

Результаты ОГК-2 за 2007 г. по МСФО

Снижение цен не вызвано фундаментальными факторами

- **Низкая рентабельность по причине тарифного регулирования...** Согласно отчетности компании за прошлый год, рентабельность EBITDA составила 4.6%, что существенно хуже результатов ОГК-3 (9.3%), ОГК-5 (9.6%) и ОГК-6 (15%). С другой стороны, прошлогодний показатель знаменует заметное улучшение по сравнению с 2006 г., когда рентабельность EBITDA составила около 0.8%. Мы по-прежнему считаем, что причины низкой рентабельности кроются главным образом в тарифном регулировании, а не в низкой эффективности деятельности. Действительно, тарифы для крупнейшей электростанции компании (Сургутская ГРЭС-1, 51% всей выработки) установлены на относительно низком уровне, хотя на весьма значительную эффективность станции указывает коэффициент загрузки мощностей (82%) и сравнительно высокая топливная эффективность.
- **...однако в 2008-2009 гг. ожидается улучшение.** По мере либерализации рынка электроэнергии мы ожидаем повышения рентабельности ОГК-2. В прошлом году доля энергии, продаваемой по нерегулируемым ценам, составляла в среднем 7.5%, тогда как по итогам текущего года она вырастет до 20%, а в следующем году – до 40%. Если учесть очень значительный спрос на электроэнергию в богатых нефтью округах Тюменской области (согласно прогнозам, потребление ежегодно будет увеличиваться на 5%), то цены на электроэнергию должны расти достаточно быстро.
- **Чистый долг – отрицательный...** По состоянию на конец 2007 г. средства компании на счетах в банках и финансовые вложения достигли 23.6 млрд руб., в результате чего чистый долг оказался отрицательным (-16.7 млрд руб.). При прошлогоднем отношении EBITDA/Процентные расходы в 3.7 мы считаем долговую нагрузку эмитента весьма умеренной.
- **...однако долговая нагрузка возрастет из-за увеличения капитальных затрат** в следующем году и далее. Не так давно ОГК-2 пересмотрела в сторону увеличения программу капиталовложений на период до 2012 г. По сравнению с принятой в 2006 г. инвестпрограммой ПАО ЕЭС запланированная сумма возросла с менее чем USD4 млрд почти до USD7 млрд. Можно предположить, что избыток свободной наличности будет израсходован уже в текущем году, а значит, компании придется вернуться к финансированию капитальных затрат за счет долгового капитала в четвертом квартале нынешнего или в первом квартале следующего года.
- **Газпром – по-прежнему ключевой фактор для кредитного качества.** В ближайшее после ликвидации ПАО ЕЭС время Газпром станет контролирующим акционером ОГК-2 с долей порядка 60%. Хотя на данный момент неизвестно, захочет ли материнская компания увеличивать акционерный капитал ОГК-2 с целью финансирования капитальных затрат, мы по-прежнему полагаем, что в случае необходимости Газпром окажет «дочке» экстренную финансовую поддержку.
- **Причины снижения котировок облигаций теперь очевидны.** В разделе «События после отчетной даты» ОГК-2 сообщила о выкупе по оферте облигаций на сумму 2.4 млрд руб. в процессе реорганизации. Кроме того, отмечается, что в конце апреля компания вновь продала указанные ценные бумаги на внебиржевом рынке по цене 94.80% от номинала, что соответствует доходности порядка 10.60% годовых (на тот момент рыночные котировки находились на уровне 97%, а доходность – 9.40-9.50%). Сейчас действия инвесторов, которые приобрели бумаги на первичном рынке, представляются вполне логичными – они фиксировали прибыль, оказывая давление на котировки облигаций. Более того, нам совершенно непонятно, почему эмитент с колоссальной ликвидностью повел себя как заемщик, остро нуждающийся в средствах. Тем не менее, после проведения всех операций доходность облигаций ОГК-2 превышает доходность инструментов всех ОГК и ТГК, но из-за возможного дополнительного предложения бумаг на вторичном рынке давление на котировки может сохраниться. По фундаментальным характеристикам мы по-прежнему высоко оцениваем кредитное качество эмитента, однако соотношение спроса и предложения может, по нашему мнению, еще какое-то время оставаться не в пользу инвесторов.

ОГК-2: Основные финансовые показатели по МФСО

| Млрд руб., если не указано иное | 2007 | 2006 |
|---------------------------------|-------|------|
| Выручка | 33.8 | 25.4 |
| EBITDA | 1.6 | 0.2 |
| Рентабельность EBITDA | 4.65% | 0.8% |
| Чистая прибыль | -0.3 | 2.4 |
| Совокупный долг | 6.9 | 5.8 |
| Чистый долг | -16.7 | 4.6 |
| Процентные расходы | 0.43 | 0.2 |
| EBITDA/Процентные расходы | 3.7 | 1.0 |

Источники: данные компании, оценка Ренессанс Капитала

Раскрытие информации

Подтверждение аналитиков и отказ от ответственности

Настоящий отчет подготовлен аналитиком (ами), чье имя (ьи имена) указано (ы) на титульном листе настоящего отчета с целью предоставления справочной информации о компании или компаниях (собираательно «Компания») и ценных бумаг, являющихся предметами настоящего отчета. Каждый аналитик подтверждает, что все позиции, изложенные в настоящем отчете в отношении какой-либо ценной бумаги или эмитента, точно отражают личные взгляды этого аналитика касательно любого анализируемого эмитента/ценной бумаги.

Любые рекомендации или мнения, представленные в настоящем отчете, являются суждением на момент публикации настоящего отчета. Настоящий отчет был подготовлен независимо от Компании, и любые рекомендации и мнения, представленные в настоящем отчете, отражают исключительно точку зрения аналитика. При всей осторожности, соблюдаемой для обеспечения точности изложенных фактов, справедливости и корректности представленных рекомендаций и мнений, ни один из аналитиков, Компания, ее директора и сотрудники не устанавливали подлинность содержания настоящего отчета и, соответственно, ни один из аналитиков, Компания, ее директора и сотрудники не несут какой-либо ответственности за содержание настоящего отчета, в связи с чем информация, представленная в настоящем отчете, не может считаться точной, справедливой и полной.

Ни одно лицо не несет какой-либо ответственности за какие-либо потери, возникшие в результате какого-либо использования настоящего отчета или его содержания, либо возникшие в какой-либо связи с настоящим отчетом. Каждый аналитик и/или связанные с ними лица мог предпринять действия в соответствии либо использовать информацию, содержащуюся в настоящем отчете, а также результаты аналитической работы, на основании которых составлен настоящий отчет, до его публикации. Информация, представленная в настоящем документе, не может служить основанием для принятия инвестиционных решений любым его получателем или иным лицом в отношении ценных бумаг Компании. Настоящий отчет не является оценкой стоимости бизнеса Компании, ее активов либо ценных бумаг для целей, предусмотренных законодательством Российской Федерации и иных стран СНГ в сфере деятельности по оценке стоимости. Каждый аналитик подтверждает, что никакая часть полученного вознаграждения не была, не является и не будет связана прямо или косвенно с определенной рекомендацией (ями) или мнением (ями), представленными в данном отчете. Вознаграждение аналитикам определяется в зависимости от деятельности и услуг, направленных на обеспечение выгоды инвесторам, являющимся клиентами Renaissance Securities (Cyprus) Limited, RenCap Securities, Inc., Renaissance Capital Limited, а также дочерних компаний («Фирма»). Как и все сотрудники Фирмы, аналитики получают вознаграждение в зависимости от рентабельности деятельности Фирмы, которая включает выручку от ведения прочих видов деятельности подразделениями Фирмы. Каждый аналитик, аффилированные компании либо иные лица являются или могут являться членами группы андеррайтеров в отношении предлагаемых к продаже ценных бумаг Компании. Каждый аналитик имеет право в будущем участвовать в публичном выпуске ценных бумаг Компании.

Ренессанс Капитал

123317, Москва
Краснопресненская набережная, 18
Тел.: + 7 (495) 258 7777
Факс: + 7 (495) 258 7778
www.rencap.com

Аналитическое управление

Руководитель аналитического управления

Роланд Нэш
+ 7 (495) 258 7916
RNash@rencap.com

Рынок акций – Россия

Наталья Загвоздина
+ 7 (495) 258 7753
NZagvozdina@rencap.com

Начальник отдела анализа акций

Александр Бурганский
+ 7 (495) 258 7904
ABurgansky@rencap.com

Рынок акций – Украина

Уилфред Уиллвонг
+ 38 (044) 492 7394
WWillwong@rencap.com

Начальник отдела анализа долговых обязательств

Алексей Моисеев
+ 7 (495) 258 7946
AMoiseev@rencap.com

Рынок акций – Средняя Азия

Гайрат Салимов
+ 7 (727) 244 1581
GSalimov@rencap.com

Стратегия на рынке акций + 7 (495) 258 7916

Роланд Нэш
RNash@rencap.com
Томас Манди
Ованес Оганисян

Банковский сектор + 7 (495) 258 7748

Дэвид Нангл
DNangle@rencap.com
Светлана Ковальская

Металлургия + 7 (495) 258 7743

Роб Эдвардс
REdwards@rencap.com
Юрий Власов

Нефть и газ + 7 (495) 258 7904

Александр Бурганский
ABurgansky@rencap.com
+ 44 (20) 7367 7741
Адам Ландес
ALandes@rencap.com
Елена Савчик
Евгения Дышлюк
Роман Елагин
Ирина Елиневская

Потребительский сектор + 7 (495) 258 7753

Наталья Загвоздина
NZagvozdina@rencap.com
Иван Николаев
Виктор Дима
Ульяна Типсина

Сектор недвижимости + 7 (495) 258 7770 x4959

Алексей Языков
AYazykov@rencap.com
Александр Венгранович

Телекоммуникации + 7 (495) 258 7902

Александр Казбеги
AKazbegi@rencap.com
Иван Ким
Тибор Бокор
Дэвид Фергусон

Транспорт и автомобилестроение + 7 (495) 258 7747

Эдуард Фаритов
EFaritov@rencap.com
Ольга Ареева

Химия и машиностроение + 7 (495) 783 5653

Марина Алексеенкова
MAlexeenkova@rencap.com
Ринат Кирдань

Электроэнергетика + 44 (20) 7367 7793

Дерек Уивинг
DWeaving@rencap.com
Вадим Борохов
Владимир Складя

Экономика и политика + 7 (495) 258 7703

Екатерина Малофеева
KMalofeeva@rencap.com
Елена Шарипова
Игорь Лебединец
Нина Дергунова

Украинский рынок акций, стратегия + 38 (044) 492 7394

Уилфред Уиллвонг
WWillwong@rencap.com
Джефффри Смит
Владимир Динул
Светлана Дрыгуш
Юлия Романенко
Владислав Носик
Сергей Петренко
Константин Головкин

Рынок акций Средней Азии, стратегия + 7 (727) 244 1581

Гайрат Салимов
GSalimov@rencap.com
Екатерина Газадзе

Редакционно-издательский отдел, выпуск на русском языке + 7 (495) 258 7764

Екатерина Малахова
EMalakhova@rencap.com
Станислав Захаров
Мария Дунаева
Анна Ковтун
Анна Богданова

Рынок долговых обязательств, стратегия + 7 (495) 258 7946

Алексей Моисеев
AMoiseev@rencap.com
Николай Подгузов
Валентина Крылова
Анастасия Головач
Татьяна Санникова
Олеся Черданцева
Мария Рахмеева

Кредитный анализ + 7 (495) 258 7789

Петр Гришин
PGrishin@rencap.com
Алексей Булгаков
Максим Раскоснов
Андрей Марков

Административная поддержка + 7 (495) 725 5216

Ольга Степанова
OSTepanova@rencap.com
Юлия Попова
Анна Кучеревская

Редакционно-издательский отдел, выпуск на английском языке + 7 (495) 725 5261

Александра Волдман
AWaldman@rencap.com
Патриция Сомервилль
Лорен Мэнди

© 2008 ЗАО «Ренессанс Капитал» (далее «РК»). Все права защищены. Настоящая публикация носит исключительно информационный характер и не является предложением о продаже или попыткой со стороны РК купить или продать какие-либо ценные бумаги, на которые в публикации может содержаться ссылка, или предоставить какие-либо инвестиционные рекомендации или услуги. Такие предложения могут быть сделаны исключительно в соответствии с применимым законодательством. Прошлая доходность не является показателем доходности инвестиций в будущем. Настоящая публикация основана на информации, которую мы считаем надежной, однако мы не утверждаем, что все приведенные сведения абсолютно точны. Мы не несем ответственности за использование клиентами информации, содержащейся в настоящей публикации, а также за операции с ценными бумагами, упоминающимися в ней. Мы не берем на себя обязательство регулярно обновлять информацию, которая содержится в настоящей публикации или исправлять возможные неточности. РК и его аффилированные лица, директора, партнеры и сотрудники, в том числе лица, участвующие в подготовке и выпуске этого материала, имеют право покупать и продавать упоминающиеся в материале ценные бумаги и производные инструменты от них. На ценные бумаги номинированные в иностранной валюте могут оказывать влияние обменные курсы валют, изменение которых может вызвать снижение стоимости инвестиций в эти активы. Инвесторы в Американские депозитарные расписки также подвергаются риску изменения обменного курса валют. Инвестирование в российские ценные бумаги несет значительный риск, и инвесторы должны проводить собственное исследование надежности эмитентов.

ЗАО «Ренессанс Капитал» обладает следующими лицензиями профессионального участника рынка ценных бумаг Российской Федерации:

брокерская деятельность – лицензия от 12.07.2001 г. №177-05370-100000

дилерская деятельность – лицензия от 12.07.2001 г. №177-05386-010000

депозитарная деятельность - лицензия от 11.07.2001 г. №177-05399-000100