

Информация о компании

- ♦ ОАО «Пятая генерирующая компания оптового рынка электроэнергетики» - одно из системообразующих предприятий российской электроэнергетики. Образовано в процессе реформирования отрасли путем выделения активов из состава группы РАО ЕЭС. Процедуры по консолидации производственных активов компании завершены в апреле 2006 г. На данный момент 87,7% акций контролирует РАО ЕЭС, остальные акции принадлежат миноритариям. Между тем по плану реформы доля РАО до конца года сократится до 75,03%. В дальнейшем, после окончательного разделения РАО, у государства будет блокпакет ОГК-5.
- ♦ В состав компании входят 4 производственных предприятия: Рефтинская, Среднеуральская, Конаковская и Невинномысская ГРЭС. Активы компании расположены в энергодефицитных регионах страны.
- ♦ Суммарная установленная мощность ОГК-5 составляет 8,7 ГВт по выработке электроэнергии и 2,2 Ткал/ч по выработке тепла. Для сравнения у других ОГК суммарная установленная электрическая мощность составляет 8,5-9,5 ГВт, у ГидроОГК – 21,4 ГВт, у Мосэнерго (ТГК-3) – 10,6 ГВт.
- ♦ Выручка ОГК-5 в первом полугодии 2006 г. составила 11,9 млрд., EBITDA – 2.1 млрд., чистая прибыль – 626 млн. руб. Показатели долговой нагрузки сейчас одни из лучших в отрасли, однако после привлечения займа будут на уровне, а по некоторым коэффициентам – хуже среднеотраслевого уровня.

Общая характеристика отрасли

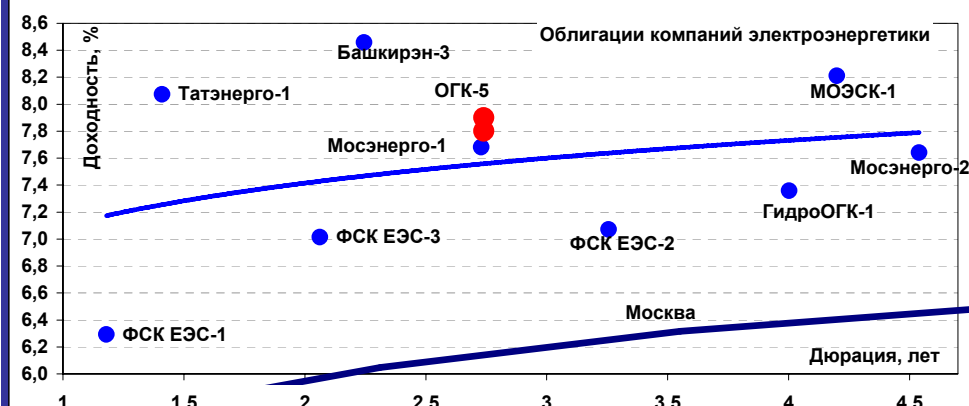
- ♦ В рамках реформы российской электроэнергетики отрасль была разделена на инфраструктурный и конкурентный блоки. Генерация составляет основу конкурентного блока. Основу российской электрогенерации составляют 6 теплоОГК, ГидроОГК, 14 территориальных генерирующих компаний (ТГК), а также ФГУП «Росэнергоатом».
- ♦ Электроэнергетика на сегодняшний день не удовлетворяет потребностям экономики. Вследствие нехватки генерирующих мощностей и пропускной способности электросетей возникает дефицит электроэнергии, который варьируется от 6,3% нагрузки в Сибири до 24,5% на Юге России. В последние годы наблюдается спад выработки тепло- и электроэнергии.
- ♦ Старение оборудования - одна из наиболее острых проблем отрасли. В настоящий момент большая часть как генерирующего, так и сетевого оборудования отработала свой ресурс. Его модернизация потребует от компаний значительных инвестиций.
- ♦ Доходы компаний отрасли ограничены тарифами, устанавливаемыми государством. С 2004 года темпы роста тарифов отстают от темпов инфляции, что негативно влияет на прибыли операторов рынка электроэнергетики.

Оценка справедливой доходности

- ♦ Дюрация облигаций ОГК-5 составляет примерно 2,74 года. В качестве ориентиров можно рассматривать выпуски облигаций заемщиков отрасли электроэнергетики. Наиболее близкими аналогами займа, на наш взгляд, стоит являются облигации Мосэнерго-1 и МОЭСК.
- ♦ По показателям эмитент выглядит сравнимо с Татэнерго и Башкирэнерго по выручке, но предпочтительнее по EBITDA и рентабельности. Также по выручке близки МОЭСК и ГидроОГК. По показателю EBITDA – Мосэнерго.
- ♦ По рентабельности EBITDA ОГК-5 выглядит лучше всех генерирующих компаний кроме ГидроОГК (гидрогенерация в принципе рентабельнее в силу более низкой себестоимости, сетевые компании также более рентабельны в силу специфики деятельности).
- ♦ По размеру активов на сегодняшний день наиболее близким аналогом является МОЭСК. При этом активы ОГК-5 заметно вырастут после допэмиссии.
- ♦ Если оценивать долговую нагрузку с учетом размещаемого займа, то соотношение чистый долг/EBITDA у ОГК-5 составит 3х, у Мосэнерго с учетом недавно выпущенных облигаций на 5 млрд. руб., она составит 4,7х, у МОЭСК с учетом выпуска на 6 млрд. руб. – 1,9х. В тот же время чистый долг/выручка у Мосэнерго будет 0,35х, у МОЭСК – 0,68 а у ОГК-5 – 0,54х.
- ♦ Кредитное качество ОГК-5 с учетом размера активов, выручки, рентабельности и долговой нагрузки мы оцениваем как промежуточное между Мосэнерго и МОЭСК.
- ♦ Спрэд облигаций Мосэнерго-1 к кривой доходностей бумаг электроэнергетики составляет около 10 б.п., у МОЭСК – около 40 б.п. Таким образом, справедливый спрэд выпуска ОГК-5 мы оцениваем на уровне 20-30 б.п., что соответствует доходности к ofercie на уровне 7,8-7,9% годовых.
- ♦ На недавних аукционах по размещению бумаг МОЭСК-1 и Мосэнерго-1 аукционные премии к справедливой доходности составляли 20-30 б.п. Примерно такую же премию ожидаем и по ОГК-5. Так что предполагаемая аукционная доходность рассматриваемого займа может составить 8-8,2% годовых. На этих уровнях рекомендуем бумаги к покупке.

Параметры займа

Объем займа	5 000 000 000 руб.
Срок до погашения	5 лет
Дата погашения	2011
Досрочный выкуп	через 3 года по номиналу
Периодичность выплаты купона	2 раза в год
Ставка купона	1-6 купон – на конкурсе. 7-10 купоны – определяет эмитент.
Эмитент	ООО «ОГК-5»
Поручители	ООО «ОГК5 Финанс»



Сильные стороны (+)

- ♦ Компания характеризуется низким уровнем долговой нагрузки и при этом генерирует достаточные денежные потоки для обслуживания своих обязательств.
- ♦ Высокая рентабельность EBITDA, превосходящая показатели других генерирующих компаний.
- ♦ Государственная поддержка реформы электроэнергетики.
- ♦ Стратегическое значение компании в государственном масштабе.
- ♦ Высокий спрос на электроэнергию в регионах, где базируются производственные мощности компании.

Возможности (↗)

- ♦ Допэмиссия акций ОГК-5, запланированная на ноябрь, согласно прогнозам компании, позволит выручить до 10,6 млрд. руб., увеличив тем самым капитал и активы.
- ♦ Строительство новых парогазовых установок на Среднеуральской ГРЭС и в Подмосковье позволят увеличить производственные показатели.
- ♦ Модернизация производственных мощностей в рамках программы по техническому перевооружению компании увеличит КПД оборудования, снизит потери и издержки.
- ♦ Перспектива либерализации оптового рынка электроэнергии.

Слабые стороны (-)

- ♦ Основные средства изношены более чем на 60% и требуют глобальных инвестиций на реконструкцию и обновление.
- ♦ Снижение выработки тепло- и электроэнергии компаниями.
- ♦ Тарифы на услуги компании регламентируются государством и в последние годы отстают от темпов инфляции и роста себестоимости.
- ♦ Зависимость компании от цен на газ и уголь, а также от линий электро- и теплопередачи. Кроме того, Рафтинская ГРЭС ориентирована на работу исключительно на угле Экибастузского разреза (Казахстан), что обуславливает зависимость станции от поставщика-нерезидента.

Угрозы (↘)

- ♦ Негативная динамика фондового рынка может скорректировать в сторону понижение планируемую выручку от допэмиссии акций.
- ♦ Задержки, сбои и корректировки плана реформы электроэнергетики РФ могут оказать негативное влияние на реализацию планов развития компании.
- ♦ Повышение конкуренции со стороны других игроков оптового рынка электроэнергии может ослабить позиции компании.

Компании-ориентиры, параметры выпусков

	Объем выпуска, млн. руб.	Доходн. к погаш., %	Доходн. к ofercie, %	Дата погашения	Дюр. к погаш., лет	Дата oferty	Дюр. к ofercie, лет
Мосэнерго-1*	5000		7,68	13.09.11		15.09.09	2,73
Татэнерго-1	1500	8,07		13.03.08	1,41		
ГидроОГК-1	5000	7,36		29.06.11	4,00		
МОЭСК-1*	6000	8,21		06.09.11	4,20		
ФСК ЕЭС-2	7000	7,07		22.06.10	3,26		

* - бумаги еще не вышли на вторичные торги

Компании-ориентиры, основные показатели

Эмитент	ОГК-5	Мосэнерго	ФСК ЕЭС	Татэнерго	Башкирэнерго	МОЭСК	ГидроОГК
Период	II кв. 2006	II кв. 2006	II кв. 2006	II кв. 2006	II кв. 2006	II кв. 2006	2005,00
Отчетность	РСБУ	РСБУ	РСБУ	РСБУ	РСБУ	РСБУ	РСБУ
Выручка, млн.	11930,47	39178,12	26087,85	13616,40	12368,24	11774,94	14643,65
EBITDA, млн.	2145,77	2944,66	10005,99	1662,66	1523,88	4306,78	6366,20
EBIT, млн.	1159,19	1646,52	3171,82	1628,57	1208,60	3795,80	3651,97
Чистая прибыль, млн.	626,27	552,91	1574,15	1146,95	528,10	2744,35	2257,94
Активы, млн.	35522,36	55917,27	170052,11	25728,67	31429,43	38159,50	202697,83
Капитал, млн.	31823,03	38706,58	139769,10	20455,66	25191,54	29846,46	172357,71
Займы и кредиты, млн.	1874,38	11572,93	24827,47	1842,03	2965,00	3516,02	6532,92
в.т.ч. Долгосрочные	101,82	7407,04	24000,00	1542,03	2000,00	0,00	1808,98
в.т.ч. краткосрочные	1772,56	4165,89	827,47	300,00	965,00	3516,02	4723,94
Чистый долг, млн.	1470,84	8879,58	23332,00	774,98	2691,36	2015,23	5884,24
Рентаб-ть EBITDA, %	0,18	0,08	0,38	0,12	0,12	0,37	0,43
Рентаб-ть EBIT, %	0,10	0,04	0,12	0,12	0,10	0,32	0,25
Чистая рентабельность, %	0,05	0,01	0,06	0,08	0,04	0,23	0,15
Чистый долг/капитал, х	0,05	0,23	0,17	0,04	0,11	0,07	0,03
Чистый долг/активы, х	0,04	0,16	0,14	0,03	0,09	0,05	0,03
Чистый долг/выручка, х	0,12	0,23	0,89	0,06	0,22	0,17	0,40
Чистый долг/EBITDA, х	0,69	3,02	2,33	0,47	1,77	0,47	0,92
Чистый долг/EBIT, х	1,27	5,39	7,36	0,48	2,23	0,53	1,61
EBITDA/проценты, х	50,85	9,60	12,52	39,89	7,46	47,86	216,31
EBIT/проценты, х	27,47	5,37	3,97	39,07	5,92	42,18	124,09