

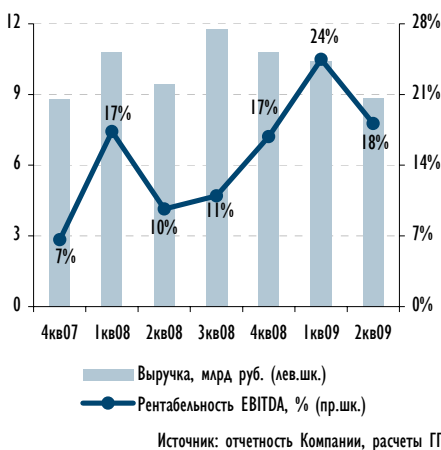

**ГАЗПРОМБАНК**

## Облигации Энел ОГК-5-1: качественный выбор во втором эшелоне

**Рейтинги**

S&P	—
Moody's	Ba3
Fitch	—

16 сентября Энел ОГК-5 установила купон по облигациям первой серии на следующий купонный период после оферты (5 октября 2009 г.) на уровне 12,25% годовых. Мы оцениваем справедливый спред бумаги к выпуску Мосэнерго-1 на уровне порядка 25 б.п., что по состоянию на 21 сентября 2009 г. соответствовало доходности к погашению порядка 12,5% годовых. При этом обе бумаги (и Мосэнерго-1, и ОГК-5-1) имеют потенциал роста «вместе с рынком» на фоне существующего спроса на качественные выпуски первого - второго эшелона, а также интересны с точки зрения реализации carry-trade стратегии, учитывая их «ломбардный» статус. Кредитный профиль Энел ОГК-5 в среднесрочной перспективе не вызывает у нас особых опасений: учитывая, как мы полагаем, крайне небольшой объем предъявления облигаций первой серии к оферте в начале октября, погашение короткого долга не должно составить проблем для компании.

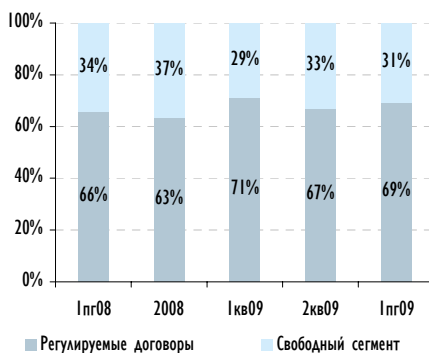
**Динамика выручки и рентабельности EBITDA**

**► Результаты 1пг2009: падение спроса компенсировано ростом тарифов...**

Экономический кризис и спад производства в ключевых потребляющих электроэнергию отраслях не мог не сказаться на продажах Энел ОГК-5 в текущем году: выручка за 1пг09 (по РСБУ) снизилась на 5% к уровню прошлого года, составив 19,2 млрд руб. При этом снижение полезного отпуска (-14% год к году в 1кв09 и -22% во 2кв09) было компенсировано ростом тарифов на электроэнергию и мощность по станциям Энел ОГК-5 в начале года - в пределах 14-21% и 9-13% соответственно.

**Динамика выручки, полезного отпуска электроэнергии и средних тарифов на э/э и мощность**

	1 кв 09	2 кв 09	1 пг 09
Динамика полезного отпуска э/э, год к году	-14%	-22%	-18%
Динамика выручки, год к году	-4%	-6%	-5%
Рост тарифа на э/э в 2009*		17%	
Рост тарифа на мощность в 2009*		11%	
Рост тарифа на тепло в 2009*		19%	

Источник: отчетность компании, расчеты ГПБ  
\* средний по станциям

**Структура продаж электроэнергии**

**► Рост нормы прибыли благодаря «тарифному спреду».**

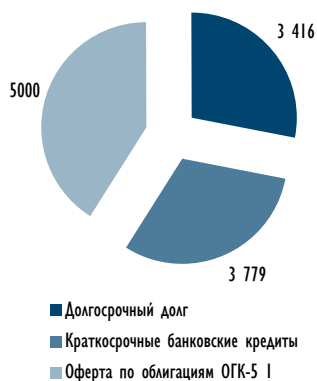
В текущем году поддержку рентабельности Энел ОГК-5, как и других генерирующих компаний, оказало отставание темпов роста регулируемых тарифов на газ (повышаются поквартально, на 5%, 7%, 7% и 6,2% соответственно) от роста тарифов на электро- и тепловую энергию.

Во втором полугодии возникший спред между темпами роста цен на электроэнергию и тарифом на газ будет сокращаться, что окажет определенное давление на рентабельность. В то же время в долгосрочной перспективе норма прибыли генерирующих компаний, как мы полагаем, будет расти по мере увеличения продаж в нерегулируемых сегментах рынка электроэнергии и мощности и восстановления рыночных цен на электроэнергию (на рынке «на сутки вперед») как следствие роста загрузки мощностей основных промышленных потребителей. При этом стоит отметить более выигрышную позицию ОГК по сравнению с ТГК в силу меньшей вовлеченности оптовых компаний в тепловой бизнес, перспективы либерализации которого довольно туманны.

**► Кредитный портфель: дюрация увеличивается, риски ликвидности сокращаются.**

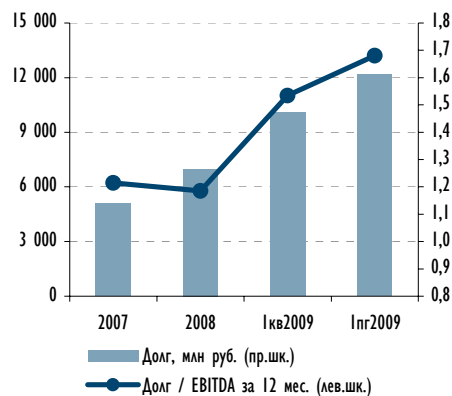
Во втором квартале долговая нагрузка Энел ОГК-5 незначительно выросла (с 1,5х до 1,7х в терминах Долг/EBITDA), что в основном связано с увеличением долгосрочного долга: компания имеет две открытые кредитные линии от ABN Amro и ЕБРР общим объемом 237 млн евро и 120 млн евро соответственно, которые выбираются по мере реализации целевых инвестиционных проектов – строительства новых парогенераторов.

## Кредитный портфель, млн руб., 01/07/2009



Источник: данные Компании, расчеты ГПБ

## Долговая нагрузка ОГК-5, 2007-I кв 2009



Источник: данные Компании, расчеты ГПБ

зовых установок 410 МВт на Среднеуральской и Невинномысской ГРЭС. Мы отмечаем длинную срочность кредитных ресурсов, за счет которых ОГК-5 финансирует инвестиционную программу - 14 (ABN Amro) и 12 лет (EBRD). Кроме того, по обоим линиям компания имеет трехлетний льготный период по выплате процентов. Доступ к заемному финансированию на столь выгодных для российских компаний условиях, на наш взгляд, отражает фактор поддержки Энеп ОГК-5 со стороны ключевого акционера, Enel.

В структуре обязательств Энеп ОГК-5 на конец второго квартала преобладал короткий долг (порядка 72% всего кредитного портфеля, 8,8 млрд руб). Существенная часть коротких обязательств приходилась на оферту по облигационному займу в сентябре (5 млрд руб.).

Мы полагаем, что существующий объем погашений во 2кв09 – 1пк10 не должен вызвать сложностей. Во-первых, после отчетной даты компания разместила два годовых выпуска рублевых биржевых облигаций на 4 млрд руб – за счет этих средств Энеп ОГК-5 потенциально может рефинансировать весь объем краткосрочных банковских кредитов. Во-вторых, компания имеет незадействованные кредитные ресурсы – в частности, трехлетняя линия от ВТБ на 2,5 млрд руб, открытая в апреле. Наконец, в-третьих, на наш взгляд, объем предъявления бумаги по оферте будет существенно меньше объема выпуска, учитывая довольно привлекательную доходность бумаги с новым купоном. Учитывая двухлетнюю дюрацию облигаций ОГК-5-1 до погашения, структура долга должна существенно улучшиться уже по итогам третьего квартала.

► **Инвестиционная программа: риски штрафных санкций не велики.**

Общий объем инвестпрограммы Энеп ОГК-5 на 2009-2013 гг. – порядка 52 млрд руб, в том числе 17,6 млрд руб – ввод новых мощностей: двух парогазовых установок по 410 МВт на Среднеуральской и Невинномысской ГРЭС. Согласно заключенному с НП «Администратор Торговой Системы» договору о предоставлении мощности, сроки ввода ПГУ на Среднеуральской ГРЭС, с учетом «льготного периода» - до конца 2011 года, ПГУ на Невинномысской ГРЭС – до середины 2012 года. На настоящий момент существенная часть затрат по обоим проектам уже реализована, и компания планирует завершить работы до конца 2010 г. Учитывая наличие доступа к источникам финансирования по обоим проектам, мы полагаем, что риски нарушения обязательств по предоставлению мощности на оптовый рынок и применения штрафных санкций не велики.

Помимо строительства новой мощности, инвестиционные планы предполагают существенные вложения в повышение эффективности и надежности существующих станций (крупнейший проект – система сухого золошлакоудаления на Рефтинской ГРЭС, которая позволит заметно улучшить экологичность станции). Насколько мы понимаем, компания планирует привлечь долгосрочное финансирование на эту часть инвестиционной программы – в частности, рассматриваются возможности привлечения средств под гарантии европейских экспортных агентств, а также кредитной линии в Европейском Инвестиционном Банке (EIB).

## Инвестиционная программа ОГК-5, 2009-2013 гг., млн руб.

	2009	2010	2011	2012	2013
Новая мощность (Среднеуральская, Невинномысская ГРЭС)	11 775	1 965	3 845	0	0
Прочие инвестиции	6 379	5 052	12 826	6 406	3 338
Итого	18 154	7 017	16 671	6 406	3 338

Источник: данные Компании, расчеты ГПБ

**ОГК-5-1: сопоставление с аналогами, представленными на долговом рынке.**

Из обращающихся рублевых выпусков российских генерирующих компаний в качестве аналогов для облигаций Энеп ОГК-5, на наш взгляд, целесообразно рассматривать инструменты, размещенные в текущем году (либо бумаги, прошедшие оферту, по которым ставка купона на следующий купонный период пересмотрена с учетом текущих рыночных условий). В частности, мы сопоставляем Энеп ОГК-5 с *ТТК-1*, разместившей в июле выпуск облигаций на 5 млрд рублей, и *Мосэнерго*, выпустившей в августе



биржевые облигации на 2 млрд рублей. Кроме того, 18 сентября 2009 г. Мосэнерго исполнила оферту по первому выпуску рублевых облигаций: компания установила новую ставку купона на уровне 12,5% (к погашению через 2 года), в результате чего инвесторы не предъявили к оферте ни одной бумаги.

Энел ОГК-5 и отраслевые аналоги, представленные на рынке облигаций: сравнительный анализ

	Топливный баланс	Установленная мощность, ГВт	Выручка I кв09, млрд руб	Выручка I кв09/I кв08, %	Отпуск э/э, I кв09/I кв08, %	Рент. EBITDA, I кв09	Удельный расход топлива 2008, гр.у.т./кВтч	Долг / EBITDA, I кв09	Рейтинг, S&P/Moodys /Fitch
Мосэнерго	98% газ	11,6	59,6	24%	0,4%	21%	292,0	0,7	BB-/ - / -
ОГК-6, МСФО	51% газ, 48% уголь	9,1	20,4	0%	-30,3%	21%	362,1	0,3	
ОГК-2, МСФО	77% газ, 23% уголь	8,7	19,4	-8%	-6,3%	13%	347,5	2,8	
ТГК-1, РСБУ	96% газ, 4% уголь	6,2	19,4	20%	0,8%	16%	306,0	1,5	
Энел ОГК-5, РСБУ	51% газ, 48% уголь	8,7	19,3	-5%	-17,8%	22%	327,0	1,7	- /Ba3/ -
ТГК-2, РСБУ	65% газ, 22% мазут, 12% уголь	2,6	14,1	10%	-12,2%	13%	338,1	1,8	

Источник: данные Компаний, расчеты ГПБ

Мы полагаем, что с точки зрения кредитного качества Энел ОГК-5 в целом выглядит несколько лучше, чем ТГК-1, главным образом благодаря небольшому вкладу тепловой генерации в выручку Энел ОГК-5 и, как следствие, большему потенциалу роста доходов от либерализации рынка электроэнергии.

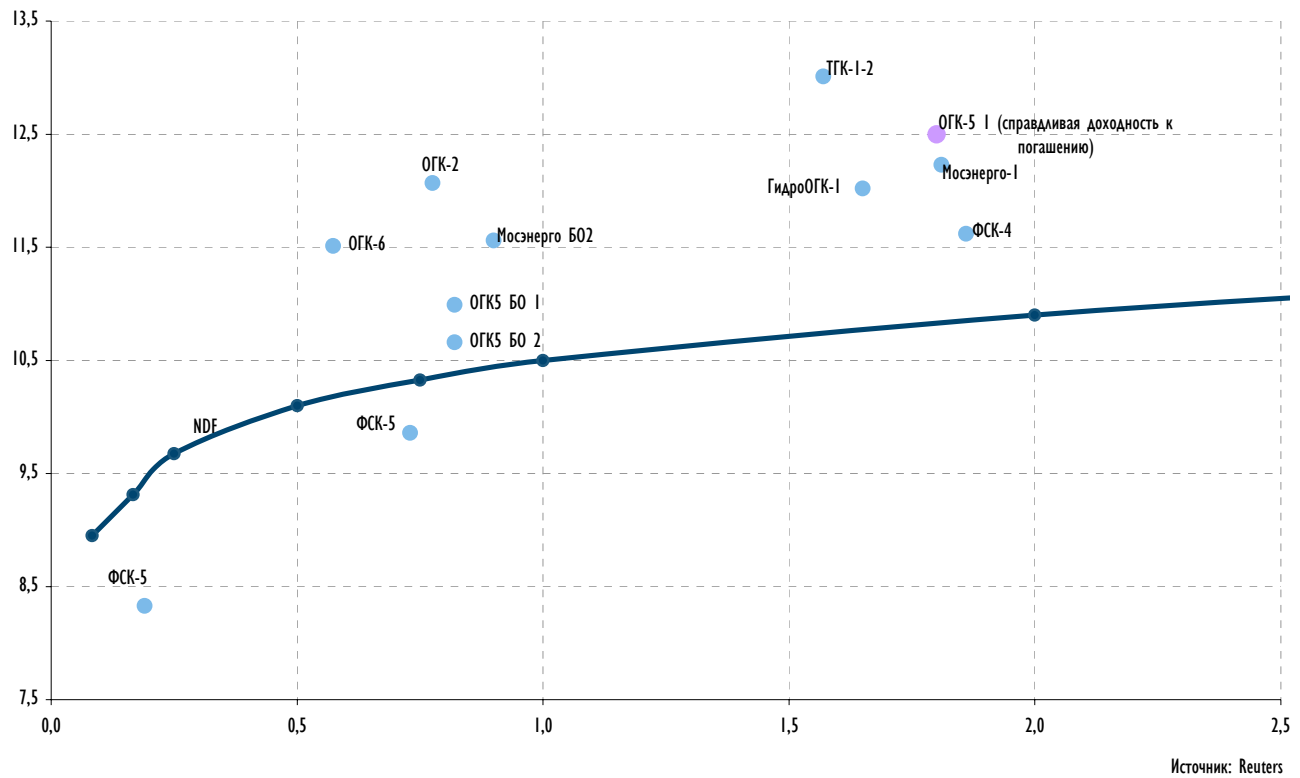
По сравнению с Мосэнерго Энел ОГК-5 также выигрывает с точки зрения структуры продаж (небольшая доля выручки от продажи тепла). В то же время это преимущество уравновешивается более существенными масштабами бизнеса Мосэнерго, более эффективными генерирующими мощностями (что отражается в более низком показателе расхода топлива) и меньшей долговой нагрузкой. При этом в качестве существенного плюса для обеих компаний мы отмечаем наличие «сильного» акционера: Газпром для Мосэнерго (53.5% акций) и Enel для ОГК-5 (55.86%).

*В целом мы полагаем, что определенная премия в доходности бондов Энел ОГК-5 к Мосэнерго, связанная с более высоким кредитным качеством последней, была бы оправданной – однако размер этой премии, на наш взгляд, должен быть сравнительно небольшим: в пределах 25 б.п. Стоит отметить, что рейтинговые агентства оценивают кредитный риск двух компаний на близком уровне: Мосэнерго имеет рейтинг BB- от S&P, Энел ОГК-5 –Ba3 от Moody's.*

Облигации Мосэнерго-1 по состоянию на 21 сентября 2009 г. торговались с доходностью 12,23% годовых к погашению через 2 года. Этот выпуск, как мы полагаем, является наиболее близким ориентиром для облигаций ОГК-5-1: обе бумаги входят в ломбардный список ЦБ и имеют листинг А1 (в отличие, например, от выпуска ТГК-1-2, который пока не имеет ломбардного статуса). Как следствие, *справедливый уровень доходности по ОГК-5-1 с новым купоном после оферты (12,25%) на текущий момент мы оцениваем на уровне порядка 12,5% годовых. При этом мы полагаем, что обе бумаги имеют потенциал роста «вместе с рынком», учитывая ожидаемое продолжение тренда на снижение «базовых» ставок ЦБ и существующий спрос на качественные бумаги первого – второго эшелона.*



## Приложение: Кривая доходности энергетических компаний, 21/09/2009



**Газпромбанк**117420, г. Москва, ул. Наметкина, 16, стр. 1  
(Офис: ул. Новочеремушкинская, 63)  
Тел. +7 (495) 913 7474**Департамент анализа рыночной конъюнктуры****Андрей Богданов**  
начальник департамента  
+7 (495) 988 23 44**Стратегия на фондовом и долговом рынках****Андрей Богданов**  
**Артем Архипов**  
**Анна Богдюкевич**+7 (495) 988 23 44  
Andrei.Bogdanov@gazprombank.ru  
+7 (495) 980 41 82  
Artem.Arhipov@gazprombank.ru  
+7 (495) 983 18 00 доб. 54085  
Anna.Bogdyukevich@gazprombank.ru**Нефть и газ, электроэнергетика****Иван Хромушин**  
**Дмитрий Котляров**+7 (495) 980 43 89  
Ivan.Khromushin@gazprombank.ru  
+7 (495) 913 78 26  
Dmitry.Kotlyarov@gazprombank.ru**Макроэкономика и банковский сектор****Артем Архипов**  
**Анна Богдюкевич**+7 (495) 980 41 82  
Artem.Arhipov@gazprombank.ru  
+7 (495) 983 18 00 доб. 54085  
Anna.Bogdyukevich@gazprombank.ru**Металлургия****Сергей Канин**+7 (495) 988 24 06  
Sergei.Kanin@gazprombank.ru**Телекоммуникации и медиа****Андрей Богданов**  
**Анна Курбатова**+7 (495) 988 23 44  
Andrei.Bogdanov@gazprombank.ru  
+7 (495) 913 78 85  
Anna.Kurbatova@gazprombank.ru**Потребительский сектор****Рустам Шихахмедов**+7 (495) 428 50 69  
Rustam.Shikhakhmedov@gazprombank.ru**Транспорт и машиностроение****Алексей Астапов**+7 (495) 428 49 33  
Aleksai.Astapov@gazprombank.ru**Аналитика долгового рынка****Артем Архипов**  
**Яков Яковлев**+7 (495) 980 41 82  
Artem.Arhipov@gazprombank.ru  
+7 (495) 988 24 92  
Yakov.Yakovlev@gazprombank.ru**Редакторская группа****Татьяна Курносенко**+7 (495) 983 18 00 доб. 54084  
Tatiana.Kurnosenko@gazprombank.ru**Департамент инструментов долгового рынка****Павел Исаев**начальник департамента  
+7 (495) 980 41 34  
Pavel.Isaev@gazprombank.ru**Департамент рынков фондового капитала****Максим Шашенков**начальник департамента  
+7 (495) 988 23 24  
Maxim.Shashenkov@gazprombank.ru**Управление рынков заемного капитала****Игорь Ешков**Директор  
+7 (495) 429 96 44  
Igor.Eshkov@gazprombank.ru**Управление торговли и продаж долговых инструментов****Андрей Миронов**  
начальник управления+7 (495) 428 2366  
Andrei.Mironov@gazprombank.ru**Управление торговли и продаж инструментов фондового рынка****Продажи****Константин Шапшаров**  
директор+7 (495) 983 18 11  
Konstantin.Shapsharov@gazprombank.ru**Трейдинг****Валерий Левит**  
директор+7 (495) 988-24-11  
Valeriy.Levit@gazprombank.ru**Продажи****Дмитрий Кузнецов**  
+7 (495) 428 49 80  
kuzd@gazprombank.ru**Евгений Терещенко**  
+7 (495) 988 24 10  
Evgeniy.Tereshchenko@gazprombank.ru**Илья Ремизов**  
+7 (495) 983 1880  
Ilya.Remizov@gazprombank.ru**Мария Братчикова**  
+7 (495) 988 24 03  
Maria.Bratchikova@gazprombank.ru**Сергей Яблонский**  
+7 (495) 719 17 74  
sy@gazprombank.ru  
**Трейдинг****Управление рынков фондового капитала****Андрей Чичерин**  
+7 (495) 983 19 14  
Andrey.Chicherin@gazprombank.ru**Александр Семенников**  
+7 (495) 988 2373  
Alexander.Semennikov@gazprombank.ru**Управление биржевых интернет-операций****Андрей Блохин**  
+7 (495) 983 17 28  
Andrey.Blokhin@gazprombank.ru

Copyright © 2003-2009. «Газпромбанк» (Открытое акционерное общество). Все права защищены

Данный отчет подготовлен аналитиками «Газпромбанка» (Открытого акционерного общества) (далее – ГПБ (ОАО)) на основе публичных источников, заслуживающих, на наш взгляд, доверия, однако проверка представленных в этих источниках данных нами не проводилась. За исключением информации, касающейся непосредственно ГПБ (ОАО), последний не несет ответственности за точность и полноту информации, содержащейся в отчете. Представленные в отчете мнения и суждения отражают только личную точку зрения аналитиков относительно описываемых событий и анализируемых ситуаций. Они не обязательно отражают мнение ГПБ (ОАО) и могут изменяться без предупреждения, в том числе в связи с появлением новых корпоративных и рыночных данных. ГПБ (ОАО) не обязан обновлять, изменять или дополнять данный отчет или уведомлять кого-либо об этом. Финансовые инструменты, упомянутые в данном отчете, могут быть не подходящими инструментами инвестирования для определенных инвесторов. Отчет не может являться единственным основанием для принятия инвестиционных решений. Инвесторы должны принимать инвестиционные решения самостоятельно, привлекая для этих целей собственных независимых консультантов, если сочтут это необходимым, и руководствоваться интересами и задачами. Авторы не берут на себя ответственность за действия, предпринятые на основе изложенной в этом отчете информации. Информация, содержащаяся в данном отчете или приложениях к нему, не является предложением об оказании услуг, не может рассматриваться как оферта, приглашение делать коммерческие предложения или реклама, если иное прямо не указано в настоящем отчете или приложениях к нему.