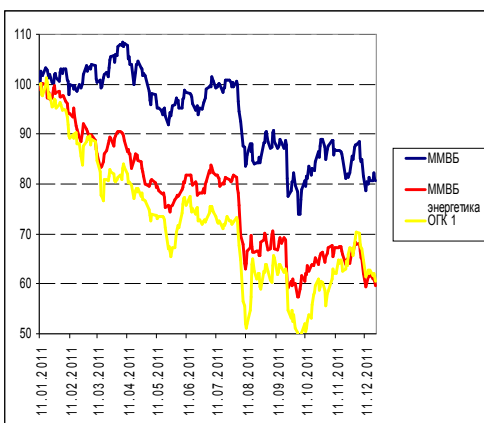
•К 2016 году компания будет иметь почти 20% мощностей, работающих на режиме ДПМ, которые будут генерировать порядка 55% ЕБИТДА компании.

•Мы считаем, что компания будет готова к выплатам дивидендов не ранее 2015 года (за 2014 год). Тем не менее, нельзя забывать про нерыночные риски, а именно отсутствие нацеленности менеджмента на максимизацию акционерной стоимости компании. Так, вполне вероятны недружественные шаги со стороны Интеррао по консолидации 100% компании.

•Не надо забывать про растущие нетопливные издержки компании, причиной которых может быть неэффективность менеджмента и повышенная коррупция в компании. В среднесрочной перспективе этот тренд способен серьезно понизить потенциал роста маржи ЕБИТДА компании.

•Тем не менее, наша справедливая цена находится на уровне 1,84 рубля за акцию, что подразумевает 145% потенциала роста и соответствует рекомендации Покупать.

данные по компании	
цена (руб. за акцию)	0,75
справедливая цена (руб. за акцию)	1,84
потенциал (%)	145%
Рыночная капитализация (млрд. руб.)	49,1
кол-во акций в обращении (млн. акций)	65471



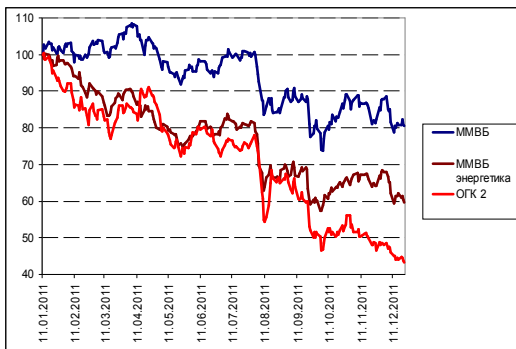
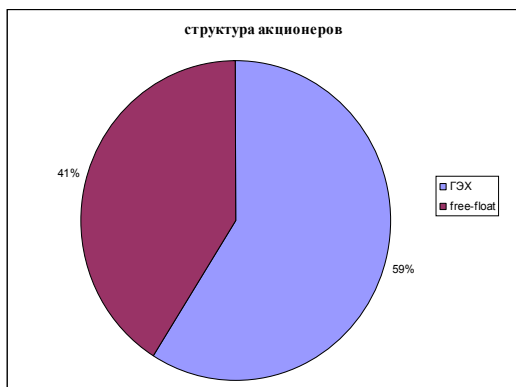
Сильные стороны	Слабые стороны
устойчивый отрицательный чистый долг	Высокие нетопливные издержки
Равномерно распределенная инвестпрограмма	Лежащие на низкодходном депозите средства от допэмиссии
Возможности	Угрозы
Высокий потенциал роста маржи по ЕБИТДА и топливного спреда в перспективе 5 ближайших лет	Недружественные действия со стороны менеджмента и Интеррао
Начало выплат дивидендов с 2015 года	Регуляторные риски

ОГК 2

в млн. руб.	2010	2011(expected)	2012(expected)	2013(expected)	2014(expected)	2015(expected)	2016(expected)
Выручка (общая)	94824	106562	127251	155225	176079	256856	293642
Амортизация	4176	4009	5179	5391	5176	8809	9145
Операционная прибыль	-3244	-1273	7077	18249	15292	55265	65878
ЕБИТДА	932	2735	12255	23640	20468	64074	75023
маржа по ЕБИТДА	1%	3%	10%	15%	12%	25%	26%
Чистая прибыль	-4195	-3419	-339	4999	-1367	33812	47902

Источник: Bloomberg, прогнозы и расчеты ИК «Проспект»

данные по компании	
цена (руб. за акцию)	0,78
справедливая цена (руб. за акцию)	1,59
потенциал (%)	103%
Рыночная капитализация (млрд. руб.)	46,3
кол-во акций в обращении (млн. акций)	59320



ОГК 2+6. Большая инвестпрограмма может преподнести неприятный сюрприз миноритариям

• Компания является, в первую очередь, долгосрочной инвестицией с горизонтом от 5 лет и более. На таком промежутке времени компания, вероятно, начнет раскрывать потенциал, связанный с инвестпрограммой.

• Инвестпрограмма компании имеет инвестиционный пик в диапазоне 2012-2014 годов, который будет финансироваться в основном за счет заимствований. В результате, соотношение чистого долга к ЕБИТДА может увеличиться с почти 7 в 2012 году до почти 9 в 2014 году. Более того, в 2014 году доля ЕБИТДА, уходящей на выплату процентов по кредитам, достигнет 82%, что, скорее всего, приведет к крупной допэмиссии, которая размоет капитал миноритариев.

• Из-за высоких процентов по кредитам, у компании в последнее время устойчивый чистый убыток, который способен перерасти в плюс только после 2014 года, благодаря массивным вводам по ДПМ.

• Также стоит отметить, что почти вся ЕБИТДА как сейчас, так и в будущем будет формироваться за счет платежей по ДПМ, что делает компанию крайне чувствительной к решениям регулятора.

• Стоит отметить рекордные для подотрасли нетопливные издержки на 1мвтч, что говорит о неэффективности менеджмента, потенциально о коррупционных практиках в компании и слабом уровне загрузки мощностей (всего 40% от потенциала).

• Мы рекомендуем акции компании к покупке со справедливой ценой 1,59 рубля за акцию и потенциалом роста 103%, т.к. несмотря на описанные риски для миноритариев, компания оценивается всего в 88\$ за 1 квт мощности, что неоправданно низко.

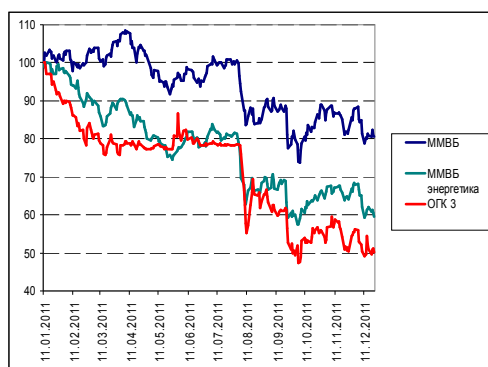
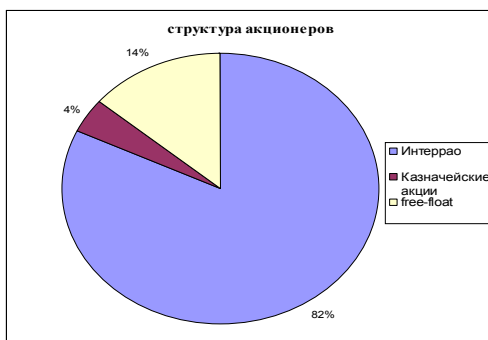
Сильные стороны	Слабые стороны
Возможность брать кредиты в госбанках под низкую ставку	Высокий уровень долга
Сбалансированность топливного баланса (66% газа и 33% угля)	Рекордные нетопливные издержки
Возможности	Угрозы
Увеличение загрузки мощностей	Регуляторные риски
Возможное IPO компании после финансирования инвестпрограммы по ДПМ (после 2015 года) способно раскрыть потенциал компании	Возможная допэмиссия в 2012-2014 годах

ОГК 3

в млн. руб.	2010	2011(expected)	2012(expected)	2013(expected)	2014(expected)	2015(expected)	2016(expected)
Выручка (общая)	36562	43663	56475	76366	93195	109769	121979
Амортизация	3180	2970	4353	6029	7086	6618	6181
Операционная прибыль	189	-335	2402	8693	13005	18356	21244
ЕБИТДА	3369	2635	6754	14723	20091	24974	27426
маржа по ЕБИТДА	9%	6%	12%	19%	22%	23%	22%
Чистая прибыль	151	-268	1921	6155	10004	14684	16996

Источник: Bloomberg, прогнозы и расчеты ИК «Проспект»

данные по компании	
цена (руб. за акцию)	0,87
справедливая цена (руб. за акцию)	1,4
потенциал (%)	61%
Рыночная капитализация (млрд. руб.)	41,3
кол-во акций в обращении (млн. акций)	47488



ОГК 3. Крепкий середнячок.

• Компания четко подходит под старое народное выражение “ни рыба, ни мясо”. Так, акции компании имеют оценку порядка 160\$ за 1 квт мощности, что является по сути среднотраслевым уровнем.

• Несмотря на то, что компания имеет инвестпрограмму, подразумевающую ввод почти 25% новых мощностей к 2016 году, чистый долг компании, по нашему мнению, останется отрицательным, благодаря большому количеству денег на балансе.

• Топливная эффективность компании оставляет желать лучшего (350 против 320 грамм у.т. на 1 квтч в среднем по сектору), в результате чего компания имеет и будет углублять со временем чистый операционный убыток за вычетом доходов от ДПМ. Кроме того, стоит упомянуть о крайне низком уровне загрузки мощностей, самом низком в генерации. В итоге, можно констатировать высокую зависимость от решений регулятора.

• Компания контролируется структурами Интеррао, что может привести к недружественным по отношению к миноритариям шагам со стороны мажоритария.

• Компания выделяется высокими нетопливными издержками, что характерно для компаний, контролируемых госструктурами. Тем не менее, мы ожидаем выход маржи по ЕБИТДА с сегодняшних значений около 0 до свыше 20% к 2015 году, благодаря вводам объектов по ДПМ.

• Мы ожидаем, что компания станет способна проводить серьезную дивидендную политику только с 2015 года. Однако не стоит забывать о рисках, присущих госструктурам.

• Мы рекомендуем акции компании к покупке со справедливой ценой 1,4 рубля за акцию и потенциалом роста 61%.

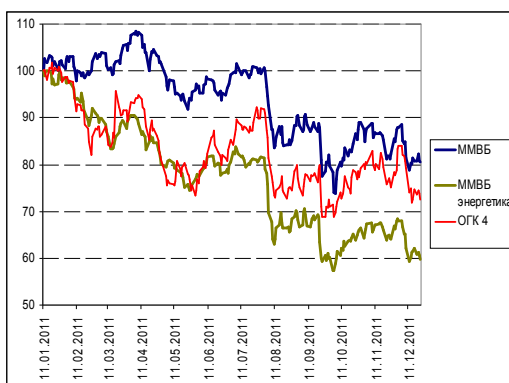
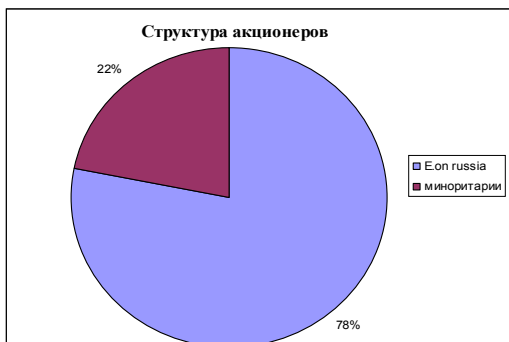
Сильные стороны	Слабые стороны
Стабильный отрицательный чистый долг	Низкая топливная и нетопливная эффективность
	Низкий уровень загрузки мощностей
Возможности	Угрозы
Рекордная программа по ДПМ и возможное начало дивидендной политики с 2015 года	Недружественные действия со стороны менеджмента и Интеррао
Увеличение выработки на Костромской ГРЭС	Регуляторные риски

ОГК 4

в млн. руб.	2010	2011(expected)	2012(expected)	2013(expected)	2014(expected)	2015(expected)	2016(expected)
Выручка (общая)	52069	69281	83799	92258	100838	131211	143490
Амортизация	1587	2088	2607	3114	3052	3871	3794
Операционная прибыль	13321	21320	30988	34124	35637	54178	60819
ЕБИТДА	14908	23408	33595	37239	38689	58049	64613
маржа по ЕБИТДА	29%	34%	40%	40%	38%	44%	45%
Чистая прибыль	10657	17056	24791	27299	28510	43343	48655

Источник: Bloomberg, прогнозы и расчеты ИК «Проспект»

данные по компании	
цена (руб. за акцию)	2,2
справедливая цена (руб. за акцию)	4,5
потенциал (%)	104%
Рыночная капитализация (млрд. руб.)	138,7
кол-во акций в обращении (млн. акций)	63050



ОГК 4. И дивиденды, и инвестпрограмма.

•ОГК 4 – одна из наших top-picks в секторе по 3 основным причинам: высокая топливная и нетопливная эффективность, ожидаемое начало выплат дивидендов уже в 2013 году и оконченная на ¾ инвестпрограмма.

•Компания имеет рекордную в отрасли маржу по ЕБИТДА на уровне 33% (ожидаемая маржа за 2011 год), благодаря максимально исполняемому арбитражу между высокой продажной ценой на электроэнергию и низкой закупочной ценой на газ у независимых производителей на Сургутской ГРЭС-2. Более того, мы считаем, что в ближайшие годы маржа увеличится до 40-45%, на фоне ввода ДПМ на Сургутской и Березовской ГРЭС.

•Компания имеет наибольшую устойчивость к регуляторным рискам (кроме ДПМ), благодаря самым низким издержкам в подсекторе. Кроме того, физическое отсутствие долга придает дополнительную стабильность финансовым показателям.

•Мы рекомендуем акции компании к покупке со справедливой ценой 4,5 рубля за акцию и потенциалом роста 104%.

Сильные стороны	Слабые стороны
Отсутствие долга	Низкая топливная эффективность на слабо используемых Смоленской и Яйвинской ГРЭС, которые являются определенным балластом для компании
Высокая топливная и нетопливная эффективность	
Высокий уровень маржи по ЕБИТДА	
Реализуемый топливный арбитраж на Сургутской ГРЭС-2	
Возможности	Угрозы
Крупная и законченная на 3/4 программа по ДПМ	Регуляторные риски
Начало активной дивидендной политики с 2013 года	

ОГК 5

в млн. руб.	2010	2011(expected)	2012(expected)	2013(expected)	2014(expected)	2015(expected)	2016(expected)
Выручка (общая)	53704	65001	76433	87383	99624	109353	118357
Амортизация	2644	3401	3299	3200	3104	3011	2921
Операционная прибыль	6418	10246	15023	15890	16777	19526	21826
ЕБИТДА	9063	13647	18323	19090	19882	22537	24747
маржа по ЕБИТДА	17%	21%	24%	22%	20%	21%	21%
Чистая прибыль	3535	7797	12019	12712	13422	15620	17461

Источник: Bloomberg, прогнозы и расчеты ИК «Проспект»

ОГК 5. Первая законченная инвестпрограмма.

•ОГК 5 является одной из наших top picks в подсекторе и, по нашему мнению, является второй (после ОГК 4) наиболее эффективной компанией в секторе.

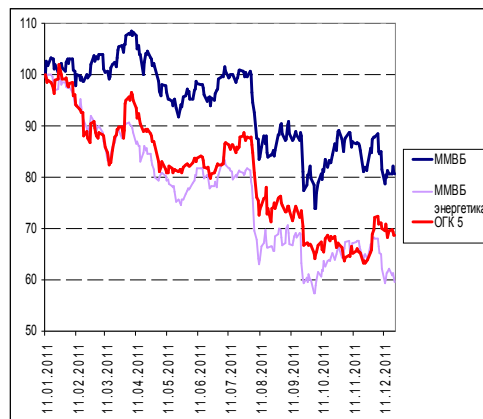
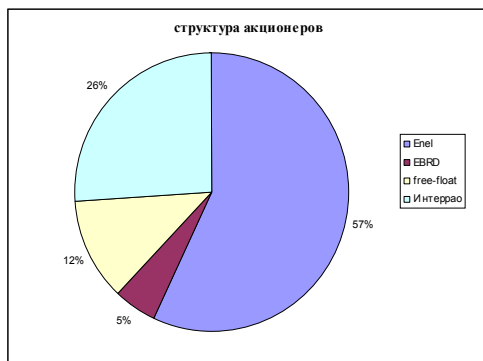
•Компания имеет на текущий момент вторую (после ОГК 4) маржу по ЕБИТДА в секторе, на уровне 21% за 2011 год. Однако мы не видим потенциала для роста в среднесрочной перспективе для роста маржи, так как компания уже закончила свою инвестпрограмму и уже получает платежи ДПМ.

•Компания уже сейчас масштабно сокращает свой долг. В результате, мы считаем, что в 2013 году компания начнет платить дивиденды акционерам.

•Благодаря высокой нетопливной, выше среднего топливной эффективности и уже законченной инвестпрограмме, компания относительно устойчива к негативным тарифным решениям.

•Мы рекомендуем акции компании к покупке со справедливой ценой 3,38 рубля за акцию и потенциалом роста 73%.

данные по компании	
цена (руб. за акцию)	1,95
справедливая цена (руб. за акцию)	3,38
потенциал (%)	73%
Рыночная капитализация (млрд. руб.)	69
кол-во акций в обращении (млн. акций)	35372



Сильные стороны	Слабые стороны
Оконченная инвестпрограмма	Низкая доля ДПМ в портфеле станций компании
Высокая нетопливная эффективность	
Высокий уровень маржи по ЕБИТДА	
Возможности	Угрозы
Начало ожидаемой активной дивидендной политики с 2013 года	Регуляторные риски
	Отсутствие роста маржи по ЕБИТДА

Заключение

В итоге, мы советуем **ПОКУПАТЬ** сектор ОГК в целом. Однако, при покупках в секторе мы советуем сосредоточиться на ОГК 4 и ОГК 5 (потенциал роста до справедливой цены 104% и 73% соответственно), из-за того, что уже в 2013 году, судя по всему, произойдет выплата первых дивидендов (потенциальная доходность при выплатах в 2013 году находится на уровне 12-13% годовых), которые со временем будут только нарастать, благодаря вводам ДПМ и небольшой долговой нагрузке. Потенциальный срок раскрытия потенциала мы оцениваем в 1,5-2 года.

Что касается более рискованных идей, то мы советуем присмотреться к ОГК 1, которая обладает как отрицательной долговой нагрузкой и распределенной во времени инвестпрограммой, так и весьма приличным потенциалом роста к справедливой цене, который мы оценили в 145%. Тем не менее, не стоит забывать про риски корпоративного управления и то, что потенциал весьма вероятно будет раскрыт только в перспективе 3-4 лет.

ОГК 2 и ОГК 3, хотя и обладают существенным потенциалом роста, не являются нашими фаворитами, так как потенциал роста ОГК 2, по нашему мнению, будет раскрыт не ранее 2015 года, а ОГК 3 обладает как неэффективным менеджментом, так и достаточно топливно-неэффективными активами.

В итоге, при сопоставимом с нашими фаворитами потенциале (ОГК 2 и ОГК 3 обладают потенциалом до справедливой цены 103 и 61% соответственно) ОГК 2 и ОГК 3 обладают гораздо большими рисками для миноритарных акционеров, что и предопределило наш выбор.

Аналитический отдел + 7 (495) 937 3363**Потавин Александр**

Начальник отдела
тел.: +7 (495) 933-32-34
доб. тел.: 6188
potavin@itinvest.ru

Самарец Ольга

Потребительский сектор
доб. тел.: 6170
samarets@prsp.ru

Солодин Дмитрий

Технический анализ
тел.: +7 (495) 933-32-34
solodin@itinvest.ru

Егишянц Сергей

Макроэкономика, мировые рынки
тел.: +7 (495) 933-32-34
egishynts@itinvest.ru

Наумов Александр

Электроэнергетический сектор
доб. тел.: 2455
anaumov@prsp.ru

Трейдинг + 7 (495) 937 3363**Лобанов Александр**

Начальник отдела
lobjr@prospect.com.ru

Кузнецова Ирина

kuznetsova@prospect.com.ru

Хмельник Михаил

hop@prospect.com.ru

Синельщикова Екатерина

skat@prsp.ru

Зуев Дмитрий

zouev@prospect.com.ru

Билялов Энвер

bilyalov@prospect.com.ru

Гусев Николай

ngusev@prospect.com.ru

Брокерская группа «Ай Ти Инвест - ПРОСПЕКТ»

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

Тел.: +7 (495) 937 3363

Факс: +7 (495) 937 3360

www.prospect.com.ru

www.itinvest.ru

www.prospect.com.ua

www.plasma-prospect.com

Представленная информация базируется на достоверных источниках.

Тем не менее, содержание данного аналитического обзора может использоваться только в информационных целях. Брокерская группа «Ай Ти Инвест - Проспект» не несет ответственности за точность представленных данных.

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

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

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

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

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

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