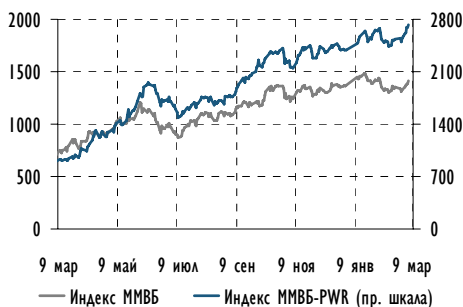


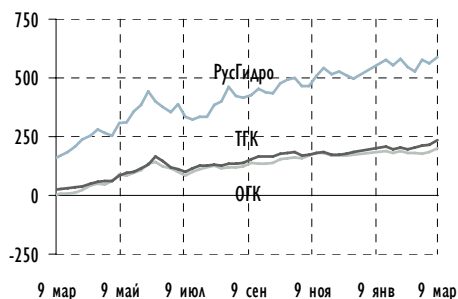


**Динамика индексов ММВБ и ММВБ-PWR за 12 мес.**



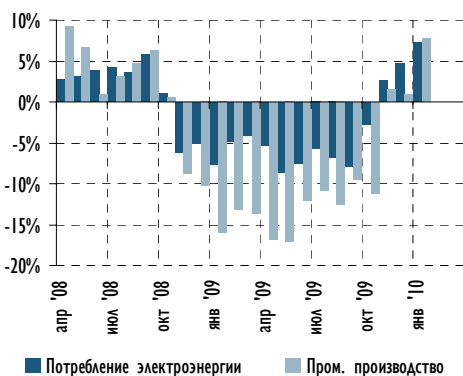
Источник: Reuters

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



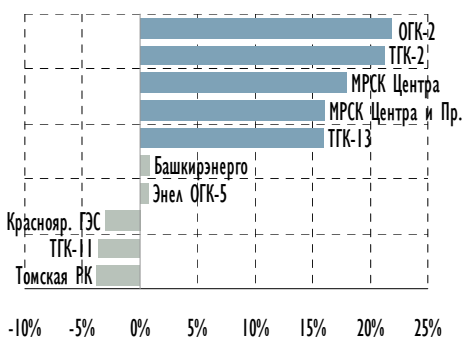
Источник: Reuters, расчеты ПИБ

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



Источник: Росстат, СО ЦДУ ЕЭС, расчеты и оценки ПИБ

**Лидеры и аутсайдеры: изменение котировок за неделю**



Источник: Reuters, расчеты ПИБ

В течение всей прошлой недели российский рынок акций находился в растущем тренде, чему способствовали позитивные новости, связанные с разрешением долговых проблем Греции, а также рост на рынках сырья, в первую очередь, нефти и металлов.

По итогам прошлой недели индексы ММВБ и ММВБ-энергетика прибавили в весе по 6,1%.

**Новости отрасли**

В марте компании электроэнергетики начали публикацию отчетности за IV квартал и весь 2009 год. В числе первых отчиталась ОГК-6. Компания получила убыток в IV кв. в размере 622,8 млн руб., но в целом по году результаты выглядят сильными. В частности, чистая прибыль выросла в 3,5 раза до 2,8 млрд руб., выручка, несмотря на резкое падение выработки электроэнергии (на 25,4%), сократилась всего на 1%. Этому способствовало повышение тарифов опережающими темпами по сравнению с ценами на газ, а также расширение продаж по свободным ценам.

В свою очередь Мосэнерго в качестве существенного факта раскрыло показатель чистой прибыли за прошлый год, которая составила 4,51 млрд руб. (рост в 3,2 раза). При этом IV квартал оказался для компании убыточным, что связывается с переоценкой основных средств. Убыток составил 619,82 млн руб. Полная отчетность компании пока не опубликована.

На прошлой неделе наиболее заметные события были связаны с процессами консолидации и выставлением обязательных предложений по выкупу акций у миноритарных акционеров.

Так, Интер РАО сообщило об увеличении доли в ТГК-11 и направлении в связи с этим обязательной оферты на выкуп акций у остальных акционеров генкомпания. Пакет Интер РАО превысил 30%, но с учетом долей, переданных в доверительное управление, компания контролирует 49% ТГК-11. Мы ожидаем, что крупные миноритарные акционеры ТГК-11 (ФСК, Нефть Актив, Газпром) в конечном итоге передадут Интер РАО свои доли, что позволит ему консолидировать порядка 87% акций генкомпания. Цена оферты, вероятнее всего, будет соответствовать минимально возможной согласно законодательству, т.е. средневзвешенной рыночной за последние 6 месяцев, которая, по нашим расчетам, составляет приблизительно 0,018 руб. Это примерно на четверть ниже текущей рыночной цены, что делает оферту невыгодной для акционеров ТГК-11.

Оферту миноритариям должен будет выставить и СУЭК, сообщивший об увеличении долей в Кузбассэнерго и ТГК-13 до более чем 50%. Минимально возможные цены выкупа, также как и в случае ТГК-11, заметно ниже текущих рыночных котировок. Однако в целом мы рассматриваем данную новость, как подготовку к объединению двух генкомпаний и считаем этот процесс позитивным для их акционеров.

**Рынок электроэнергии**

По итогам недели с 26 февраля по 4 марта энергопотребление и цены в I зоне снизились, а в Сибири, напротив, выросли (см. табл.).

	Европа и Урал	Сибирь	РФ
Объем потребления электроэнергии	15,5 млн МВт.ч	4,4 млн МВт.ч	19,9 млн МВт.ч
изменение по ср. с пред. недель; (г/г)	-2,6% (+5,1%)	+0,9% (+5,5%)	-1,8% (+5,2%)
Ценовой индекс	779,8 руб./МВт.ч	481,9 руб./МВт.ч	—
изменение по ср. с пред. недель; (г/г)	-5,0% (+31,3%)	+3,3% (-3,6%)	—

Источник: НП «Совет рынка»

**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
<b>Генерирующие компании оптового рынка электроэнергетики</b>					<b>36,5</b>	<b>17,5</b>	<b>7,9</b>	<b>5,2</b>	<b>202</b>
ОГК-1	OGK1	0,97	31,7%	1 460	21,2	10,7	7,4	6,0	179
ОГК-2	OGK2	1,24	34,7%	1 362	40,1	30,6	11,6	6,6	174
ОГК-3	OGK3	1,46	-0,5%	2 327	58,2	29,4	3,8	4,5	66
ОГК-4	OGK4	1,86	14,5%	3 931	21,6	10,1	8,6	4,9	333
Энел ОГК-5	OGK5	2,47	14,5%	2 936	32,3	9,4	11,4	5,8	362
ОГК-6	OGK6	0,84	12,8%	912	45,6	15,0	4,5	3,7	95
<b>Территориальные генерирующие компании</b>					<b>18,8</b>	<b>7,9</b>	<b>5,3</b>	<b>3,9</b>	<b>236</b>
ТГК-1	TGKA	0,021	29,1%	2 760	25,1	10,2	7,8	5,1	457
ТГК-2	TGKB	0,008	19,4%	396	19,8	5,3	5,0	3,4	254
Мосэнерго	MSNG	3,730	13,9%	4 984	30,6	15,1	8,1	6,0	432
ТГК-4	TGKD	0,012	10,0%	795	9,9	9,0	3,5	2,9	207
ТГК-5	TGKE	0,014	19,7%	579	10,3	7,6	4,3	3,4	123
ТГК-6	TGKF	0,013	29,3%	802	7,9	4,3	4,0	4,8	142
ТГК-7	VTGK	1,400	2,9%	1 412	12,6	10,8	5,4	5,0	210
ТГК-9	TGKI	0,004	41,9%	1 159	6,8	6,8	3,9	3,3	284
ТГК-11	TGKK	0,024	33,5%	412	6,0	3,6	5,1	4,5	217
Кузбассэнерго	KZBE	0,269	0,4%	639	18,3	11,2	5,5	3,5	150
ТГК-13	TGK13	0,094	4,6%	502	62,8	7,4	8,2	3,3	218
ТГК-14	TGKN	0,004	20,0%	192	16,0	3,9	2,2	1,7	140
<b>Гидрогенерирующие компании</b>					<b>13,6</b>	<b>9,0</b>	<b>6,5</b>	<b>4,9</b>	<b>309</b>
РусГидро	HYDR	1,33	16,9%	12 057	12,2	9,0	6,6	4,9	588
Иркутскэнерго	IRGZ	14,50	8,1%	2 323	15,0	н/д	6,3	н/д	197
Красноярская ГЭС	KRSG	60,49	21,1%	795	н/д	н/д	н/д	н/д	142
<b>Интегрированные энергетические компании</b>					<b>16,1</b>	<b>10,3</b>	<b>6,5</b>	<b>4,4</b>	<b>282</b>
Интер РАО	IUES	0,045	-6,7%	3 425	25,4	10,3	8,4	4,4	476
Башкирэнерго	BEGY	0,391	5,8%	560	н/д	н/д	н/д	н/д	43
РАО ЭС Востока	VRAO	41,850	26,4%	1 516	6,7	н/д	4,6	н/д	327

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
<b>Генерирующие энергокомпании</b>					<b>12,0</b>	<b>10,7</b>	<b>6,9</b>	<b>6,2</b>	<b>681</b>
Huaneng Power Int.	Китай	1,09	7,4%	11 654	16,0	14,2	9,6	8,5	332
China Resources Power	Китай	2,10	9,3%	8 837	12,4	10,3	8,2	6,8	1 071
TransAlta	Канада	21,30	-9,7%	4 210	14,3	12,6	6,4	5,9	800
Drax Group	Великобритания	5,66	-32,5%	1 921	5,2	5,8	3,3	3,7	523
<b>Гидрогенерирующие компании</b>					<b>10,9</b>	<b>10,3</b>	<b>13,2</b>	<b>12,7</b>	<b>1 741</b>
China Yangtze Power	Китай	11,26	9,0%	7 347	10,8	9,1	11,2	10,5	1 436
Tractebel Energia	Бразилия	9,77	37,3%	3 874	8,2	7,7	13,6	12,6	1 542
AES Tiete S.A.	Бразилия	20,30	62,7%	1 075	8,9	9,4	16,7	16,5	2 365
Brookfield Renewable	Канада	1,87	-4,6%	17 579	15,8	15,2	11,4	11,2	1 621
<b>Интегрированные энергокомпании</b>					<b>11,1</b>	<b>10,3</b>	<b>7,3</b>	<b>6,9</b>	<b>1 608</b>
EdF	Франция	51,42	-8,7%	93 691	15,3	13,4	6,3	5,9	1 316
E.ON	Германия	36,43	-5,6%	72 897	9,2	8,9	6,1	5,9	1 686
Iberdrola	Испания	8,44	-4,9%	42 201	10,8	9,9	8,6	8,0	2 164
Endesa	Испания	30,49	-21,4%	32 281	10,2	9,7	5,7	5,5	1 166
CEZ	Чехия	32,35	-12,6%	25 058	12,7	11,4	8,0	7,1	1 045
Southern	США	5,59	-8,9%	22 382	3,7	3,5	4,9	4,8	1 369
Fortum	Финляндия	47,00	13,5%	27 831	10,2	9,7	6,8	6,4	2 378
Enel	Италия	26,20	26,9%	23 256	13,8	13,3	9,9	9,6	2 945
KEPCO	Корея	16,98	-6,7%	15 586	10,0	9,7	7,2	6,8	2 017
Scottish&Southern Energy	Великобритания	79,55	-4,3%	15 061	12,1	12,0	7,1	7,0	888
Entergy	США	33,22	27,4%	21 314	13,8	11,5	7,6	7,2	647
American Electric Power	США	34,18	2,7%	13 794	9,5	8,8	6,6	6,4	782
Verbund	Австрия	37,62	-14,8%	11 596	13,7	11,7	10,2	9,2	2 501

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)
<b>Магистральный сетевой комплекс</b>							
ФСК ЕЭС	0,32	-0,9%	13 148	0,51	19,7	11,8	
<b>Распределительный сетевой комплекс</b>							
Холдинг МРСК	4,37	31,7%	6 216	0,25	14,5	8,0	12,0%
МОЭСК	1,61	50,8%	2 639	0,36	6,3	3,7	
Ленэнерго	30,50	21,0%	905	0,28	15,1	4,5	
МРСК Центра	0,98	22,1%	1 389	0,49	10,1	6,5	
МРСК Центра и Приволжья	0,25	37,0%	941	0,35	83,0	10,9	
МРСК Северо-запада	0,28	20,7%	901	0,50	162,3	150,2	
МРСК Урала	0,32	22,9%	951	0,53	10,6	5,7	
МРСК Сибири	0,36	46,9%	1 154	0,44	67,1	отриц.	
МРСК Волги	0,14	3,8%	810	0,34	312,3	26,1	
МРСК Юга	0,17	-2,5%	465	0,42	22,8	8,9	
МРСК Северного Кавказа	189,69	42,1%	187	0,29	отриц.	отриц.	
Кубаньэнерго	148,18	13,1%	89	0,27	отриц.	отриц.	
Томская РК	0,619	89,3%	91	0,48	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
20 марта	РусГидро	Запуск второго гидроагрегата на Саяно-Шушенской ГЭС
30 марта	МРСК Северо-запада	Публикация аудированной отчетности по РСБУ за 2009 год
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
середина апреля	Мосэнерго	Публикация отчетности по МСФО за 2009 год
30 апреля	МРСК Северо-запада	Публикация отчетности по РСБУ за I кв. 2010 года
апрель	МРСК Северо-запада	Публикация аудированной финансовой отчетности по МСФО за 2009 год
апрель	МРСК Сибири	Публикация аудированной отчетности по РСБУ за 2009 год
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](mailto:Andrei.Bogdanov@gazprombank.ru)  
+7 (495) 980 41 82  
[Artem.Arhipov@gazprombank.ru](mailto:Artem.Arhipov@gazprombank.ru)  
+7 (495) 983 18 00 доб. 54085  
[Anna.Bogdyukevich@gazprombank.ru](mailto:Anna.Bogdyukevich@gazprombank.ru)**Нефть и газ, электроэнергетика****Иван Хромушин**  
**Дмитрий Котляров**  
+7 (495) 980 43 89  
[Ivan.Khromushin@gazprombank.ru](mailto:Ivan.Khromushin@gazprombank.ru)  
+7 (495) 913 78 26  
[Dmitry.Kotlyarov@gazprombank.ru](mailto:Dmitry.Kotlyarov@gazprombank.ru)**Макроэкономика и банковский сектор****Артем Архипов**  
**Анна Богдюкевич**  
+7 (495) 980 41 82  
[Artem.Arhipov@gazprombank.ru](mailto:Artem.Arhipov@gazprombank.ru)  
+7 (495) 983 18 00 доб. 54085  
[Anna.Bogdyukevich@gazprombank.ru](mailto:Anna.Bogdyukevich@gazprombank.ru)**Металлургия****Сергей Канин**  
+7 (495) 988 24 06  
[Sergei.Kanin@gazprombank.ru](mailto:Sergei.Kanin@gazprombank.ru)**Телекоммуникации и медиа****Андрей Богданов**  
**Анна Курбатова**  
+7 (495) 988 23 44  
[Andrei.Bogdanov@gazprombank.ru](mailto:Andrei.Bogdanov@gazprombank.ru)  
+7 (495) 913 78 85  
[Anna.Kurbatova@gazprombank.ru](mailto:Anna.Kurbatova@gazprombank.ru)**Потребительский сектор****Рустам Шихахмедов**  
+7 (495) 428 50 69  
[Rustam.Shikhakhmedov@gazprombank.ru](mailto:Rustam.Shikhakhmedov@gazprombank.ru)**Транспорт и машиностроение****Алексей Астапов**  
+7 (495) 428 49 33  
[Aleksei.Astapov@gazprombank.ru](mailto:Aleksei.Astapov@gazprombank.ru)**Аналитика долгового рынка****Артем Архипов**  
**Яков Яковлев**  
+7 (495) 980 41 82  
[Artem.Arhipov@gazprombank.ru](mailto:Artem.Arhipov@gazprombank.ru)  
+7 (495) 988 24 92  
[Yakov.Yakovlev@gazprombank.ru](mailto:Yakov.Yakovlev@gazprombank.ru)**Редакторская группа****Татьяна Курносенко**  
**Юлия Мельникова**  
+7 (495) 983 18 00 доб. 54084  
[Tatiana.Kurnosenko@gazprombank.ru](mailto:Tatiana.Kurnosenko@gazprombank.ru)  
+7 (495) 983 18 37  
[Julia.Melnikova@gazprombank.ru](mailto:Julia.Melnikova@gazprombank.ru)**Департамент инструментов долгового рынка****Павел Исаев**  
начальник департамента  
+ 7 (495) 980 41 34  
[Pavel.Isaev@gazprombank.ru](mailto:Pavel.Isaev@gazprombank.ru)**Департамент рынков фондового капитала****Максим Шашенков**  
начальник департамента  
+7 (495) 988 23 24  
[Maxim.Shashenkov@gazprombank.ru](mailto:Maxim.Shashenkov@gazprombank.ru)**Управление рынков  
заемного капитала****Игорь Ешков**  
Директор  
+ 7 (495) 429 96 44  
[Igor.Eshkov@gazprombank.ru](mailto:Igor.Eshkov@gazprombank.ru)**Управление торговли и продаж  
долговых инструментов****Андрей Миронов**  
начальник управления  
+7 (495) 428 2366  
[Andrei.Mironov@gazprombank.ru](mailto:Andrei.Mironov@gazprombank.ru)**Управление торговли и продаж инструментов фондового  
рынка****Продажи****Константин Шапшаров**  
директор  
+7 (495) 983 18 11  
[Konstantin.Shapsharov@gazprombank.ru](mailto:Konstantin.Shapsharov@gazprombank.ru)**Трейдинг****Валерий Левит**  
директор  
+7 (495) 988-24-11  
[Valeriy.Levit@gazprombank.ru](mailto:Valeriy.Levit@gazprombank.ru)**Продажи****Дмитрий Кузнецов**  
+7 (495) 428 49 80  
[kuzd@gazprombank.ru](mailto:kuzd@gazprombank.ru)**Евгений Терещенко**  
+7 (495) 988 24 10  
[Evgeniy.Tereschenko@gazprombank.ru](mailto:Evgeniy.Tereschenko@gazprombank.ru)**Илья Ремизов**  
+7 (495) 983 1880  
[Ilya.Remizov@gazprombank.ru](mailto:Ilya.Remizov@gazprombank.ru)**Мария Братчикова**  
+7 (495) 988 24 03  
[Maria.Bratchikova@gazprombank.ru](mailto:Maria.Bratchikova@gazprombank.ru)**Сергей Яблонский**  
+7 (495) 719 17 74  
[sy@gazprombank.ru](mailto:sy@gazprombank.ru)**Управление рынков фондового капитала****Андрей Чичерин**  
+7 (495) 983 19 14  
[Andrey.Chicherin@gazprombank.ru](mailto:Andrey.Chicherin@gazprombank.ru)**Управление биржевых интернет-операций****Денис Войниконис**  
+7 (495) 428 49 64  
[Denis.Voynikonis@gazprombank.ru](mailto: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.