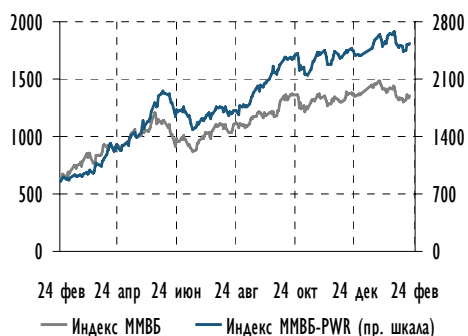
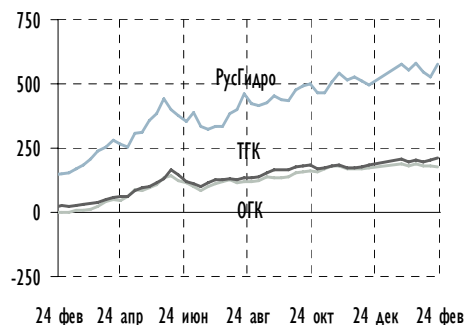
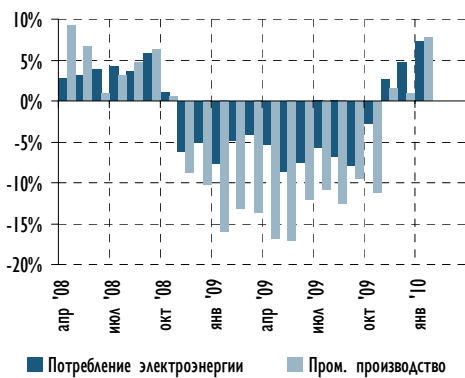



Динамика индексов ММВБ и ММВБ-PWR за 12 мес.


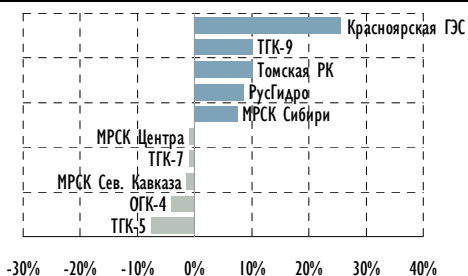
Источник: Reuters

Динамика средней оцененности генкомпаний, долл./кВт установленной эл. мощности за 12 мес.


Источник: Reuters, расчеты ГПБ

Динамика промышленного производства и энергопотребления в 2008-10 гг. (в годовом выражении)


Источник: Росстат, СО ЦДУ ЭЭС, расчеты и оценки ГПБ

Лидеры и аутсайдеры: изменение котировок за неделю


Источник: Reuters, расчеты ГПБ

На прошлой неделе падение на фондовом рынке сменилось коррекционным ростом на фоне дорожающей нефти. Однако неожиданное решение ФРС о повышении дисконтной ставки привело к новому витку укрепления доллара и падения товарных и фондовых рынков.

По итогам прошлой недели индексы ММВБ и ММВБ-энергетика показали рост на 3,7%, отыграв падение предыдущей недели.

Новости отрасли

Сегодня на церемонии пуска в эксплуатацию первого из восстановленных после аварии на СШГЭС гидроагрегата был сделан ряд значимых заявлений:

- Восстановление СШГЭС идет в рамках запланированных сроков и бюджета. Подтвержден пуск второго агрегата в марте и еще двух – до конца 2010 года. Мы считаем это позитивным сигналом для акционеров РусГидро.
- Премьер-министр В. Путин подписал постановление по долгосрочному рынку мощности. Учитывая, что ДРМ – ключевой инструмент возврата инвесторами средств, вложенных в генерирующие мощности, эта новость позитивна для ОГК и ТГК. По сообщению главы НП «Совет рынка» Д. Пономарева, правительство утвердит ценовые параметры рынка в течение 15 дней.
- Участие в рынке мощности будет жестко увязываться с исполнением инвестпрограмм (в рамках договоров на предоставление мощности). Глава правительства перечислил тех инвесторов, которые исполняют свои обязательства: Газпром (Мосэнерго, ОГК-2, ОГК-6, ТГК-1), Интер РАО, Е.ON (ОГК-4), Enel (ОГК-5), РЖД (ТГК-14). Не выполняют инвестпрограммы ОГК-3, ТГК-2, ТГК-4, КЭС (ТГК-5, ТГК-6, ВТГК, ТГК-9). К последним могут быть применены штрафы.
- Согласно заявлению главы Минэнерго С. Шматко, электросетевые компании значительно отклоняются от реализации инвестпрограмм: уровень отставания от планов составляет 25–30%. В. Путин предупредил ФСК и Холдинг МРСК о том, что выполнение ими обязательств будет строго отслеживаться правительством. Учитывая недостаточное наличие собственных средств у большинства МРСК, давление на компании, как мы полагаем, может привести к росту их долговой нагрузки.
- Правительство поручило Минэнерго и другим ведомствам подготовить предложения по концепции рынка тепла. Хотя конкретные сроки и направления пока не называются, мы считаем работу по изменению системы регулирования теплового рынка позитивной для ТГК, которые в среднем получают около половины выручки от продажи теплоэнергии. Мы полагаем, что в тепловом сегменте будет внедряться RAB-регулирование, учитывая, что такая возможность закреплена в принятом осенью законе об энергоэффективности.

Рынок электроэнергетики

По итогам недели с 12 по 18 февраля энергопотребление в России сократилось по сравнению с предыдущей неделей на 1,5% (+6,7% г/г). В I ценовой зоне спрос снизился на 0,9%, но вырос на 9,5% г/г, в Сибири падение составило 3,5% (+2,5% г/г).

В I зоне электроэнергия подорожала на 5% до 931,6 руб./МВт.ч, что на 52,9% выше прошлогодних значений. В Сибири же свободные цены снизились на 1,8% до 501,7 руб./МВт.ч, что ниже прошлогоднего значения на 8,1%.

Наши рекомендации

В 2010 году мы ожидаем усиления конкуренции в сфере генерации и рекомендуем делать ставку на наиболее эффективных игроков: **РусГидро**, **ТГК-1**, **ОГК-4**, **Мосэнерго**. Интересными представляются и угольные ТГК, учитывая, что мы ждем менее значительного подорожания угля по сравнению с газом. Здесь можно обратить внимание на **Кузбассэнерго**. Интерес к ТГК привлечет также ожидаемое решение о переводе теплового бизнеса на RAB-регулирование с 2012 г. по аналогии с МРСК.

Высокий потенциал роста сохраняется в сетевом сегменте. Мы рекомендуем покупать акции **Холдинга МРСК** («входной билет» в сектор). Интерес к компании может подстегнуть ожидаемое нами расширение программы депозитарных расписок.



Таблица 1. Оцененность российских генерирующих компаний

Компания	Тикер	Цена акции, руб.	Изм. цены с нач. года, %	Капитализация, млн долл.	P/E-10	P/E-11	EV/EBITDA-10	EV/EBITDA-11	EV/УМ, долл./кВт
Генерирующие компании оптового рынка электроэнергетики					32,4	15,3	6,8	4,5	179
ОГК-1	OGK1	0,93	26,3%	1 381	20,0	10,1	7,0	5,7	171
ОГК-2	OGK2	0,95	3,8%	1 036	30,5	23,3	9,1	5,1	137
ОГК-3	OGK3	1,35	-7,6%	2 131	53,3	26,9	2,5	2,9	43
ОГК-4	OGK4	1,70	4,8%	3 549	19,5	9,2	7,4	4,2	289
Энел ОГК-5	OGK5	2,41	11,7%	2 827	31,1	9,0	11,0	5,6	350
ОГК-6	OGK6	0,75	0,5%	802	40,1	13,2	3,9	3,3	82
Территориальные генерирующие компании					16,7	7,1	4,7	3,5	210
ТГК-1	TGKA	0,018	7,9%	2 275	20,7	8,4	6,5	4,3	381
ТГК-2	TGKB	0,007	1,5%	333	16,6	4,5	4,5	3,1	229
Мосэнерго	MSNG	3,300	0,8%	4 351	26,7	13,2	7,1	5,3	379
ТГК-4	TGKD	0,011	-0,9%	706	8,8	8,0	3,1	2,5	180
ТГК-5	TGKE	0,013	13,7%	543	9,7	7,1	3,8	3,0	108
ТГК-6	TGKF	0,011	12,1%	686	6,8	3,7	3,0	3,6	108
ТГК-7	TGK7	1,355	-0,4%	1 349	12,0	10,3	5,1	4,7	201
ТГК-9	TGKI	0,004	38,7%	1 118	6,6	6,5	3,8	3,1	272
ТГК-11	TGKK	0,027	49,2%	454	6,6	3,9	5,6	4,9	238
Кузбассэнерго	KZBE	0,240	-10,4%	563	16,1	9,9	4,9	3,1	133
ТГК-13	TGK13	0,084	-7,0%	441	55,1	6,5	7,3	2,9	193
ТГК-14	TGKN	0,004	8,6%	171	14,3	3,5	1,6	1,2	102
Гидрогенерирующие компании					12,6	8,5	6,0	4,7	300
РусГидро	HYDR	1,28	12,8%	11 485	11,6	8,5	6,2	4,7	578
Иркутскэнерго	IRGZ	13,30	-0,8%	2 103	13,6	н/д	5,8	н/д	180
Красноярская ГЭС	KRSG	62,00	24,1%	804	н/д	н/д	н/д	н/д	144
Интегрированные энергетические компании					15,3	10,0	6,1	4,2	287
Интер РАО	IUES	0,041	-15,2%	3 070	22,7	9,3	7,6	3,9	430
Башкирэнерго	BEGY	41,99	26,8%	1 502	6,7	н/д	4,5	н/д	324
РАО ЭС Востока	VRAO	0,363	-2,0%	513	н/д	н/д	н/д	н/д	38

Источник: Reuters, данные компаний, оценки Газпромбанка

*EV (стоимость предприятия) - сумма рыночной капитализации и чистого долга (займов и кредитов за вычетом денежных средств и краткосрочных финансовых вложений). УМ - установленная электрическая мощность

Таблица 2. Оцененность зарубежных генерирующих компаний

Компания	Страна	Цена, долл.	Изм. с нач. года, %	Капитализация, млн долл.	P/E-10	P/E-11	EV/EBITDA-10	EV/EBITDA-11	EV/УМ, долл. кВт
Генерирующие энергокомпании					12,0	10,8	6,9	6,3	690
Huaneng Power Int.	Китай	1,06	4,8%	11 387	15,6	13,9	9,5	8,5	329
China Resources Power	Китай	2,01	4,8%	8 475	11,9	9,9	8,0	6,6	1 042
TransAlta	Канада	21,60	-6,1%	4 269	14,5	12,8	6,4	5,9	807
Drax Group	Великобритания	6,35	-26,8%	2 155	5,8	6,5	3,7	4,1	583
Гидрогенерирующие компании					10,7	10,1	13,0	12,5	1 711
China Yangtze Power	Китай	11,33	11,5%	7 393	10,9	9,2	11,3	10,6	1 444
Tractebel Energia	Бразилия	9,61	37,2%	3 806	8,1	7,5	13,4	12,4	1 516
AES Tiete S.A.	Бразилия	18,22	46,1%	965	8,0	8,4	15,9	15,8	2 257
Brookfield Renewable	Канада	1,88	-4,0%	17 688	15,9	15,3	11,5	11,2	1 627
Интегрированные энергокомпании					11,0	10,2	7,3	6,9	1 601
EdF	Франция	50,77	-9,8%	92 509	15,1	13,2	6,3	5,9	1 307
E.ON	Германия	35,74	-7,3%	71 524	9,0	8,7	6,0	5,8	1 667
Iberdrola	Испания	8,00	-9,8%	40 021	10,2	9,3	8,4	7,8	2 112
Endesa	Испания	29,26	-24,5%	30 982	9,8	9,3	5,6	5,4	1 139
CEZ	Чехия	32,02	-13,5%	24 802	12,6	11,3	7,9	7,1	1 038
Southern	США	5,34	-12,9%	21 386	3,5	3,4	4,9	4,7	1 357
Fortum	Финляндия	45,53	10,0%	26 966	9,9	9,4	6,6	6,2	2 318
Enel	Италия	25,64	24,2%	22 758	13,5	13,1	9,8	9,4	2 899
KEPCO	Корея	17,41	-7,5%	15 978	10,2	10,0	7,4	7,0	2 054
Scottish&Southern Energy	Великобритания	77,40	-6,9%	14 654	11,8	11,7	6,9	6,9	874
Entergy	США	33,40	30,2%	21 429	13,8	11,6	7,7	7,2	649
American Electric Power	США	33,72	1,3%	13 608	9,3	8,7	6,6	6,4	777
Verbund	Австрия	40,46	-8,4%	12 471	14,7	12,6	10,7	9,6	2 625

Источник: Reuters, данные компаний, оценки Газпромбанка



Таблица 3. Оцененность российских сетевых компаний

Компания	Цена об. акции, руб.	Изм. цены с начала года, %	Капитализация, млн долл.	EV/RAB	P/E-10	P/E-11	Дисконт/премия к сумме частей (для торгуемых активов)
Магистральный сетевой комплекс							
ФСК ЕЭС	0,31	-3,8%	12 605	0,49	18,9	11,3	
Распределительный сетевой комплекс							
Холдинг МРСК	4,10	23,6%	5 763	0,23	13,4	7,4	14,9%
МОЭСК	1,49	38,9%	2 399	0,34	5,7	3,3	
Ленэнерго	29,90	18,6%	878	0,28	14,6	4,4	
МРСК Центра	0,82	1,9%	1 144	0,42	8,3	5,3	
МРСК Центра и Приволжья	0,21	15,3%	782	0,31	68,9	9,1	
МРСК Северо-запада	0,26	10,8%	816	0,46	147,0	136,1	
МРСК Урала	0,28	10,7%	845	0,48	9,4	5,1	
МРСК Сибири	0,35	44,6%	1 121	0,43	65,2	отриц.	
МРСК Волги	0,12	-5,4%	729	0,31	280,7	23,5	
МРСК Юга	0,17	-4,6%	449	0,41	21,9	8,6	
МРСК Северного Кавказа	175,22	31,3%	171	0,27	отриц.	отриц.	
Кубаньэнерго	139,49	6,5%	83	0,26	отриц.	отриц.	
Томская РК	0,65	98,8%	93	0,50	н/д	н/д	

Источник: Reuters, данные компаний, оценки Газпромбанка

Календарь предстоящих корпоративных событий в электроэнергетике

Дата	Компания	Событие
середина марта	–	Правительство утвердит ценовые параметры долгосрочного рынка мощности
март	ОГК-1	Публикация аудированной отчетности по РСБУ за 2009 год
март	ОГК-5	Публикация отчетности по МСФО за 2009 год
март	ОГК-5	Публикация информационного бюллетеня за IV кв. 2009 года
середина апреля	РусГидро	Совет директоров рассмотрит стратегию компании до 2015 года
апрель	Ленэнерго	Публикация отчетности по МСФО за 2009 год

**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
Aleksei.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**
Юлия Мельникова
+7 (495) 983 18 00 доб. 54084
Tatiana.Kurnosenko@gazprombank.ru
+7 (495) 983 18 37
Julia.Melnikova@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.Tereschenko@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**Управление рынков фондового капитала****Андрей Чичерин**
+7 (495) 983 19 14
Andrey.Chicherin@gazprombank.ru**Управление биржевых интернет-операций****Денис Войниконис**
+7 (495) 428 49 64
Denis.Voynikonis@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, упоминаемые 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.