

# Прикарпатьеоблэнерго (PREN UK): Горячее предложение

3 августа 2010 г.

## Инвестиционное резюме

Фонд госимущества Украины (ФГИ) назначил продажу 25,02% акций ОАО "Прикарпатьеоблэнерго" на Украинской бирже на 17 августа. Ранее, 9 июля ФГИ на ПФТС реализовал 8,76% госпакета акций ОАО "Полтаваоблэнерго" после того как в марте текущего года было объявлено, что госпакеты акций "Полтаваоблэнерго", "Сумыоблэнерго" и "Прикарпатьеоблэнерго" ФГИ может продавать по частям. Мы считаем акции "Прикарпатьеоблэнерго" привлекательными как для стратегических, так и портфельных инвесторов на горизонте инвестирования от 1 года и рекомендуем участвовать в предстоящем аукционе. Привлекательность акций облэнерго основана на следующих факторах:

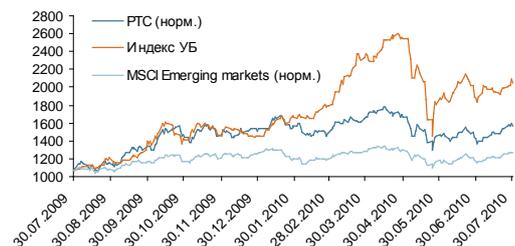
- ▶ Украинская экономика быстрыми темпами восстанавливается после кризиса – объем промпроизводства на Украине в I полугодии 2010г. увеличился на 12% (в России – 10,2%). ВВП Украины вырос в I полугодии на 6,3% при консенсус-прогнозе экономистов на уровне 3,8% по итогам года. Это, несомненно, позитивно отразится на потреблении электроэнергии и объемах ее передачи сетями.
- ▶ Совет директоров МВФ 28 июля 2010г. утвердил решение о выделении Украине очередного кредита в размере \$15,15 млрд. по программе "stand-by". Одобрение выделения кредитной линии от МВФ даст возможность Украине решить проблемы с бюджетным дефицитом, улучшить ситуацию с платежным балансом и провести необходимые реформы. Одновременно с этим агентство "Standard & Poor's" повысило долгосрочный рейтинг Украины по обязательствам в иностранной валюте с В до В+, а долгосрочный суверенный рейтинг по обязательствам в национальной валюте с В+ до ВВ-. Прогноз рейтингов – стабильный.
- ▶ Мы верим, что реформирования электроэнергетического рынка Украины не за горами. Ожидаемая реформа позволит энергетическим компаниям повысить отпускные цены на электроэнергию до экономически обоснованного уровня. Кроме того, в середине июля госпредприятие "Энергорынок" провело первый в истории Украины тестовый аукцион в рамках правительственной программы по переходу к практике двусторонних договоров. Общая стоимость реализованной в ходе аукциона электроэнергии возросла на 24,2%. Продолжение таких аукционов может значительно улучшить финансовые показатели генераций и облэнерго. По предварительным расчетам, реформа увеличит капитализацию компаний на 50-70% пропорционально повышению уровня доходов, как это произошло в России.
- ▶ Так же в ближайшие 2-3 года мы ожидаем переход на RAB-регулировании, при котором в отличие от схемы "издержки плюс", в тариф заложены капитальные инвестиции на обновление сетей и уменьшения потерь при транспортировке. Кроме того, при снижении издержек производства это пропорционально увеличивает прибыль распределительной компании.
- ▶ ОАО "Прикарпатьеоблэнерго" – самое рентабельное украинское облэнерго. По результатам 2009г. рентабельность чистой прибыли составила 12,1% против медианы по отрасли в 1,0%. Кроме того, в абсолютных цифрах чистая прибыль так же была самой большой в отрасли. 1 полугодие 2010г. "Прикарпатьеоблэнерго" закончило с чистой прибылью 13,7 млн. гривен, увеличив чистый доход на 29,3% до 381,219 млн. гривен по сравнению с 1 полугодием 2009 года.
- ▶ Проведенная нами сравнительная оценка предполагает, что текущая рыночная цена ниже справедливой на 76%, и ниже предполагаемой цены продажи на аукционе 17 августа на 41%. Мы рекомендуем **ПОКУПАТЬ** акции ОАО "Прикарпатьеоблэнерго"

## Рыночные показатели

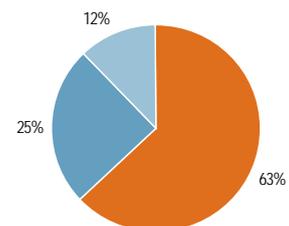
Рекомендация	ПОКУПАТЬ
Цена закрытия (УБ)	\$0,38
Справедливая цена	\$0,67
Потенциал роста	76%

Основные показатели ОАО "Прикарпатьеоблэнерго"	
Код ЕДРПОУ	00131564
Количество акций, млн. шт.	103,6
Капитализация, млн.	\$33
В свободном обращении	12,3% (\$4 млн.)
Чистая выручка (2009), млн.	\$72
ЕВITDA (2009), млн.	\$14
Чистая прибыль (2009), млн.	\$9

Динамика индекса Украинской биржи, РТС и развивающихся рынков



Акционеры ОАО "Прикарпатьеоблэнерго"



■ Суркисы\* ■ НАК Энергетическая компания Украины ■ Free float, %

\* В феврале 2010 г. бизнесмен Игорь Суркис сообщил, что акционеры ОАО "Львовоблэнерго", "Прикарпатьеоблэнерго", "Черниговоблэнерго", "Полтаваоблэнерго" и "Сумыоблэнерго" достигли договоренности об обмене акциями, что позволит сторонам единолично контролировать компании. В соответствии с договоренностями, к структурам Григория и Игоря Суркисов отойдут "Львовоблэнерго" и "Прикарпатьеоблэнерго", а к структурам Игоря Коломойского и Константина Григорюшина — остальные три компании.

## Сравнительная оценка

В своей оценке мы использовали ближайшие аналоги – российские распределительные компании, поскольку в целом реформирование энергетического сектора на Украине проходит по тому же сценарию, что и в России 2 года назад. По показателю рентабельности ОАО "Прикарпатьеоблэнерго" находится в одном ряду с крупнейшими российскими энергосетевыми компаниями. При определении справедливой цены мы делали поправки, связанные с величиной компании и ликвидностью её акций.

Итоговая целевая цена была рассчитана как среднее по прогнозным мультипликаторам EV/S и EV/EBITDA 2010-2011, EV/поставлено э/э (2009), EV/протяжность сетей, а так же прогнозного EV/RAB на 2011г. Итоговая оценка предполагает 76% апсайд к последней цене закрытия и 41% к предполагаемой цене продажи на аукционе 17 августа.

**Таблица 1: Основные финансовые и операционные показатели энергораспределяющих компаний, \$ млн.**

Компания	Стоимость компании (EV)	Капитализация	Продажи	EBITDA	Рентабельность EBITDA	RAB 2011П	Поставлено э/э (2009), млн. кВт·ч	Протяжность сетей (2009), тыс. км
MOSCOW INTEGRATED ELECTRICIT	3 722	2 277	3 102	1 034	33,3%	6,2	81,9	132,0
INTER-REGIONAL DISTRIBUTION CENTER	1 976	1 544	1 796	420	23,4%	4,0	62,5	370,0
INTERREGIONAL DISTRIBUTI-CLS SIBERIA	1 030	812	1 471	116	7,9%	2,8	111,0	261,0
IDGC OF CENTER AND VOLGA-CLS	1 072	773	1 340	147	11,0%	2,6	61,1	253,0
INTER-REGIONAL DISTRIBUTION URALS	858	738	1 716	268	15,6%	2,3	90,6	146,0
LENENERGO	1 139	681	949	285	30,0%	2,7	32,4	53,0
INTER-REGIONAL DISTRIBUT VOLGA	804	617	1 149	168	14,6%	1,7	62,8	218,0
INTER-REGIONAL DISTRIBUTION NORTH-WEST	793	653	991	126	12,7%	1,7	45,5	169,0
MRSK SOUTH	707	261	707	136	19,2%	1,7	52,6	156,0
IDGC OF NORTHERN CAUCAS	163	138	408	38	9,3%	1,3	17,2	136,0
<b>Медиана по российским аналогам</b>	<b>944</b>	<b>710</b>	<b>1 244</b>	<b>157</b>	<b>15,1%</b>	<b>2,4</b>	<b>61,8</b>	<b>162,5</b>
<b>"Прикарпатьеоблэнерго"</b>	<b>50</b>	<b>49</b>	<b>87</b>	<b>12</b>	<b>29,6%</b>	<b>220,0</b>	<b>2,1</b>	<b>26,0</b>

**Таблица 2: Сравнительная оценка ОАО "Прикарпатьеоблэнерго"**

Компания	EV/RAB 2011П	EV/ Поставлено э/э (2009)	EV/ Протяжность сетей (2009)	EV/S		EV/EBITDA	
				2010П	2011П	2010П	2011П
MOSCOW INTEGRATED ELECTRICIT	0,6	45,5	28,2	1,2	1,1	3,6	3,2
INTER-REGIONAL DISTRIBUTION CENTER	0,5	31,6	5,3	1,1	0,9	4,7	3,4
INTERREGIONAL DISTRIBUTI-CLS SIBERIA	0,4	9,3	3,9	0,7	0,6	8,9	4,1
IDGC OF CENTER AND VOLGA-CLS	0,4	17,5	4,2	0,8	0,6	7,3	4,6
INTER-REGIONAL DISTRIBUTION URALS	0,4	9,5	5,9	0,5	0,5	3,2	2,5
LENENERGO	0,4	35,2	21,5	1,2	1,1	4,0	3,9
INTER-REGIONAL DISTRIBUT VOLGA	0,5	12,8	3,7	0,7	0,6	4,8	3,3
INTER-REGIONAL DISTRIBUTION NORTH-WEST	0,5	17,4	4,7	0,8	0,7	6,3	5,1
MRSK SOUTH	0,4	13,4	4,5	1,0	0,9	5,2	3,8
IDGC OF NORTHERN CAUCAS	0,1	9,5	1,2	0,4	0,4	4,3	2,8
<b>Медиана по российским аналогам</b>	<b>0,4</b>	<b>15,4</b>	<b>4,6</b>	<b>0,8</b>	<b>0,7</b>	<b>4,8</b>	<b>3,6</b>
<b>"Прикарпатьеоблэнерго"</b>	<b>0,2</b>	<b>23,7</b>	<b>1,9</b>	<b>0,6</b>	<b>0,5</b>	<b>4,2</b>	<b>3,3</b>

**Таблица 3: Результаты сравнительной оценки ОАО "Прикарпатьеоблэнерго"**

	EV/RAB 2011П	EV/ Поставлено э/э 2009	EV/ Протяжность сетей 2009	EV/S		EV/EBITDA	
				2010П	2011П	2010П	2011П
Премия (дисконт) по аналогам	86%	-35%	139%	38%	35%	14%	10%
Целевая цена по аналогам, \$	0,89	0,31	1,15	0,66	0,64	0,54	0,53
Апсайд (даунсайд)	88%	-35%	142%	39%	35%	14%	10%

Источник: Bloomberg, расчеты "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 2007 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».

## Украина

## Аналитическое управление

lolmezova@veles-capital.com.ua

**Лина Ольмезова**

Руководитель аналитического  
отдела  
LOlmezova@veles-capital.com.ua

**Дарья Терещук**

Старший аналитик  
DTereshchuk@veles-capital.com.ua

**Марина Матвиенко**

Аналитик  
MMatvienko@veles-capital.com.ua

**Игорь Егозаров**

Аналитик  
IEgozarov@veles-capital.com.ua

**Леонид Майденко**

Аналитик  
LMaidenko@veles-capital.com.ua

## Российская Федерация

## Аналитическое управление

research@veles-capital.ru

**Иван Манаенко**

Начальник отдела анализа  
долгового рынка  
IManaenko@veles-capital.ru

**Илья Федотов**

Телекоммуникации  
IFedotov@veles-capital.ru

**Станислав Фоменко**

Металлургия  
SFomenko@veles-capital.ru

**Марина Иркли**

Машиностроение и транспорт  
Mirkly@veles-capital.ru

**Олег Зотиков**

Энергетика  
OZotikov@veles-capital.ru

## Управление фондовых операций

sales@veles-capital.ru

**Юрий Павлов**

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

**Сергей Ветошкин**

Корпоративные клиенты  
SVetoshkin@veles-capital.ru

**Александр Таран**

Трейдинг (Украина)  
ATaran@veles-capital.com.ua

**Екатерина Точилкина**

Трейдинг  
ETochilkina@veles-capital.ru

## Управление стратегических инвестиций

**Андрей Ли**

Начальник Управления  
ALee@veles-capital.ru

## Управление доверительных операций

am@veles-capital.ru

**Бейшен Исаев**

Начальник Управления  
BIsaev@veles-capital.ru

**Вадим Лабед**

Работа с инвесторами  
VLabeled@veles-capital.ru

**Станислав Бродский**

Инвестиционные продукты  
SBrodsky@veles-capital.ru

Россия, Москва, 123610, Краснопресненская наб., д. 12,  
7 подъезд, 18 этаж  
Телефон: 7 (495) 258 1988  
Факс: 7 (495) 258 1989  
www.veles-capital.ru

Украина, Киев, 01025, ул. Большая Житомирская, д. 20  
Телефон: 38 (044) 459 0250  
Факс: 38 (044) 459 0251