

Э.ОН Россия

Лидер тепловой генерации России

Цель: 11,02 цента (+45%), ПОКУПАТЬ

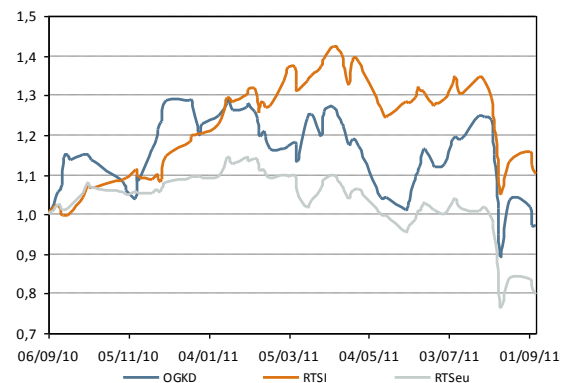
Аналитик: Анна Дианова
Эл. почта: ADianova@veles-capital.ru

Ключевые моменты

- Э.ОН Россия (ранее – ОГК-4) занимает позицию самой эффективной компании в секторе тепловой генерации: рентабельность EBITDA согласно отчетности по МСФО за 2010 г. составила 28%, и мы ожидаем, что по итогам 2011 г. данный показатель превысит 30%. У российских компаний-аналогов рентабельность EBITDA составляет 10-15%. Основной причиной высокой рентабельности Э.ОН Россия является то, что большая часть поставок топлива на Сургутскую ГРЭС-2 (на которую приходится 66% выработки электроэнергии компании) осуществляется Сургутнефтегазом и Роснефтью в рамках программы по утилизации попутного нефтяного газа.
- Компания в срок выполняет свои обязательства по инвестиционной программе. К 2014 г. установленная мощность Э.ОН Россия превысит 11 ГВт. Следует отметить, что из-за высокого коэффициента использования мощностей (средний КИУМ в 2010 г. составил 65%, на Сургутской ГРЭС-2 – 87%) вводы новых мощностей приводят к значительному приросту финансовых показателей компании.
- В настоящее время у Э.ОН Россия нет долгов. По нашим оценкам, компания способна завершить инвестпрограмму, не привлекая внешнее финансирование. Тем не менее, ситуация может измениться, если менеджмент компании примет решение о выплате дивидендов в 2011-2012 гг.
- Мы оцениваем принятие решения о начале дивидендных выплат Э.ОН Россия как вероятное, но пока не закладываем вариант реализации данного сценария в нашу модель.
- Основными рисками для Э.ОН Россия являются ограничение тарифов на регулируемом рынке электроэнергии и мощности, а также риск, связанный с зависимостью компании от поставок определенного вида угля СУЭКом на Березовскую ГРЭС (вторая по установленной мощности ГРЭС Э.ОН Россия). Однако принятый правительством накануне президентских выборов план ограничения тарифов может быть пересмотрен после их окончания, а для уменьшения зависимости от поставок СУЭКа компания планирует заключение договоров с альтернативными поставщиками.
- Мы возобновляем покрытие Э.ОН Россия. Наша справедливая стоимость обыкновенных акций компании, полученная методом DCF с использованием последней доступной отчетности по МСФО, составляет 11,02 цента за акцию, что указывает на потенциал роста в размере 45%. В связи с этим мы присваиваем акциям компании рекомендацию «ПОКУПАТЬ».

Основные показатели

Динамика цены акций компании относительно индекса РТС



Акционеры



Информация о компании

Код РТС	OGKD
Цена обыкновенной акции, долл.	0,08
Мин./макс. цена акции за 52 недели, долл.	0,07 / 0,10
Справедливая цена акции на конец года, долл.	0,11
Потенциал роста (об.), %	44,9
Всего обыкновенных акций, шт.	63 048 706 146
Рыночная капитализация, млн долл.	4 792
EV, млн долл.	4 314

Финансовые показатели и коэффициенты (МСФО)

	2010	2011 (п)	2012 (п)
Выручка, млн долл.	1 657	2 355	2 846
EBITDA, млн долл.	468	781	903
Чистая прибыль, млн долл.	337	571	645
Норма EBITDA, %	28,2	33,2	31,7
Норма чистой прибыли, %	20,4	24,2	22,7
EV / S	2,60	1,83	1,52
EV / EBITDA	9,22	5,52	4,78
P / E	14,20	8,39	7,43
ROIC, %	12,2	13,2	14,2
ROE, %	10,9	13,6	14,3



Финансовая модель и оценка Э.ОН Россия, млн долл.

	2010	2011 (п)	2012 (п)	2013 (п)	2014 (п)		2010	2011 (п)	2012 (п)	2013 (п)	2014 (п)			
Отчет о прибылях и убытках						WACC								
Выручка	1 657	2 355	2 846	3 246	3 800	Безрисковая ставка, %			6,5	5,9	6,7			
Операционные расходы (без амортизации)	(1 189)	(1 574)	(1 943)	(2 228)	(2 663)	Налог на прибыль, %			20,0	20,0	20,0			
ЕБИТДА	468	781	903	1 017	1 137	Стоимость акционерного капитала (ао), %			14,2	13,6	14,4			
Амортизация	(77)	(110)	(145)	(150)	(153)	Систематический риск рынка акций, %			5,0	5,0	5,0			
ЕБИТ	391	671	758	867	984	Beta leveraged			0,8	0,8	0,8			
Разовые статьи	0	0	0	0	0	Специфический риск компании, %			3,8	3,8	3,8			
Процентные расходы	(0)	0	0	0	0	Стоимость долга, %			7,7	7,1	8,0			
Неоперационные доходы/расходы	24	43	48	55	62	Специфический риск компании, %			1,3	1,3	1,2			
Прибыль до налогообложения	414	714	806	922	1 047	WACC, %			14,2	13,6	14,4			
Налог на прибыль	(77)	(143)	(161)	(184)	(209)	Свободный денежный поток								
Доля меньшинства	(0)	(0)	(0)	(0)	(0)	НОРАТ	339	571	645	738	837			
Чистая прибыль	337	571	645	738	837	Амортизация	77	110	145	150	153			
Баланс						Капитальные затраты	(558)	(1 039)	(659)	(676)	(260)			
Долгосрочные активы	2 633	4 062	4 232	5 380	4 893	Изменение чистого оборотного капитала	13	(38)	(16)	(15)	(20)			
Основные средства и нематериальные	2 626	4 054	4 224	5 371	4 885	Свободный денежный поток	(129)	(396)	114	197	710			
Прочие долгосрочные активы	7	8	8	9	8	Ставка дисконтирования, %			14,2	13,6	14,4			
Краткосрочные активы	753	550	685	1 055	1 700	Коэффициент дисконтирования			0,94	0,82	0,72			
Оборотные активы	275	419	452	574	597	Дисконтированный свободный денежный поток			107	162	512			
Краткосрочные инвестиции	469	100	201	439	1 061	Оценка стоимости обыкновенных акций								
Денежные средства	9	30	32	41	43	Ставка роста в постпрогнозный период, %		3,0						
Итого активы	3 386	4 612	4 917	6 435	6 593	Сумма дисконтированного денежного потока (+)		3 624						
Средства акционеров	3 089	4 208	4 495	5 912	6 061	Дисконтированная продленная стоимость (+)		2 886						
Акционерный капитал	3 088	4 208	4 495	5 911	6 060	Стоимость бизнеса компании		6 510						
Доля меньшинства	1	1	1	1	1	Стоимость чистого долга (-)		(233)						
Долгосрочные обязательства	95	110	101	116	103	Доля миноритарных акционеров (-)		1						
Долгосрочные займы	0	0	0	0	0	Стоимость финансовых вложений (+)		203						
Прочие долгосрочные обязательства	95	110	101	116	103	Стоимость акционерного капитала		6 945						
Краткосрочные обязательства	203	293	320	408	429	Фундаментальная стоимость ао, долл.		0,11						
Краткосрочные займы	0	0	0	0	0	Чувствительность оценки, %								
Оборотные обязательства	203	293	320	408	429	TGR	WACC	-3,0	-2,0	-1,0	тек.	1,0	2,0	3,0
Итого обязательства и средства акционеров	3 386	4 612	4 917	6 435	6 593	1,0	+23%	+11%	+2%	-7%	-14%	-20%	-25%	
Движение денежных средств						2,0	+29%	+16%	+6%	-4%	-11%	-18%	-24%	
Основная деятельность	435	645	777	876	974	3,0	+37%	+22%	+10%	+0%	-8%	-16%	-22%	
Чистая прибыль	337	571	645	738	837	4,0	+46%	+29%	+15%	+4%	-5%	-13%	-20%	
Амортизация	77	110	145	150	153	5,0	+58%	+38%	+22%	+9%	-1%	-10%	-17%	
Изменение оборотного капитала	13	(38)	(16)	(15)	(20)	Рыночные мультипликаторы, 1x								
Прочее	7	3	4	4	4	EV / Sales	2,6	1,8	1,5	1,3	1,1			
Инвестиционная деятельность	(442)	(627)	(772)	(872)	(967)	EV / ЕБИТДА	9,2	5,5	4,8	4,2	3,8			
Приобретение внеоборотных активов	(558)	(1 039)	(659)	(676)	(260)	EV / ЕБИТ	11,0	6,4	5,7	5,0	4,4			
Приобретение/продажа дочерних	0	0	0	0	0	P / E	14,2	8,4	7,4	6,5	5,7			
Прочее	116	412	(113)	(197)	(708)	P / BV	1,6	1,1	1,1	0,8	0,8			
Финансовая деятельность	(0)	(0)	(0)	(0)	(0)	EV / FCF	отр.	отр.	37,8	21,9	6,1			
Изменение долга	0	0	0	0	0									
Изменение акционерного капитала	0	0	0	0	0									
Выплата дивидендов	(0)	(0)	(0)	(0)	(0)									
Прочее	0	0	0	0	0									
Изменение денежных средств	(7)	18	5	4	6									
Кoeffициенты														
Рентабельность ЕБИТДА, %	28,2	33,2	31,7	31,3	29,9									
Рентабельность чистой прибыли, %	20,4	24,2	22,7	22,7	22,0									
ЕБИТДА / процентные расходы, 1x	3390,8	inf.	inf.	inf.	inf.									
Инвестиции / выручка, %	33,7	44,1	23,2	20,8	6,8									
ROE, %	10,9	13,6	14,3	12,5	13,8									
ROIC, %	12,2	13,2	14,2	12,8	15,9									
Долг/ЕБИТДА	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0									
Чистый долг/ЕБИТДА	н/с	н/с	н/с	н/с	н/с									
Долг/собственный капитал	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0									

Источник: данные компании. Оценка: Велес Капитал



Раскрытие информации

Заявление аналитика и подтверждение о снятии ответственности

Настоящий отчет подготовлен аналитиком (ами) ИК «Велес Капитал». Приведенные в данном отчете оценки отражают личное мнение аналитика (ов). Вознаграждение аналитиков не зависит, никогда не зависело и не будет зависеть от конкретных рекомендаций или оценок, указанных в данном отчете. Вознаграждение аналитиков зависит от общей эффективности бизнеса ИК «Велес Капитал», определяющейся инвестиционной выгодой клиентов компании, а также доходами от иных видов деятельности ИК «Велес Капитал».

Данный отчет, подготовленный Аналитическим управлением ИК «Велес Капитал», основан на общедоступной информации. Настоящий обзор был подготовлен независимо от других подразделений ИК «Велес Капитал», и любые рекомендации и суждения, представленные в данном отчете, отражают исключительно точку зрения аналитика (ов), участвовавших в написании данного обзора. В связи с этим, ИК «Велес Капитал» считает необходимым заявить, что аналитики и Компания не несут ответственности за содержание данного отчета. Аналитики ИК «Велес Капитал» не берут на себя ответственность регулярно обновлять данные, находящиеся в данном отчете, а также сообщать обо всех изменениях, вносимых в данный обзор.

Данный аналитический материал ИК «Велес Капитал» может быть использован только в информационных целях. Компания не дает гарантий относительно полноты и точности приведенной в этом отчете информации и ее достоверности, а также не несет ответственности за прямые или косвенные убытки от использования данных материалов. Данный документ не может служить основанием для покупки или продажи тех или иных ценных бумаг, а также рассматриваться как оферта со стороны ИК «Велес Капитал». ИК «Велес Капитал» и (или) ее дочерние предприятия, а также сотрудники, директора и аналитики ИК «Велес Капитал» имеют право покупать и продавать любые ценные бумаги, упоминаемые в данном обзоре.

ИК «Велес Капитал» и (или) ее дочерние предприятия могут выступать в качестве маркет-мейкера или нести обязательства по андеррайтингу ценных бумаг компаний, упоминаемых в настоящем обзоре, могут продавать или покупать их для клиентов, а также совершать иные действия, не противоречащие российскому законодательству. ИК «Велес Капитал» и (или) ее дочерние предприятия также могут быть заинтересованы в возможности предоставления компаниям, упомянутым в данном обзоре, инвестиционно-банковских или иных услуг.

Все права на данный бюллетень принадлежат ИК «Велес Капитал». Воспроизведение и/или распространение аналитических материалов ИК «Велес Капитал» не может осуществляться без письменного разрешения Компании. © Велес Капитал 2011 г.

Принцип определения рекомендаций

Инвестиционные рекомендации выносятся исходя из оценки доходностей акций компаний. Основу при расчете ожидаемой стоимости компании составляет оценка по методу дисконтированных денежных потоков (DCF). В некоторых оценках применяется оценка по методу сравнительных коэффициентов, а также смешанная оценка (методу DCF и по методу сравнительных коэффициентов). Все рекомендации выставляются исходя из определенной нами справедливой стоимости акций в последующие 12 месяцев.

В настоящее время инвестиционная шкала ИК «Велес Капитал» представлена следующим образом:

ПОКУПАТЬ – соответствует потенциалу роста акций в последующие 12 месяцев на 15% и более.

АККУМУЛИРОВАТЬ – соответствует потенциалу роста акций в последующие 12 месяцев на 5-15%.

ДЕРЖАТЬ – соответствует потенциалу роста (снижения) акций в последующие 12 месяцев от -5% до 5%.

СОКРАЩАТЬ – соответствует потенциалу снижения акций в последующие 12 месяцев от 5% до 15%.

ПРОДАВАТЬ – соответствует потенциалу снижения акций в последующие 12 месяцев на 15% и более.

В некоторых случаях возможны отклонения от указанных выше диапазонов оценки, исходя из которых устанавливаются рекомендации, что связано с высокой волатильностью некоторых бумаг в частности и рынка в целом, а также с индивидуальными характеристиками того или иного эмитента.

Для получения дополнительной информации и разъяснений просьба обращаться в Аналитическое управление ИК «Велес Капитал».



Департамент операций на рынке акций

Александр Антипов
Руководитель департамента
AAntipov@veles-capital.ru

Алексей Никогосов
Сейлз-трейдер
ANikogosov@veles-capital.ru

Дмитрий Перегудов
Сейлз-трейдер
DPeregudov@veles-capital.ru

Анна Шебеко
Международные продажи
AShebeko@veles-capital.ru

Вячеслав Беззубенко
Сейлз-трейдер
VBezzubenko@veles-capital.ru

Управление по работе с VIP клиентами

Юрий Павлов
Директор (VIP клиенты)
YPavlov@veles-capital.ru

Сергей Ветошкин
Корпоративные клиенты
SVetoshkin@veles-capital.ru

Управление анализа рынка акций

Илья Федотов
Начальник управления, телекоммуникации
IFedotov@veles-capital.ru

Айрат Халиков
Металлургия
AKhalikov@veles-capital.ru

Василий Танурков
Нефть и газ
VTanurkov@veles-capital.ru

Анна Дианова
Электроэнергетика
ADianova@veles-capital.ru

Управление доверительных операций

Бейшен Исаев
начальник управления
BIsaev@veles-capital.ru

Станислав Бродский
инвестиционные продукты
SBrodsky@veles-capital.ru

Вадим Лабед
работа с инвесторами
VLabed@veles-capital.ru

Россия, Москва, 123610,
Краснопресненская наб., д. 12, под. 7, эт. 18
Телефон: +7 (495) 258 1988, факс: +7 (495) 258 1989
www.veles-capital.ru

Украина, Киев, 01025, Б. Житомирская ул., д. 20
Телефон: +38 (044) 459 0250, факс: +38 (044) 459 0251
www.veles-capital.ua