

**Август 2, 2010**
**Целевая цена: 6.7 грн/0.85 дол**

**Егор Самусенко**  
 syg@concorde.com.ua  
 + 380 44 391 55 77

**Приватизация 25% доли в Прикарпатьеоблэнерго, самого прибыльного облэнерго в Украине, назначена на 17 августа. Мы рекомендуем участвовать в аукционе и предлагаем бидовать до 4.5 грн за акцию, что предполагает потенциал роста в 50% к нашей целевой цене в 6.7 грн**

**РЫНОЧНЫЕ ДАННЫЕ**

<b>Бид/Аск</b> , дол	0.31/0.63
52 нед макс/миним, дол	0.63/0.38
Средн. ежем. объем торгов за 6М, дол млн	0.02

<b>Рын. кап.*</b> , дол млн	58.6
Фри флоут	12.3%
Кап. фри флоута, дол млн	7.2

Тиккер (УБ, ПФТС) PREN

<b>К-во акций</b> , млн	103.6
Номинал, грн	0.25
<i>* При 4.48 грн за акцию, нашем рекомендуемом потолке заявки</i>	

**МУЛЬТИПЛИКАТОРЫ\***

	2009	2010П	2011П
EV/EBITDA	4.2	4.9	3.7
EV/RAB			0.28
EV/кВтч перед.	27.9	26.8	25.5

*\* At UAH 4.48 per share, our bid ceiling price*

**ОСНОВНЫЕ ФИНАНСЫ, млн дол**

	2009	2010П	2011П
Чист. продажи	74.5	88.3	107.8
EBITDA	14.2	12.2	15.8
EBITDA маржа	19%	14%	15%
Чистый долг	0.5	0.5	0.5

**СТРУКТУРА АКЦИОНЕРОВ**

Григорий Суркис	63%
ФГИ	25%
Другие	12%

**Приватизация маленькими пакетами 17 августа**

17 августа, Фонд госимущества (ФГИ) предложит на приватизацию 25% долю в Прикарпатьеоблэнерго, вероятно в виде ~1% пакетов. Стартовую цену, которая по нашим ожиданиям оставит потенциал для роста в 50%, ФГИ объявит 12 августа.

**Самое прибыльное облэнерго в Украине**

- Самое прибыльное из 29 облэнерго в Украине: EBITDA маржа составила 19% в 2009 при медиане сектора в 10%
- Второе место по коммерческим доходам (образуются, если потери э/э при транспортировке меньше нормативных) среди облэнерго, что позволило компании дополнительно заработать 24 млн грн (20% EBITDA) в 2009
- Высокая доля домохозяйств в структуре потребителей обеспечивает более высокий долгосрочный рост спроса. В 2004-2009 домохозяйства показали 7% среднегодовой рост потребления э/э, тогда как общее потребление э/э в стране не изменилось.
- Конфликт между мажоритарными акционерами разрешился в декабре 2009, после чего контроль консолидирован в руках Григория Суркиса
- Пролоббировало вторую по размеру инвестиционную программу (полностью финансируется через тариф) в 2010, 29 грн на кВтч в сравнении с отраслевой медианой в 18 грн
- Возобновление производства на Лукоре, крупнейшем потребителе э/э в регионе, увеличит передачу э/э на 15% в 2П10-1П11 год к году.

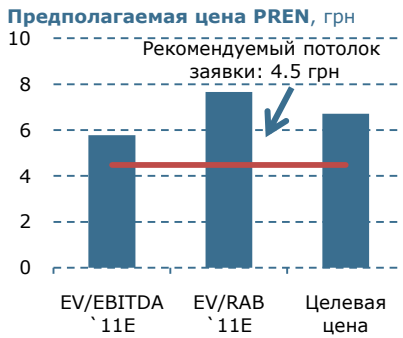
**Стабильная отрасль с потенциалом роста прибыльности благодаря реформе**

Переход к RAB-регулированию, который мы ожидаем в рамках анонсированной реформы энергорынка в 2011-2014, увеличит прибыли облэнерго в 2-4 раза, согласно нашим оценкам. В то же время, текущая система затраты-плюс гарантирует прибыль определенного размера (медиана EBITDA маржи составила 10% в 2009).

**Оценка и рекомендованный потолок для аукциона**

Основываясь на сравнении с российскими аналогами, мы вывели целевую цену для акции в 6.7 грн, рассчитав ее как среднее из цен, предполагаемых медианами мультипликаторов EV/EBITDA 2011П в 4.8x и EV/RAB в 0.47x. Учитывая неопределенность с ценой продажи на аукционе, мы рекомендуем потолок заявки в 4.5 грн, который предполагает резерв для потенциала роста в 50% к целевой цене. Мы ожидаем, что ФГИ объявит стартовую цену в диапазоне 3.5-4.5 грн, основываясь на стартовых ценах аналогичных аукционов по Полтава- и Сумыоблэнерго в июле, с учетом разницы в размере соответствующего облэнерго. Сейчас акции Прикарпатьеоблэнерго хоть и периодически торгуются на бирже, но являются неликвидными.

## Сравнение с аналогами



Источника: Блумберг, Конкорд Капитал

Мы рассчитали целевую цену для акций Прикарпатьеоблэнерго как среднее из цен, предполагаемых медианами мультипликаторов EV/EBITDA 2011П в 4.8х и EV/RAB в 0.47х для российских аналогов. Мы базируем наше сравнение на российских аналогах, поскольку ожидаем, что ход реформ энергорынка в Украине будет во многом напоминать российские преобразования в 2009-2010.

В то время как краткосрочная стоимость компании отображена в мультипликаторе EV/EBITDA по 2011П году, мы считаем, что фундаментальная стоимость бизнеса возрастет при переходе на RAB-регулирование, который мы ожидаем в рамках анонсированной реформы энергорынка в 2011-2014.

Мы консервативно оцениваем начальную регулятивную стоимость активов (RAB) основываясь на имеющихся в распоряжении данных НКРЭ 2006 года, предполагая, что цены не изменились в долларовом выражении.

Как и в России, мы ожидаем доходность NOPAT ниже уровня стоимости капитала. Мы оцениваем, что текущая медиана EV/RAB для российских аналогов в 0.47 справедливо оценивает дисконт, который надо применить к регулятивной стоимости активов облэнерго.

Учитывая присущую неопределенность с ценой продажи на аукционе, мы выставляем рекомендацию потолка заявки в 4.5 грн. Мы оцениваем, что потенциал роста в 50%, заложенный при расчете рекомендуемого потолка заявки, является адекватной доходностью, учитывая медленный прогресс в реформировании сектора.

### Мультипликаторы

	Рын.кап.	EV,	EV/Продажи		EV/EBITDA		EV/RAB	EV/Электрозн.	EV/линии
	дол млн	дол млн	2010O	2011O	2010O	2011O	2011O	дол за кВтч	дол за м
Прикарпатьеоблэнерго	59*	59*	0.67*	0.55*	4.9*	3.7*	0.28*	27.9*	2.3*

### Российские аналоги

МОЭСК	4,038	4,463	0.97	0.86	6.9	5.2	0.73	54.5	33.8
МРСК Центра	1,463	1,614	0.87	0.73	3.9	2.8	0.40	25.8	4.4
МРСК Сибири	796	1,014	0.73	0.55	8.9	4.5	0.37	9.1	3.9
Ленэнерго	676	1,616	1.74	1.61	5.7	5.9	0.61	50.0	30.5
МРСК Центра и Приволжья	755	1,206	0.87	0.72	8.2	5.3	0.47	19.7	4.8
МРСК Урала	718	1,172	0.73	0.61	4.5	3.6	0.51	12.9	8.0
МРСК Северо-Запада	651	806	0.85	0.74	6.5	5.4	0.48	17.7	4.8
МРСК Волги	591	1,202	1.02	0.90	7.2	5.1	0.73	19.1	5.5
МРСК Юга	274	701	1.09	0.88	5.4	4.1	0.42	13.3	4.5
МРСК Северного Кавказа	135	203	0.56	0.48	5.5	3.5	0.15	11.8	1.5
Среднее			0.94	0.81	6.2	4.5	0.49	23.4	10.2
<b>Медиана</b>			<b>0.87</b>	<b>0.74</b>	<b>6.1</b>	<b>4.8</b>	<b>0.47</b>	<b>18.4</b>	<b>4.8</b>

### Прикарпатьеоблэнерго

Предполагаемая цена, дол за акцию	0.74	0.76	0.71	0.73	0.97	0.37	1.19	
Предполагаемая цена, грн за акцию	5.83	6.00	5.60	5.76	7.63	2.94	9.41	
<b>Потенциал роста</b>		30%	34%	25%	29%	71%	-34%	111%

\* При цене в 4.48 грн за акцию, нашем рекомендуемом потолке заявки  
 Источник: Данные компаний, НКРЭ, Блумберг, Конкорд Капитал

**Основные финансовые и операционные индикаторы**

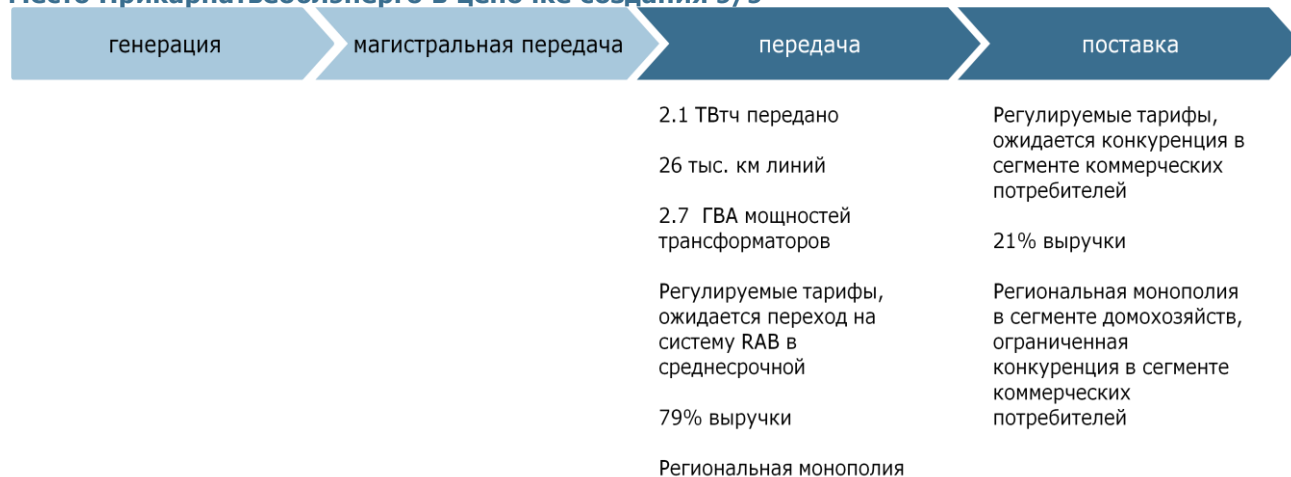
	Продажи		EBITDA		Чист.долг	RAB	Передано электрозн.	Протяжен- ность сетей
	USD mln		USD mln		USD mln	USD mln	млн кВтч	тыс км
	20100	20110	20100	20110	20100	20110		
Прикарпатьеоблэнерго	88	108	12	16	1	212	2,119	26
<b>Российские аналоги</b>								
МОЭСК	4,445	5,062	689	895	399	6,156	81,855	132
МРСК Центра	1,815	2,311	370	554	185	4,012	62,494	370
МРСК Сибири	1,298	1,435	149	126	185	2,771	110,961	261
Ленэнерго	824	912	236	235	712	2,671	32,354	53
МРСК Центра и Приволжья	1,662	2,108	203	311	539	2,581	61,122	253
МРСК Урала	1,577	2,059	244	298	454	2,282	90,614	146
МРСК Северо-Запада	910	1,119	118	159	155	1,676	45,499	169
МРСК Волги	948	1,097	134	143	448	1,652	62,808	218
МРСК Юга	572	679	117	154	384	1,673	52,607	156
МРСК Северного Кавказа	361	431	33	51	102	1,321	17,206	136

Источник: Данные компаний, НКРЭ, Блумберг, Конкорд Капитал

**Операционные показатели Прикарпатьеоблэнерго**

	Передано э/э в 2009	Протяже- нность сетей	Мощность подстанций	Оценоч- ный RAB	Высоко- вольтные потребите- ли	Низко- вольтные потребите- ли	Площ. территор- ии	Население	Плотность населения
	млн кВтч	тыс км	МВА	млн дол	2009	2009	тыс км <sup>2</sup>	млн	чел на км <sup>2</sup>
Прикарпатьеоблэнерго	2,119	26.0	2,747	212	23%	77%	13.9	1.4	101

Источник: Данные компаний, НКРЭ

**Место Прикарпатьеоблэнерго в цепочке создания э/э**


**Конкорд Капитал, Центральный Офис**

ул. Мечникова 2, 16 этаж  
 Бизнес Центр Парус  
 Киев 01601, Украина  
 Тел.: +380 44 391 5577  
 Факс: +380 44 391 5571

www.concorde.ua

**Генеральный Директор**

Игорь Мазепа im@concorde.com.ua

**Директор Д-та Продаж**

Александр Шнир ash@concorde.com.ua

**Международные Продажи**

Анастасия Назаренко an@concorde.com.ua  
 Марина Мартиросян mm@concorde.com.ua  
 Ростислав Шманенко rs@concorde.com.ua  
 Марина Дамаскина md@concorde.com.ua  
 Антон Артамонов aav@concorde.com.ua

**Локальные Продажи**

Юрий Пилипенко up@concorde.com.ua  
 Алина Тихомирова at@concorde.com.ua

**Директор, Локальный Долговой Рынок**

Роланд Визнер rv@concorde.com.ua

**Конкорд Капитал**

Лесной проулок 4, 5 этаж  
 Капитал Плаза  
 Москва 125047, Россия  
 Тел.: +7 495 642 87 15  
 Факс: +7 495 225 85 00

office@concorde.com.ua

**Аналитический Отдел**
**Директор Аналитического Отдела (Инвестиции)**

Ребекка Балдридж, CFA rb@concorde.com.ua

**Директор Аналитического Отдела (Анализ акций)**

Андрей Гостик, CFA ag@concorde.com.ua

**Стратегия**

Андрей Гостик, CFA ag@concorde.com.ua

**Металлургия и Горнодобывающая Промышленность**

Андрей Герус ga@concorde.com.ua

**Коммунальные Услуги/Энергетика**

Егор Самусенко syg@concorde.com.ua

**Нефть и Газ**

Андрей Герус ga@concorde.com.ua  
 Руслан Патлавский rp@concorde.com.ua

**Недвижимость/Строительство**

Андрей Гостик, CFA ag@concorde.com.ua

**Сельское хозяйство и потребительский сектор**

Андрей Гостик, CFA ag@concorde.com.ua  
 Руслан Патлавский rp@concorde.com.ua

**Машиностроение**

Егор Самусенко syg@concorde.com.ua

**Экономика, Банки**

Никита Михайличенко mms@concorde.com.ua

**Долговой Рынок**

Андрей Герус ga@concorde.com.ua

**Редактор**

Бред Вэллс bw@concorde.com.ua

**Disclaimer**

СПРАВОЧНОЙ ИНФОРМАЦИИ О КОМПАНИИ ИЛИ КОМПАНИЯХ (СОБИРАТЕЛЬНО «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 УКРАИНЫ 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 CONCORDE CAPITAL, 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.