

Габбасов Роман / gabbasov@prsp.ru
Солодин Дмитрий (технический анализ)

MMB5 / PTC / Bloomberg	OGK5 / OGKE / OGKE RU
Количество акций [шт.]	35 371 898 370
Капитализация [млн USD]	2 004
EV [млн USD]	2 388
Долг [млн USD]	413
Чистый долг [млн USD]	384
Free Float [%]	18%
Текущая цена акции [USD]	0.0567
Справедливая цена [USD]	0.0453
Потенциал роста [%]	-20%
Рекомендация	ПРОДАВАТЬ

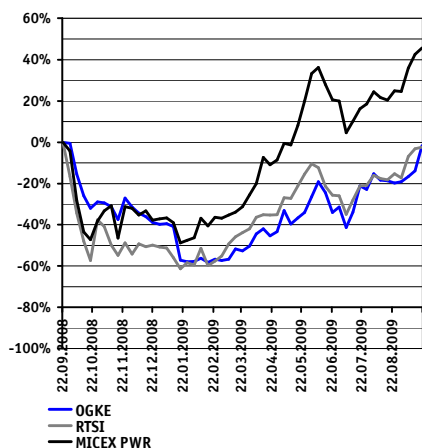
Показатель	2008	2009E	2010E
Выручка [млн USD]	1 737.0	1 430.9	1 507.6
Себестоимость [млн USD]	1 603.4	1 354.9	1 388.7
EBITDA [млн USD]	232.9	170.4	217.8
EBIT [млн USD]	133.6	76.1	118.9
NOPLAT [млн USD]	101.6	57.8	90.4
P/S	1.15 x	1.4 x	1.33 x
EV/EBITDA	10.26 x	14.01 x	10.97 x
Debt/EBITDA	1.77 x	2.42 x	1.89 x

Показатель	2008	2009E	2010E
Operating Income margin	8.2%	5.3%	7.9%
EBITDA margin	12.1%	11.9%	14.4%
ROIC	3.2%	2.2%	3.4%

Показатель	2008	2009E	2010E
Установленная э/мощность [МВт]	8 672	8 672	9 492
Установленная т/мощность [тыс. Гкал/час]	2.2	2.2	2.8
Выработка э/энергии [млн кВт-ч]	43 149	43 166	43 907
Полезный отпуск э/энергии [млн кВт-ч]	40 729	40 761	41 475
Реализация э/энергии [млн кВт-ч]	50 661	46 707	45 637
Полезный отпуск т/энергии [тыс. Гкал]	6 819	6 819	8 446
P/Output x 1000 [USD/kW-h]	39.6	42.9	43.9
P/Installed Capacity [USD/kW]	231	231	211
EV/Installed Capacity [USD/kW]	275	275	252

Расход топлива	2008	2009E	2010E
Газ [млн м ³]	5 344	5 415	5 987
Уголь [тыс. тонн]	9 784	9 788	9 096
Мазут* [тыс. тонн]	593	534	474

* - при допущении о замене к 2018 году мазутной выработки газовой



«ОГК-5» – изменение рекомендации

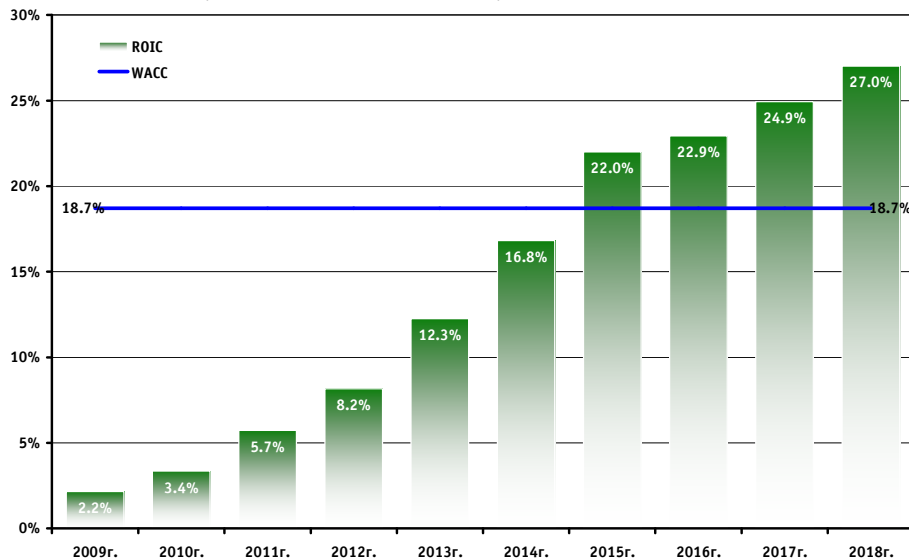
По итогам публикации результатов финансовой отчетности за 1Н 2009 года и пересмотра финансовой модели компании мы снижаем целевую цену по акциям ОГК-5 на 11% - до \$0.045 (1.358 руб.) и изменяем рекомендацию на ПРОДАВАТЬ.

Потенциал снижения курсовой стоимости – 20%.

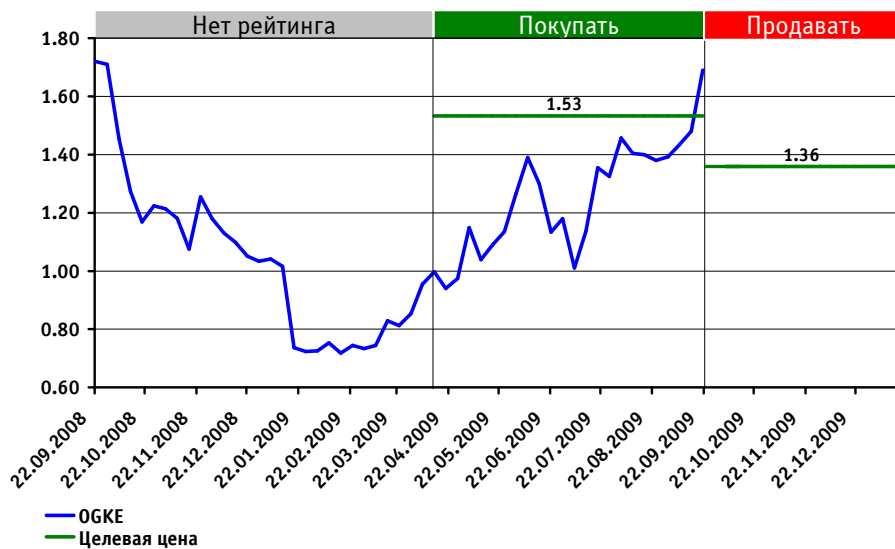
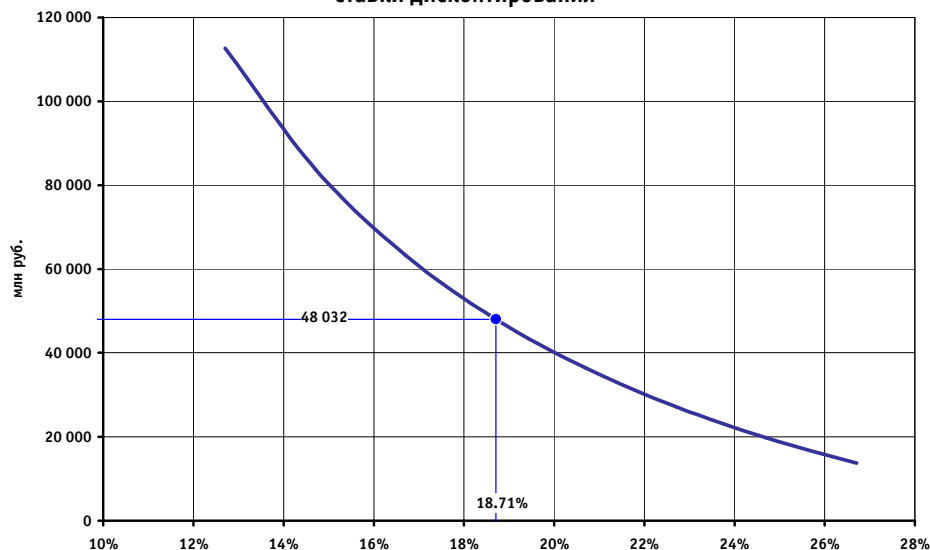
- Компания по результатам отчетности продемонстрировала вполне ожидаемые нами финансовые результаты: выручка на 5% ниже аналогичного показателя за первое полугодие 2008 года – 19.2 млрд рублей, как следствие снижения энергопотребления и падения цен на электроэнергию в свободном секторе. Рост EBITDA составил 57% относительно аналогичного показателя за первое полугодие 2008 года до уровня 3.7 млрд рублей.
- Достаточно сильные финансовые результаты генкомпаний за 1Н 2009 года и, как следствие, рост операционной рентабельности, обусловлены поэтапным повышением цен на газ. В связи с этим мы ожидаем снижения рентабельности и финансовых результатов за 2009 год на уровне немногим ниже 2008 года, что и было нами отражено в предыдущем обзоре компании - http://www.prospect.com.ru/Archives/Flashes/OGKE_090416_flash.pdf.
- Относительно предыдущей оценки мы изменили два параметра нашей модели компании: уровень чистого долга (вырос на 89% и составил 11.5 млрд рублей) и величину ставки дисконтирования (снижена на 73 б.п. до уровня 18.71%). Снижение последней вызвано некоторым улучшением условий кредитования и снижения стоимости заемного капитала.
- Результатом внесения изменений в финансовую модель компании стало снижение уровня целевой цены акций на 11% относительно предыдущего уровня. Учитывая рост котировальной стоимости акций компании с момента присвоения предыдущей рекомендации более чем на 50% и превышение целевой цены, мы меняем свою рекомендацию на Продавать.
- В связи с исчерпанием потенциала роста курсовой стоимости акций ОГК-5, советуем инвесторам обратить внимание на прочие генерирующие компании, оценка целевой стоимости акций которых была произведена в тех же граничных условиях, но потенциал роста не исчерпан:

- ТГК-1, потенциал роста - 64%, целевая цена – \$0.00067 (0.0202 руб.) - http://www.prospect.com.ru/Archives/Flashes/TGKA_090707_flash.pdf;
- ОГК-4, потенциал роста - 57%, целевая цена – \$0.071 (2.122 руб.) - http://www.prospect.com.ru/Archives/Flashes/OGKD_090630_flash.pdf;
- Мосэнерго, потенциал роста - 20%, целевая цена – \$0.112 (3.369 руб.) - http://www.prospect.com.ru/Archives/Flashes/MSNG_090626_flash.pdf.

Уровень доходности инвестированного капитала

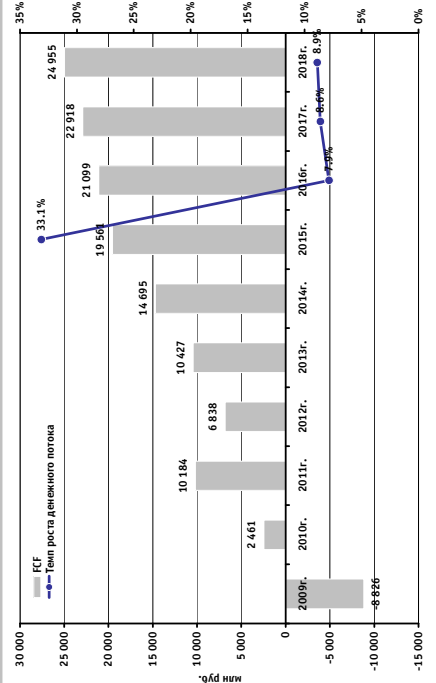


Чувствительность ценности акционерного капитала ОГК-5 к изменению ставки дисконтирования



DCF – модель "ОГК-5"

Показатель [млн руб.]/Период	2009г.	2010г.	2011г.	2012г.	2013г.	2014г.	2015г.	2016г.	2017г.	2018г.
Установленная электрическая мощность ТЭС [МВт]	8 672	9 492	2 777	9 492	9 492	9 492	9 492	9 492	9 492	9 492
Установленная тепловая мощность [Тыс. Гкал/час]	2 242	2 777	2 777	2 777	2 777	2 777	2 777	2 777	2 777	2 777
КПД [ТЭС]	56,82%	52,80%	57,58%	57,61%	57,64%	57,67%	57,69%	57,72%	57,75%	57,78%
Выработка э/энергии [млн кВт-ч]	43 166	43 907	47 878	47 902	47 925	47 949	47 973	47 996	48 020	48 044
Рост выработки э/энергии [%]	0,04%	1,72%	9,04%	0,05%	0,05%	0,05%	0,05%	0,05%	0,05%	0,05%
Доля полезного отпуска э/энергии [%]	94,43%	94,46%	94,50%	94,53%	94,57%	94,60%	94,64%	94,67%	94,71%	94,74%
Коэффициент использования тепловой мощности [%]	34,72%	34,71%	34,71%	34,71%	34,71%	34,71%	34,71%	34,71%	34,71%	34,71%
Отпуск э/энергии с коллекторов [Тыс. Гкал]	6 819	8 446	8 446	8 446	8 446	8 446	8 446	8 446	8 446	8 446
Рост выработки т/энергии [%]	0,00%	23,86%	0,00%	0,00%	0,00%	0,00%	0,00%	0,00%	0,00%	0,00%
Реализация покупки электроэнергии [млн кВт-ч]	5 946	4 162	2 331	2 331	1 865	1 492	1 193	955	764	764
Реализация э/энергии [млн кВт-ч]	46 707	45 637	48 157	47 613	47 186	46 853	46 594	46 394	46 243	46 282
Реализация т/энергии [Тыс. Гкал]	6 819	8 446	8 446	8 446	8 446	8 446	8 446	8 446	8 446	8 446
Средневзвешенная цена реализации э/энергии [руб./кВт-ч]	0,89	1,00	1,10	1,22	1,37	1,53	1,71	1,85	1,85	1,95
Рост цены реализации э/энергии [%]	11,2%	12,7%	10,0%	10,4%	12,7%	11,6%	11,6%	3,5%	5,0%	5,0%
Цена реализации т/энергии [руб./Гкал]	346,06	409,04	484,31	571,48	668,63	768,93	868,89	973,15	1 085,07	1 204,42
Рост цены реализации т/энергии [%]	17,0%	18,2%	18,4%	18,0%	17,0%	15,0%	13,0%	12,0%	11,5%	11,0%
Выручка от реализации э/энергии	41 531	45 734	53 085	57 944	64 718	71 682	79 519	81 950	85 766	90 131
Выручка от реализации т/энергии	2 360	3 455	4 090	4 827	5 647	6 494	7 339	8 219	9 164	10 172
Прочие виды выручки	740	814	875	927	1 018	1 058	1 101	1 101	1 145	1 190
Выручка от реализации	44 631	50 003	58 050	63 698	71 338	79 194	87 916	91 270	96 076	101 494
Расходы на топливо	25 706	29 051	34 279	36 563	38 810	40 648	42 496	44 357	46 308	48 353
Расходы по покупной электроэнергии	4 611	3 704	2 889	2 582	2 357	2 124	1 912	1 588	1 339	1 441
Средневзвешенная цена покупки э/энергии [руб./кВт-ч]	751	827	889	942	989	1 033	1 075	1 118	1 162	1 209
Управленческие, административные и коммерческие расходы	144	284	277	270	262	255	247	240	233	225
Увеличение налога на имущество	2 943	3 279	3 361	3 445	3 531	3 619	3 710	3 710	3 710	3 710
Амортизация	8 103	8 913	9 582	10 157	10 665	11 145	11 590	12 054	12 536	13 038
Прочие расходы	42 258	46 058	51 276	53 958	56 614	58 824	61 030	63 067	65 288	67 945
Текущие расходы	53 166	58 051	64 005	67 250	70 026	72 497	74 743	76 767	78 897	81 169
EBITDA	5 316	7 224	10 134	18 255	23 989	30 596	31 913	34 497	37 259	37 259
EBITDA margin [%]	11,91%	14,45%	17,46%	20,70%	25,59%	30,29%	34,80%	34,97%	35,91%	36,71%
EBIT	2 373	3 945	6 774	9 740	14 725	20 370	26 886	28 203	30 788	33 549
EBIT margin [%]	5,32%	7,89%	11,67%	15,29%	20,64%	25,72%	30,58%	30,90%	32,05%	33,06%
Налог на прибыль	569	947	1 626	2 338	3 534	4 889	6 453	7 769	8 389	8 052
NOPLAT	1 803	2 998	5 148	7 403	11 191	15 481	20 433	21 435	23 399	25 497
Амортизация	2 943	3 279	3 361	3 445	3 531	3 619	3 710	3 710	3 710	3 710
Изменение рабочего капитала	143	537	805	764	786	872	872	335	481	542
Капитальные вложения	13 429	3 279	3 361	3 445	3 531	3 619	3 710	3 710	3 710	3 710
НДС к возврату	-	-	5 841	-	-	-	-	-	-	-
Высвобождаемые активы	84 510	84 510	84 510	84 510	84 510	84 510	84 510	84 510	84 510	84 510
Рабочий капитал	4 463	5 000	5 805	7 134	7 919	8 792	9 127	9 608	10 149	10 149
Инвестированный капитал	83 659	89 242	89 913	90 598	91 262	92 037	92 866	93 470	93 878	94 389
ROIC [%]	21,6%	33,6%	57,3%	81,7%	12,26%	16,82%	22,00%	22,93%	24,92%	27,01%
Показатели прогнозного периода	2009г.	2010г.	2011г.	2012г.	2013г.	2014г.	2015г.	2016г.	2017г.	2018г.
FCF	-	8 826	2 461	10 184	6 838	10 427	14 695	19 561	22 918	24 955
Темп роста денежного потока в прогнозный период [%]	-	-	-	-	-	-	33,11%	7,86%	8,62%	8,89%
Коэффициент приведенной стоимости	1,00	0,84	0,71	0,60	0,50	0,42	0,36	0,30	0,25	0,21
Приведенная стоимость денежных потоков	-	8 826	2 073	7 228	4 088	5 251	6 235	6 992	6 353	5 813



Показатель	2009г.	2010г.	2011г.	2012г.	2013г.	2014г.	2015г.	2016г.	2017г.	2018г.
WACC	18,71%									
Сумма приведенных стоимостей денежных потоков	40 540									
Темп роста в постпрогнозный период [%]	2%									
Остаточная стоимость на конец прогнозного периода	152 375									
Приведенная остаточная стоимость	32 560									
Ценность инвестированного капитала	73 100									
Чистый долг	11 522									
Ценность собственного капитала до внесения поправок	61 579									
Дефицит рабочего капитала	13 546									
Ценность собственного капитала	48 032									
Кол-во акций [шт.]	35 371 898 370									
Стоимость акции	1 357,9									
	0,0453									

С технической точки зрения: в акциях ОГК-5 на прошедшей неделе видна заметная активность игроков. Цена длительное время стояла в горизонтальном диапазоне с уровнем сопротивления на 1.5 руб./акцию.

21 сентября произошёл пробой верхней границы канала. Покупатели попытались закрепиться выше отметки 1.7 руб./акцию, однако пока выше этого уровня отчетливо заметны силы продавцов. Акция теряет момент движения вверх, поэтому предпочтительней будет избавиться от нее по благоприятной цене.

На данный момент продавцы активнее покупателей, поэтому входить в длинные позиции на текущих уровнях достаточно опасно.



Аналитический отдел + 7 (495) 937 3363

Парфенов Дмитрий

Начальник отдела / Металлургия
Доб. тел.: 6139

parfenov@prospect.com.ru

Самарец Ольга

Потребительский сектор
Доб. тел.: 6170

samarets@prsp.ru

Габбасов Роман

Электроэнергетика
Доб. тел.: 6156

gabbasov@prsp.ru

Тычкова Ольга

Транспорт
Доб. тел.: 6114

tychkova@prospect.com.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 «Проспект»

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

Тел.: +7 (095) 937 3363

Факс: +7 (095) 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 «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 «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 «Проспект».

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