

РОССИЯ
Электроэнергетика

28 сентября 2011 г.

ОГК4	Покупать
Цена, USD	0.064
Прогн. цена, USD	0.15
Потенциал, %	136%
ОГКЕ	Покупать
Цена, USD	0.059
Прогн. цена, USD	0.12
Потенциал, %	95%
MSNG	Покупать
Цена, USD	0.058
Прогн. цена, USD	0.14
Потенциал, %	143%
ОГКС	Покупать
Цена, USD	0.027
Прогн. цена, USD	0.062
Потенциал, %	129%
ОГК1	Покупать
Цена, USD	0.020
Прогн. цена, USD	0.038
Потенциал, %	85%
ОГК2	Покупать
Цена, USD	0.028
Прогн. цена, USD	0.051
Потенциал, %	82%
ОГК6	Покупать
Цена, USD	0.023
Прогн. цена, USD	0.042
Потенциал, %	80%
TGKA	Покупать
Цена, USD	0.00031
Прогн. цена, USD	0.00062
Потенциал, %	99%

Михаил Расстригин
+7 495 663 46 58
mikhail.rasstrigin@vtbcapital.com

Александр Селезнев
+7 495 660 67 99
alexander.seleznev@vtbcapital.com

Российские генерирующие компании: в новых рыночных реалиях

Мы присвоили рейтинг "Покупать" всем анализируемым нами генерирующим компаниям (потенциал роста в среднем 106%) после снижения прогнозных цен на 16% в связи с более осторожным подходом к прогнозированию цен на электроэнергию и мощность (среди прочего). Исходя из новых прогнозных цен, потенциала роста и результатов стресс-тестов, нашими фаворитами являются Э.ОН Россия, ОГК-5 и Мосэнерго.

Генерирующие компании с начала года потеряли 47% стоимости на фоне снижения прогнозов выручки в пересчете на акцию в 2011-2013 гг. на 17%. Мы считаем, что участники рынка переоценивают потенциальный негативный эффект от пересмотра тарифов. В наших моделях средние темпы годового роста EBITDA и чистой прибыли в 2011-2018 гг. составили 17% и 19% соответственно (с учетом прогнозируемой либерализации рынка газа и реализации инвестпрограмм в рамках ДПМ) после того, как мы снизили прогнозы EBITDA (на 28%) и чистой прибыли (на 34%) на 2011-2018 гг.

Главным изменением в наших моделях стал переход к консервативному подходу в оценке цен на мощность при проведении конкурентного отбора мощности (КОМ) – теперь мы ожидаем, что в 2012 г. темпы роста не изменятся, а в 2012-2020 гг. цены будут расти в среднем на 6.3% в год (на уровне инфляции потребительских цен) против прежних 13.3%.

Генерирующие компании защищены от негативного изменения тарифов. Достигнутая либерализация рынка электроэнергии (символ приверженности России реформам) и ДПМ (символ модернизации сектора) – вместе защищают от негативного давления со стороны тарифов примерно 78% выручки генкомпаний, что предполагает благоприятные финансовые показатели.

ВТБ Капитал

Все цены указаны по состоянию на 27.09.2011

Важные сведения о раскрытии информации и история рекомендаций в отношении акций, касающиеся компании (компаний), являющейся (являющихся) предметом настоящего обзора, представлены на [веб-сайте](#) (на английском языке).

Группа ВТБ находится в деловых отношениях и стремится к установлению таковых с компаниями, деятельность которых освещается в ее аналитических обзорах. В связи с этим инвесторы должны осознавать возможность конфликта интересов, который может повлиять на объективность настоящего обзора. При принятии инвестиционного решения инвесторы должны руководствоваться комплексом факторов, а не только настоящим обзором.

Как показывают наши стресс-тесты, **Э.ОН Россия, Энел ОГК-5 и Мосэнерго наиболее устойчивы** к возможным изменениям рыночной конъюнктуры (более неблагоприятной, чем ожидается, экономике продаж как электроэнергии, так и мощности).

Первые значимые дивидендные выплаты прогнозируются на 2012 г. в связи с завершением обязательной инвестпрограммы. Э.ОН Россия, Энел ОГК-5 и Мосэнерго смогут выйти на положительный свободный денежный поток, в то время как дивидендная доходность может достичь уровня в 7%.

Оценены на 53% ниже аналогов. Генкомпании торгуются со средним прогнозным коэффициентом EV/EBITDA на 2011-2012 гг., равным 4.2x, P/E – 7.6x, что предполагает дисконт к аналогам развивающихся и развитых рынков в 55% и 49% соответственно.

Основные риски с точки зрения нашей оценки связаны с регуляторной средой и негативным вмешательством государства в экономику свободного энергорынка, а также расчеты цены мощности для ДПМ.

Раскрытие информации

Рейтинг акций

ПОКУПАТЬ: прогнозная цена через 12 мес. превышает рыночную цену на 20% и больше (на момент публикации)

ДЕРЖАТЬ: прогнозная цена через 12 мес. не ниже рыночной цены, но не превышает ее больше чем на 20% (на момент публикации)

ПРОДАВАТЬ: прогнозная цена через 12 мес. ниже рыночной цены (на момент публикации)

Аналитический департамент ВТБ Капитал

Начальник аналитического управления

Алексей Яковицкий
+7 495 663 46 44
alexey.yakovitsky@vtbcapital.com

Стратегия

Алексей Заботкин
+7 495 663 47 23
alexey.zabotkin@vtbcapital.com
Николай Подгузов
+7 495 660 42 70
nikolay.podguzov@vtbcapital.com
Андрей Амелин
+7 495 663 64 89
andrey.amelin@vtbcapital.com
Сергей Галкин
+7 495 660 42 18
sergey.galkin@vtbcapital.com
Нил Маккиннон
+44 (0) 20 3334 8865
neil.mackinnon@vtbcapital.com

Металлургия и горнодобывающая промышленность

Александр Пухаев
+7 495 663 46 71
alexander.pukhaev@vtbcapital.com
Игорь Лебединец
+7 495 663 46 37
igor.lebedinets@vtbcapital.com
Николай Сосновский
+7 495 660 67 71
nikolay.sosnovskiy@vtbcapital.com
Вадим Астапович
+7 495 589 21 46
vadim.astapovich@vtbcapital.com
Евгений Пивоваров
+7 495 663 64 81
evgeny.pivovarov@vtbcapital.com

Долговой рынок

Алексей Моисеев
+7 495 660 42 69
alexey.moiseev@vtbcapital.com
Михаил Галкин
+7 495 663 64 72
mikhail.galkin@vtbcapital.com
Николай Подгузов
+7 495 660 42 70
nikolay.podguzov@vtbcapital.com
Максим Коровин
+7 495 663 46 96
maxim.korovin@vtbcapital.com
Петр Гришин, CFA
+7 495 660 42 72
petr.grishin@vtbcapital.com
Максим Раскоснов
+7 495 660 42 71
maxim.raskosnov@vtbcapital.com
Кити Панцхава, CFA
+7 495 589 21 31
kiti.pantskhava@vtbcapital.com
Роман Лучковский, CFA
+7 495 589 21 62
roman.luchkovsky@vtbcapital.com

Экономика

Алексей Моисеев
+7 495 660 42 69
alexey.moiseev@vtbcapital.com
Александра Евтифьева
+7 495 663 46 38
aleksandra.evtifyeva@vtbcapital.com
Дмитрий Федоткин
+7 495 663 47 96
dmitri.fedotkin@vtbcapital.com
Дарья Исакова
+7 495 660 42 45
daria.isakova@vtbcapital.com
Анастасия Григорьева
+7 495 660 67 69
anastasia.grigorieva@vtbcapital.com

Электроэнергетика

Михаил Расстригин
+7 495 663 46 58
mikhail.rasstrigin@vtbcapital.com
Александр Селезнев
+7 495 660 67 99
alexander.seleznev@vtbcapital.com

Машиностроение, транспорт, инфраструктура, химия

Елена Сахнова, CFA
+7 495 663 46 82
elena.sakhnova@vtbcapital.com
Владимир Беспалов
+7 495 663 46 51
vladimir.bespalov@vtbcapital.com
Ольга Доронина
+7 495 663 46 30
olga.doronina@vtbcapital.com
Кевин Уайт
+7 495 663 64 91
kevin.whyte@vtbcapital.com

Финансовый сектор

Дмитрий Дмитриев
+7 495 663 46 73
dmitry.dmitriev@vtbcapital.com
Михаил Шлемов
+7 495 663 46 49
mikhail.shlemov@vtbcapital.com
Светлана Асланова
+7 495 663 47 88
svetlana.aslanova@vtbcapital.com
Петр Дорожкин
+7 495 660 42 05
petr.dorozhkin@vtbcapital.com

Сырьевые рынки

Виктор Белски
+44 (0) 20 3334 8781
wiktoria.bielski@vtbcapital.com
Колин Смит
+44 (0) 20 3334 8976
colin.smith@vtbcapital.com
Марк Джанурис
+44 (0) 20 3334 8572
marc.jacouris@vtbcapital.com
Елена Тяговцева
+44 (0) 20 3334 8845
elena.tyagovtseva@vtbcapital.com

Нефть и газ

Дмитрий Лукашов, CFA
+7 495 660 42 04
dmitry.loukashov@vtbcapital.com
Александр Киревнин
+7 495 660 67 88
alexander.kirevnin@vtbcapital.com
Екатерина Родина
+7 495 663 47 33
ekaterina.rodina@vtbcapital.com
Елена Копылова
+7 495 660 67 89
elena.kopylova@vtbcapital.com
Михаил Путятин
+7 495 660 67 90
mikhail.putyatin@vtbcapital.com

Потребительский сектор, розничная торговля, недвижимость

Мария Колбина
+7 495 663 46 48
maria.kolbina@vtbcapital.com
Иван Куш
+7 495 663 46 47
ivan.kushch@vtbcapital.com

Медиа, высокие технологии

Анастасия Обухова
+7 495 663 46 32
anastasia.obukhova@vtbcapital.com

Телекоммуникации

Виктор Климович
+7 495 663 46 84
victor.klimovich@vtbcapital.com

Трубная промышленность и нефтесервис

Ольга Даниленко
+7 495 589 21 32
olga.danilenko@vtbcapital.com

ЗАО ВТБ Капитал

123100, Россия, Москва
Пресненская наб., д. 12
Башня Запад
Комплекс Федерация
Тел.: +7 495 960 9999
www.vtbcapital.com

VTB Capital plc

14 Cornhill
London EC3V 3ND
Тел.: +44 (0) 20 3334 8000
Факс: +44 (0) 20 3334 8900
www.vtbcapital.com

VTB Capital plc

9 Battery Road #27-01
Straits Trading Building
Singapore 049910
Phone: +65 6220 9422
Fax: +65 6225 0140
www.vtbcapital.com

VTB Capital plc

Office 403
Currency House, Tower 2
DIFC
P.O. Box 482088
Dubai, UAE
Phone.: +971 (4) 377 0777
www.vtbcapital.com

ВТБ Капитал

ВТБ Капитал и/или аффилированные с ним организации (собираемое название – "Группа ВТБ") находятся в деловых отношениях и стремятся к установлению таких отношений с компаниями, деятельность которых освещается в их аналитических отчетах. В связи с этим инвесторы должны осознавать возможность конфликта интересов, который может повлиять на объективность настоящего отчета.

При принятии того или иного инвестиционного решения инвесторы должны руководствоваться комплексом факторов, а не только настоящим отчетом. Настоящая публикация носит исключительно информационный характер и не может рассматриваться как предложение о покупке или продаже ценных бумаг или иных финансовых инструментов. Ни информация, содержащаяся в настоящем аналитическом отчете, ни любая другая информация, касающаяся темы данного отчета, которая может быть распространена в будущем, не могут быть использованы в качестве основы для возникновения какого-либо контракта. Информация, содержащаяся в настоящем отчете, и выводы, сделанные на ее основе, были получены из открытых источников, которые ВТБ Капитал считает надежными. Несмотря на всю тщательность, с которой готовился настоящий отчет, ни один аналитик, директор, руководитель, сотрудник, агент или советник любого члена Группы ВТБ не дает каких-либо гарантий или заверений, выраженных или подразумеваемых, и не принимает на себя какой-либо ответственности в отношении надежности, точности или полноты информации, содержащейся в настоящем аналитическом отчете. Любая информация, содержащаяся в настоящем отчете, может изменяться в любое время без предварительного уведомления. Ни один из членов Группы ВТБ не берет на себя обязательств по обновлению, изменению, дополнению настоящего аналитического отчета или уведомлению читателей в какой-либо форме в том случае, если какой-либо из упомянутых в отчете фактов, мнений, расчетов, прогнозов или оценок изменится или иным образом утратит актуальность, либо анализ упоминаемой в нем компании будет прекращен. Помимо этого, следует иметь в виду, что прошлые результаты не являются индикатором будущих результатов.

Финансовые инструменты и стратегии, обсуждаемые в настоящей публикации, необязательно приемлемы для всех инвесторов или отдельных групп инвесторов, которым следует принимать самостоятельные инвестиционные решения, при необходимости обращаясь к услугам собственных финансовых консультантов и основываясь на собственной финансовой ситуации и конкретных инвестиционных целях. В частности, обращение к независимым консультантам рекомендуется в случае возникновения у инвесторов любых сомнений относительно актуальности информации и стратегий, обсуждаемых в настоящем отчете, с точки зрения их деловых и инвестиционных целей. Настоящий аналитический отчет предназначен вниманию конкретного круга лиц в соответствии с действующим законодательством и не подлежит воспроизведению или направлению любому иному лицу без предварительного письменного согласия на то со стороны одного из членов Группы ВТБ. Настоящий аналитический отчет не может служить основанием для принятия решений розничными клиентами или лицами, для которых его предоставление не предусмотрено законодательством. Несанкционированное использование или обнародование настоящего аналитического отчета строго запрещено. Члены Группы ВТБ и/или их руководители, директора и сотрудники (в том числе включая лиц, участвовавших в подготовке и публикации настоящего аналитического отчета) могут владеть, иметь открытые позиции по или осуществлять транзакции с ценными бумагами или финансовыми инструментами, упоминаемыми в настоящем отчете, либо осуществлять инвестиции в отношении любого из упоминаемых в нем эмитентов, могут участвовать в операциях с ценными бумагами в форме, не соответствующей с данными настоящего аналитического отчета, а в отношении ценных бумаг или финансовых инструментов, упомянутых в настоящем отчете – продавать их клиентам или покупать их у клиентов, выступая в роли принципала, и действовать в качестве директора, агента по размещению, консультанта или кредитора, маркет-мейкера, а также выступать в качестве менеджера или со-менеджера наиболее недавнего публичного размещения любых инвестиций эмитента таких ценных бумаг или финансовых инструментов, упомянутых в настоящем отчете, либо предоставлять инвестиционно-банковские или иные услуги, а также предлагать инвестиционно-банковские или иные услуги любой из компаний, упомянутых в настоящем отчете. Информация о конфликтах интересов, если таковые имеют место, приводится в конце текста аналитического отчета. Члены Группы ВТБ могут предпринять действия в соответствии с информацией и выводами, содержащимися в настоящем отчете, либо использовать их, а также результаты аналитической работы, на основании которых составлен настоящий отчет, до его публикации. Инвестиции в Российскую Федерацию, российские рынки, финансовые инструменты и ценные бумаги связаны с повышенной степенью риска; как физические, так и юридические лица могут столкнуться с ограничениями в своей работе на рынках ценных бумаг Российской Федерации. Инвесторам следует проводить собственную экспертизу прежде чем принимать инвестиционное решение. Следует особо подчеркнуть, что ценные бумаги и финансовые инструменты, номинированные в иностранной валюте, ADR и прочие инвестиции, упоминаемые в данном отчете, зависят от валютных курсов, колебания которых могут негативно отразиться на стоимости инвестиций. Стоимость инвестиций может как увеличиваться, так и уменьшаться, поэтому инвесторам не может быть гарантирован возврат инвестированных средств в полном объеме. Цены и доступность ценных бумаг, финансовых инструментов и инвестиций также могут изменяться без уведомления. Мнения, изложенные в настоящем отчете, в точности отражают личные взгляды его авторов в отношении соответствующих инвестиций, ценных бумаг, финансовых инструментов и эмитентов, но необязательно отражают позицию какого-либо из членов Группы ВТБ. Никакая часть вознаграждения, получаемого авторами данного аналитического отчета, не была, не является и не будет связана прямо или косвенно с конкретными рекомендациями и точками зрения, изложенными в настоящем аналитическом отчете. Принятие данного аналитического отчета подразумевает согласие с вышеуказанными ограничениями. Настоящий материал не предназначен для использования частными инвесторами.

В Великобритании публикация данного отчета утверждается и/или осуществляется компанией VTB Capital plc London, являющейся участником Лондонской фондовой биржи. Публикация отчета происходит с санкции и в соответствии с положениями Управления по финансовому регулированию и надзору (Financial Services Authority, FSA), касающимися осуществления инвестиционно-банковской деятельности на территории Великобритании. Настоящий отчет предназначен вниманию лиц, которые в рамках Правил ведения бизнеса (Conduct of Business rules) классифицируются FSA как Приемлемые контрагенты или Профессиональные клиенты.

Распространение настоящего материала в США: ВТБ Капитал НЕ является членом Корпорации по защите прав инвесторов в ценные бумаги (SIPC) и Управления по регулированию финансовой отрасли (FINRA) и не имеет регистрации при Комиссии по ценным бумагам и биржам США (SEC). Настоящий материал предназначен исключительно для лиц, подпадающих под определение крупного американского институционального инвестора в соответствии с Правилом 15a-6, и лиц, перечисленных в Правиле 15a-6 (a)(4). Настоящий материал не является предложением или рекомендацией воспользоваться услугами ВТБ Капитал для проведения операций с какими-либо из упомянутых в настоящей публикации ценных бумаг.

Настоящий аналитический отчет предназначен для распространения VTB Capital Plc в Сингапуре исключительно среди аккредитованных инвесторов (accredited investors), инвесторов-экспертов (expert investors) и институциональных инвесторов (institutional investors) (в определении применимых законов и норм Сингапура) и не предназначен для прямого или непрямого распространения среди других лиц. По всем вопросам, связанным с настоящим отчетом, получателям последнего в Сингапуре следует обращаться в сингапурский офис VTB Capital Plc.

© ВТБ Капитал, 2011 г. Все права защищены. При цитировании просим ссылаться на источник.