

Габбасов Роман / gabbasov@prsp.ru

MMB5 / PTC / Bloomberg	OGK5 / OGKE / OGKE RU
Количество акций [шт.]	35 371 898 370
Капитализация [млн USD]	3 202
EV [млн USD]	3 796
Долг [млн USD]	629
Чистый долг [млн USD]	595
Free Float [%]	~ 18%
Текущая цена акции [USD]	0.0905
Справедливая цена [USD]	0.0776
Потенциал роста [%]	-14%
Рекомендация	ПРОДАВАТЬ

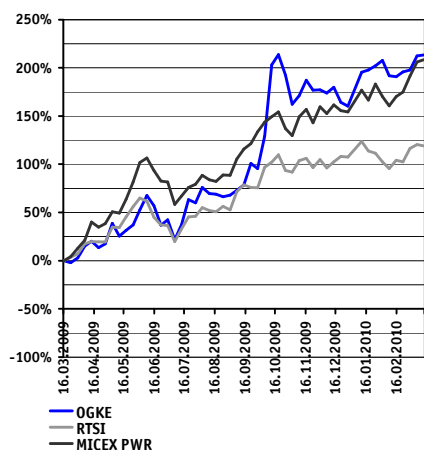
Показатель	2009	2010E	2011E
Выручка [млн USD]	1 755.3	1 556.6	1 884.5
Себестоимость [млн USD]	1 512.9	1 256.4	1 595.8
EBITDA [млн USD]	349.3	392.7	394.4
EBIT [млн USD]	242.4	300.2	288.7
NOPAT [млн USD]	194.0	240.2	231.0
P/S	1.82 x	2.06 x	1.7 x
EV/EBITDA	10.87 x	9.67 x	9.62 x
Debt/EBITDA	1.8 x	1.6 x	1.6 x

Показатель	2009	2010E	2011E
Operating Income margin	13.3%	19.3%	15.3%
OBITDA margin	19.4%	25.2%	20.9%
ROIC	5.8%	8.9%	7.6%

Показатель	2009	2010E	2011E
Установленная э/мощность [МВт]	8 672	9 162	9 162
Установленная т/мощность [тыс. Гкал/час]	2.2	2.6	2.6
Выработка э/энергии [млн кВт-ч]	41 435	44 464	44 648
Полезный отпуск э/энергии [млн кВт-ч]	39 112	41 975	42 152
Реализация э/энергии [млн кВт-ч]	45 598	47 813	47 406
Полезный отпуск т/энергии [тыс. Гкал]	6 767	7 755	7 755
P/Output x 1000 [USD/kW-h]	70.2	67.0	67.5
P/Installed Capacity [USD/kW]	369	349	349
EV/Installed Capacity [USD/kW]	438	414	414

Расход топлива	2009	2010E	2011E
Газ [млн м ³]	4 762	5 023	5 752
Уголь [тыс. тонн]	7 878	7 933	8 035
Мазут* [тыс. тонн]	45	40	36
Дизтопливо* [тыс. тонн]	0	0	0

* - при допущении о замене к 2018 году мазута и дизтоплива газом



«Энел ОГК-5» – изменение целевой цены

По итогам публикации финансовой отчетности за 2009 год и пересмотра финансовой модели компании мы повышаем целевую цену по акциям «Энел ОГК-5» на 67% - до \$0.078 (2.27 руб.) с сохранением прежней рекомендации - ПРОДАВАТЬ.

Потенциал падения курсовой стоимости – 14%.

- Выручка компании выросла на 2% относительно аналогичного показателя за 2008 год – до 43.44 млрд рублей, уровень себестоимости (не включая амортизацию) снизился на 7% до 33.85 млрд. Рост выручки связан с восстановлением спроса и ростом свободных цен на электроэнергию в четвертом квартале отчетного года. Снижение затрат реализовано за счет реализации программы повышения эффективности.
- Прирост по итогам года показателя EBITDA margin составил 6.2 п.п. до уровня 17.6%. Данный рост в основном связан с улучшением коммерческой деятельности компании: как мы отмечали по итогам 2008 года - компания имела высокую эффективность по операциям купли-продажи электроэнергии на свободном рынке: при достаточно большой доле приобретаемой на свободном рынке электроэнергии, около 20% объема реализации, спред средневзвешенной цены покупки-продажи составлял 17%. По итогам 2009 компания улучшила данный результат: спред средневзвешенной цены покупки-продажи составил 47%, объем приобретаемой энергии составил около 14% общего объема реализации.

Аналитическая форма отчета о прибылях и убытках [млн руб.]

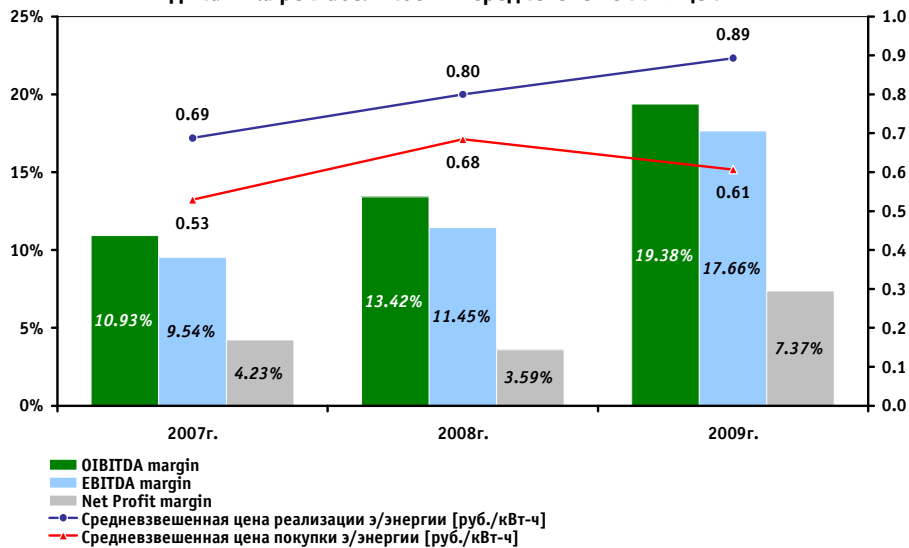
Показатель/Период	2008г.	2009г.	2009г. к 2008г.	
Выручка от основной деятельности	42 755	43 443	687	2%
Себестоимость	36 283	33 850	(2 433)	-7%
Амортизация	2 309	2 658	349	15%
Валовая прибыль	4 164	6 935	2 771	67%
Управленческие, административные и коммерческие расходы (Увеличение) / уменьшение резерва по сомнительным долгам	798	1 082	284	36%
Операционная прибыль	3 431	5 760	2 329	68%
Прочие расходы и доходы	1 133	1 541	408	36%
Прибыль до налога (ЕВТ)	2 298	4 219	1 921	84%
Доходы / (расходы) по налогу на прибыль	763	1 019	256	34%
Чистая прибыль	1 535	3 200	1 665	108%
Доля меньшинства	1	1	0	48%
Чистая прибыль акционерам	1 536	3 199	1 663	108%

Анализ рентабельности

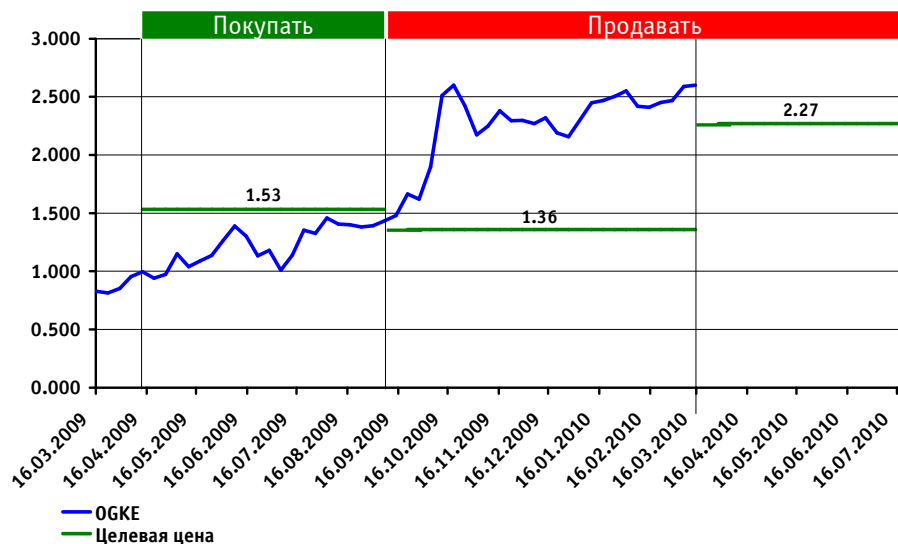
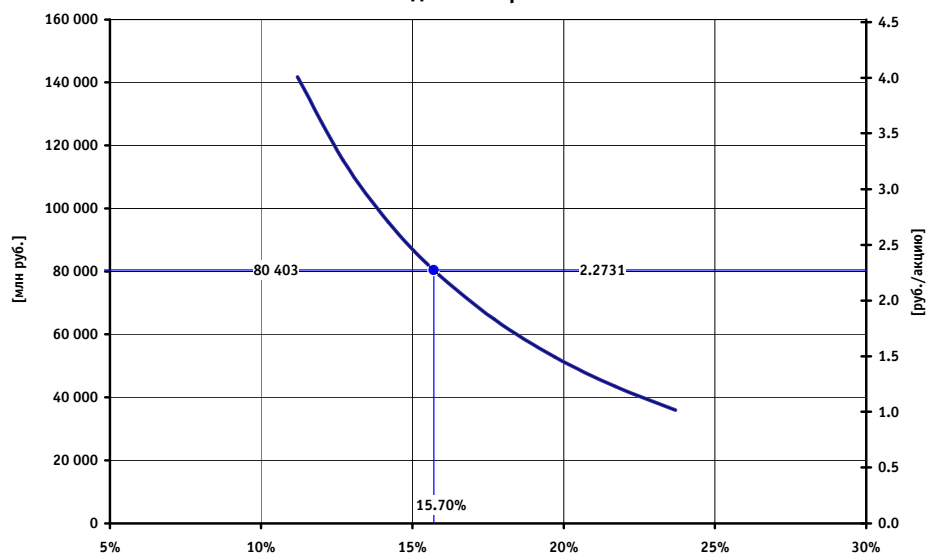
Показатель/Период	2007г.	2008г.	2009г.
Gross profit margin	7.23%	9.74%	15.96%
Operating Income margin (Return on Sales)	4.74%	8.02%	13.26%
OBITDA margin	10.93%	13.42%	19.38%
EBITDA margin	9.54%	11.45%	17.66%
EBIT margin	3.34%	6.05%	11.55%
Net Profit margin	4.23%	3.59%	7.37%
Net Profit to Shareholders margin	4.23%	3.59%	7.36%

- За истекший год произошло значительное улучшение ситуации на рынке корпоративного долга: уровень доходности долговых бумаг генерирующих компаний снизился более чем в 2 раза и составляет в настоящее время 7-9% годовых. Это стало ключевым фактором роста целевой цены по итогам переоценки: снижения ставки привело к повышению уровня целевой цены акций на 67% относительно предыдущего уровня - до 2.27 рубля за акцию.
- Мы сохраняем для акций «Энел ОГК-5» рекомендацию ПРОДАВАТЬ, т.к. «аномальный» всплеск котировок акций компании в октябре прошлого, сопровождавший обсуждение в правительстве параметров долгосрочного рынка мощности, вывел компанию в разряд переоцененных.

Динамика рентабельности и средневзвешенных цен

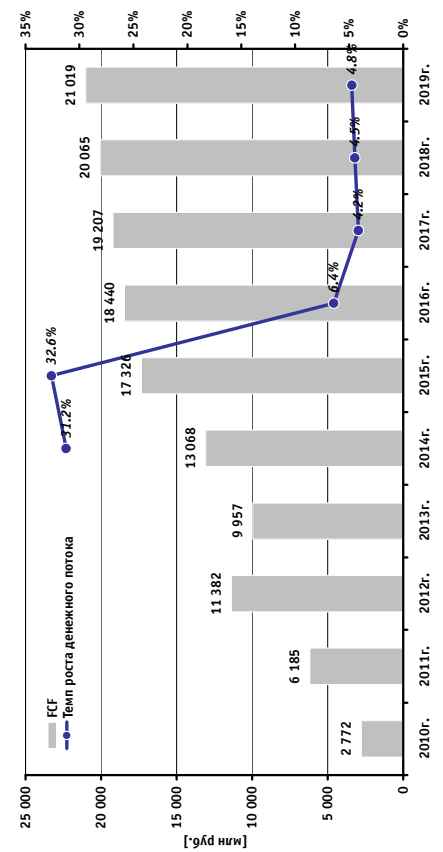


Чувствительность ценности акционерного капитала «Энел ОГК-5» к изменению ставки дисконтирования



DCF - модель "Энел ОГК-5"

Показатель [млн руб.]/Период	2010г.	2011г.	2012г.	2013г.	2014г.	2015г.	2016г.	2017г.	2018г.	2019г.
Установленная электрическая мощность ТЭС [МВт]	8 795	9 162	9 162	9 162	9 162	9 162	9 162	9 162	9 162	9 162
КВМТ ТЭС [%]	54,92%	55,63%	55,86%	56,09%	56,32%	56,54%	56,77%	57,00%	57,23%	57,46%
Выработка э/энергии [млн кВт·ч]	42 313	44 648	44 831	45 015	45 382	45 566	45 750	45 933	46 117	46 301
Рост выработки э/энергии [%]	2,12%	5,52%	0,41%	0,41%	0,41%	0,40%	0,40%	0,40%	0,40%	0,40%
Доля полезного отпуска э/энергии [%]	94,40%	94,41%	94,42%	94,43%	94,44%	94,44%	94,45%	94,46%	94,47%	94,48%
Установленная тепловая мощность [тис. Гкал/час]	2 323	2 566	2 566	2 566	2 566	2 566	2 566	2 566	2 566	2 566
Коэффициент использования тепловой мощности [%]	34,47%	34,50%	34,50%	34,50%	34,50%	34,50%	34,50%	34,50%	34,50%	34,50%
Отпуск т/энергии с коллекторов [тыс. Гкал]	7 014	7 755	7 755	7 755	7 755	7 755	7 755	7 755	7 755	7 755
Рост выработки т/энергии [%]	3,65%	10,56%	0,00%	0,00%	0,00%	0,00%	0,00%	0,00%	0,00%	0,00%
Реализация покупки электроэнергии [млн кВт·ч]	5 837	5 254	4 728	4 255	3 830	3 447	3 102	2 792	2 513	2 262
Реализация э/энергии [млн кВт·ч]	45 782	47 406	47 058	46 762	46 514	46 308	46 141	46 008	45 906	45 832
Реализация т/энергии [тыс. Гкал]	7 014	7 755	7 755	7 755	7 755	7 755	7 755	7 755	7 755	7 755
Средневзвешенная цена реализации э/энергии [руб./кВт·ч]	1,00	1,07	1,18	1,30	1,45	1,61	1,72	1,78	1,84	1,84
Рост цены реализации э/энергии [%]	12,4%	6,1%	10,4%	10,7%	11,1%	11,4%	11,6%	11,7%	11,8%	11,8%
Цена реализации т/энергии [руб./Гкал]	414,97	490,49	580,74	685,27	801,77	922,03	1 041,90	1 166,93	1 301,12	1 444,25
Рост цены реализации т/энергии [%]	17,0%	18,2%	18,0%	18,0%	17,0%	15,0%	13,0%	12,0%	11,5%	11,0%
Выручка от реализации э/энергии	45 961	50 501	55 325	60 872	67 257	74 621	76 792	79 147	81 689	84 427
Выручка от реализации т/энергии	2 911	3 804	4 503	5 314	6 217	7 150	8 080	9 049	10 090	11 200
Прочие доходы	582	628	688	711	753	791	822	855	890	925
Выручка от реализации	49 454	54 933	60 497	66 896	74 228	82 562	89 052	92 669	96 551	100 552
Расходы на топливо	23 737	29 392	32 329	34 745	37 185	39 270	41 382	43 512	45 753	48 110
Доля расходов на топливо от текущих [%]	59,5%	63,2%	64,2%	64,8%	65,3%	65,6%	66,5%	67,3%	68,2%	68,9%
Расходы по покупке электроэнергии	4 359	4 396	4 613	4 810	4 991	5 160	4 897	4 400	4 400	4 166
Средневзвешенная цена покупки э/энергии [руб./кВт·ч]	0,75	0,84	0,98	1,13	1,30	1,50	1,58	1,66	1,75	1,84
Управленческие, административные и коммерческие расходы	1 179	1 271	1 353	1 438	1 524	1 601	1 665	1 731	1 800	1 872
Увеличение налога на имущество	78	154	148	148	144	141	138	135	132	129
Амортизация	2 937	3 081	3 143	3 206	3 270	3 335	3 402	3 402	3 402	3 402
Прочие расходы	7 627	8 223	8 752	9 303	9 862	10 355	10 769	11 200	11 648	12 114
Текущие расходы	39 916	46 517	50 341	53 650	56 976	59 862	62 253	64 624	67 135	69 793
EBITDA	12 475	11 498	13 298	16 452	20 522	26 034	26 844	27 830	28 936	30 161
EBITDA margin [%]	25,23%	20,93%	21,98%	24,59%	27,65%	31,53%	31,22%	31,22%	31,22%	31,24%
EBIT margin [%]	19,29%	15,32%	16,79%	19,80%	23,24%	27,49%	27,36%	27,43%	27,55%	27,71%
Налог на прибыль	1 908	1 683	2 031	2 649	3 450	4 540	4 688	4 886	5 107	5 352
НОРАТ	7 631	6 733	8 124	10 597	13 801	18 159	18 753	19 542	20 427	21 407
Амортизация	2 937	3 081	3 143	3 206	3 270	3 335	3 402	3 402	3 402	3 402
Изменение рабочего капитала	580	548	556	548	548	548	548	548	548	548
Капитальные вложения	7 216	3 081	3 143	3 206	3 270	3 335	3 402	3 402	3 402	3 402
НДС к возврату	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-
Внеоборотные активы	82 898	82 898	82 898	82 898	82 898	82 898	82 898	82 898	82 898	82 898
Рабочий капитал	4 945	6 050	6 900	7 423	7 423	8 256	8 569	8 905	9 267	9 655
Инвестированный капитал	85 414	88 117	89 670	89 268	89 954	90 738	91 311	91 635	91 984	92 359
ROIC [%]	8,93%	7,64%	9,16%	11,87%	15,34%	20,11%	20,54%	21,33%	22,21%	23,18%
Темп роста денежного потока в прогнозный период [%]	-	-	-	-12,52%	31,24%	32,58%	6,43%	4,16%	4,47%	4,75%
Коэффициент приведенной стоимости	1,00	0,86	0,75	0,65	0,56	0,48	0,42	0,36	0,31	0,27
Приведенная стоимость денежных потоков	2 772	5 346	8 502	6 428	7 292	8 355	7 686	6 919	6 247	5 656



Показатели переходного периода	2019г.	2020г.	2021г.
FCF	21 918	22 668	23 210
Темп роста денежного потока в переходный период [%]	4,28%	3,42%	2,39%
Коэффициент приведенной стоимости	0,23	0,20	0,17
Приведенная стоимость денежных потоков	5 097	4 556	4 032

WACC	15,70%
Сумма приведенных денежных потоков	65 202
Темп роста в постпрогнозный период [%]	2%
Остаточная стоимость на конец прогнозного периода	156 451
Приведенная остаточная стоимость	42 098
Ценность инвестированного капитала	107 300
Чистый долг	17 427
Ценность собственного капитала до внесения поправок	89 873
Дефицит рабочего капитала	9 470
Ценность собственного капитала	80 403
Кол-во акций [шт.]	35 371 898 370
Стоимость акции	2,27
	0,078

Аналитический отдел + 7 (495) 937 3363

Потавин Александр

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

Солодин Дмитрий

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

Габбасов Роман

Электроэнергетика
доб. тел.: 6156
gabbasov@prsp.ru

Егишянц Сергей

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

Самарец Ольга

Потребительский сектор
доб. тел.: 6170
samarets@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.