

# Российский сегмент теплогенерации:

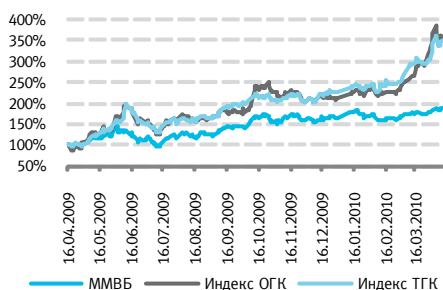
## Последний фрагмент паззла встал на свое место

### Рекомендации

Компания	Прогн. цена, цента	Потенц. роста	Рекомендация
ОГК-1	7,9	80%	ПОКУПАТЬ
ОГК-2	8,6	37%	ПОКУПАТЬ (повышение)
ОГК-3	5,9	-15%	ДЕРЖАТЬ
ОГК-4	13,0	59%	ПОКУПАТЬ
«Энел ОГК-5»	10,2	16%	ДЕРЖАТЬ (повышение)
ОГК-6	4,2	-7%	ДЕРЖАТЬ
ТГК-1	0,120	52%	ПОКУПАТЬ
ТГК-2	0,040	-4%	ДЕРЖАТЬ
«Мосэнерго»	19,0	41%	ПОКУПАТЬ
ТГК-4	0,040	-30%	ПРОДАВАТЬ
ТГК-5	0,070	10%	ДЕРЖАТЬ
ТГК-6	0,070	37%	ПОКУПАТЬ
ТГК-7 (Волжская ТГК)	4,6	-23%	ПРОДАВАТЬ (понижение)
ТГК-9	0,025	37%	ПОКУПАТЬ
«Фортум» (ТГК-10)	263	51%	ПОКУПАТЬ
ТГК-11	0,130	65%	ПОКУПАТЬ
ТГК-12 («Кузбасс-энерго»)	2,20	86%	ПОКУПАТЬ (повышение)
ТГК-13 (Енисейская ТГК)	0,72	76%	ПОКУПАТЬ
ТГК-14	0,027	54%	ПОКУПАТЬ

Источник: Инвестбанк «ОТКРЫТИЕ»

### Динамика котировок акций ОГК и ТГК



Источники: ММВБ, Инвестбанк «ОТКРЫТИЕ»

### Аналитика

+7 (495) 777-56-56

Павел Попиков

popikov@open.ru

Вадим Паламарчук

palamarchuk@open.ru

Долгожданное утверждение параметров рынка мощности по существу устранило наиболее значительный риск, который ставил под угрозу успешное завершение процесса реформирования российского генерирующего сегмента. Мы пересмотрели наши модели расчета справедливой стоимости акций 19 теплогенерирующих компаний и повысили наши прогнозные цены в среднем на 56%. Наибольшие позитивные перемены наблюдаются у угольных генкомпаний, и мы обращаем особое внимание на «Кузбассэнерго» и ТГК-13 как на наших фаворитов в данном сегменте. Кроме того, мы сохраняем позитивный взгляд на наиболее эффективные газовые генкомпании: ОГК-1, ТГК-1 и ОГК-4. На динамике стоимости этих генкомпаний благоприятно скажется не только запуск рынка мощности, но и продолжающаяся либерализация оптового рынка электроэнергии.

### Инвестиционное заключение

**Благоприятные параметры рынка мощности, в особенности для угольных генераторов.** Прогнозные значения тарифов на 2011 г. в два раза превосходят наш первоначальный прогноз и почти в четыре раза выше для угольных генкомпаний.

**Повышение нашего прогноза на внутренние цены на газ также благоприятно для угольных генкомпаний.** Мы повысили наш прогноз по ценам на природный газ на 30%, при этом прогнозное значение цены на энергетический уголь пока остается прежним. Повышение цен отрицательно скажется на показателях рентабельности газовых генераторов.

**Продолжают торговаться с дисконтом к докризисному уровню.** В среднем, генкомпании по-прежнему торгуются с 50%-ным дисконтом к своим докризисным уровням, испытывая, по нашему мнению, давление на котировки в связи с неопределенностью относительно запуска рынка мощности. Теперь этот разрыв должен быть ликвидирован.

**Амбициозные инвестиционные планы теперь выглядят реалистичными.** Согласно инвестиционной программе сегмента генерации на 2010-2016 гг., предусматривающей строительство 31 ГВт мощностей и \$41 млрд инвестиций, будут модернизированы старые мощности, благодаря чему генкомпании смогут удовлетворять растущий спрос и нарастить денежные потоки.

**Потенциал роста также сохраняется и у акций эффективных генкомпаний.** Мы считаем, что из-за отсутствия высоких финансовых показателей инвесторы до сих пор не заложили в котировки акций в полной мере продолжающуюся либерализацию оптового рынка электроэнергетики. Мы надеемся, что публикация финансовых данных за 2009 г. поможет исправить ситуацию.

**Мы учли в наших моделях последние данные.** При пересмотре наших DCF-моделей расчета справедливой стоимости акций мы учли последние операционные данные генкомпаний за 2009 г., а также скорректированные макроэкономические прогнозы и прогнозные значения свободных цен на электроэнергию.

### Оценка

**По-прежнему недооценены по мультипликаторам, учитывающим стоимость активов.** Среднее значение коэффициента «Стоимость предприятия/установленная мощность» у российских теплогенерирующих компаний составляет \$308/кВт, тогда как до кризиса среднее его значение равнялось \$500/кВт, а аналоги развивающихся стран торгуются на отметке \$1 038/кВт по этому коэффициенту.

**Прогнозные значения финансовых мультипликаторов за 2011 г. выглядят привлекательными.** Прогнозные значения коэффициентов «Стоимость предприятия/EBITDA» и P/S на 2011 г. у российских ОГК и ТГК составляет 6x и 1,1x соответственно, в то время как прогнозные значения данных коэффициентов на 2011 г. у аналогов развивающихся стран несколько выше (мультипликатор «Стоимость предприятия/EBITDA» 2011П равен 8,8x, а коэффициент P/S 2011П составляет 1,5x).

### Катализаторы

- Публикация финансовых показателей за 2009 г., которая прольет больше света на механизм функционирования либерализованного сегмента рынка электроэнергетики;
- Подписание генкомпаниями договоров на поставку мощностей, в которых будут более подробно прописаны тарифы на мощность и объем нового строительства для каждой компании;
- Продолжающаяся либерализация оптового рынка электроэнергетики.

### Риски

- Введение ограничений на максимальный рост цен на электроэнергию и мощность;
- Сокращение спроса на электроэнергию в будущем может отрицательно сказаться на уровне либерализованных цен;
- Сохраняется риск девальвации рубля в будущем.

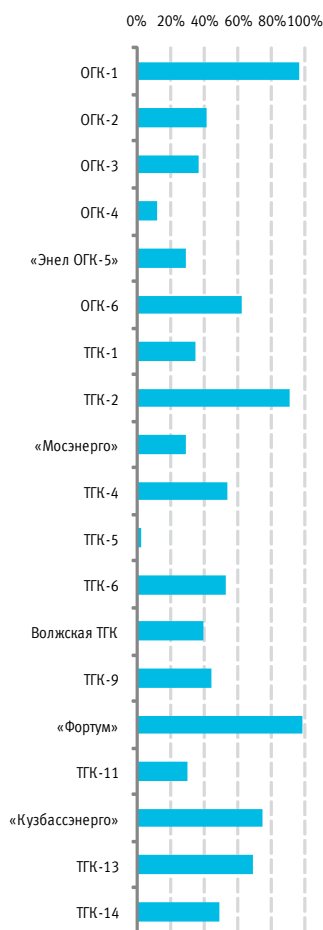
# Содержание

---

Инвестиционное заключение .....	3
Сравнительная оценка .....	5
Рынок мощности – последний фрагмент паззла.....	6
Мы отдаем предпочтение угольным и эффективным газовым генкомпаниям .....	8
Предварительная оценка результатов за 2009 г.....	11
Другие изменения в наших моделях .....	12
Обновленные финансовые прогнозы .....	14
Риски .....	15

## Инвестиционное заключение

Генкомпании сохраняют потенциал роста к докризисным уровням 1P08



Источник: Bloomberg

### Угольные генкомпании: повышение рекомендации по «Кузбассэнерго» до «Покупать», подтверждение рекомендации «Покупать» по ТГК-13

**Параметры рынка мощности и умеренные темпы роста цен на уголь.** Ценовые параметры долгосрочного рынка мощности значительно превысили наши предыдущие прогнозы, и, по нашему мнению, это стало для рынка полной неожиданностью. Кроме того, последние прогнозы по ценам на топливо также благоприятны для угольных генераторов, поскольку цены на природный газ к 2015 г. удвоятся. Пересмотр наших DCF-моделей привел к повсеместным повышениям прогнозных цен для угольных генкомпаний: так, прогнозная цена «Кузбассэнерго» выросла на 182% до 2,2 цента за акцию, прогнозная цена ТГК-13 увеличилась на 100%, до 0,72 цента за акцию. Мы повысили нашу рекомендацию по бумагам «Кузбассэнерго» до «Покупать», при этом потенциал роста к текущей рыночной цене составляет 86%. Мы подтверждаем нашу рекомендацию «Покупать» по бумагам ТГК-13: потенциал роста стоимости к текущей рыночной цене равен 76%.

### Эффективные газовые генкомпании: подтверждаем рекомендацию «Покупать» по бумагам ОГК-1, ТГК-1 и ОГК-4

**В среднем, прогнозные цены по ОГК и газовым ТГК повысились на 49%.** Несмотря на наш новый, более оптимистичный прогноз по внутренним ценам на природный газ, которые могут отрицательно сказаться на показателях рентабельности газовых генераторов, мы подтверждаем наше мнение, согласно которому благоприятные последствия продолжающейся либерализации оптового рынка электроэнергии по-прежнему не в полной мере учтены в котировках акций наиболее эффективных генкомпаний. Так, мы повышаем наши прогнозные цены по ОГК и газовым ТГК в среднем на 49%. Мы присваиваем бумагам ОГК-2 рекомендацию «Покупать», при этом новая прогнозная цена, равная 8,6 цента за акцию, указывает на наличие 37%-ного потенциала роста. Между тем в числе наших фаворитов числятся самые эффективные генерирующие компании: ОГК-1, ТГК-1 и ОГК-4. Наши новые прогнозные цены указывают на то, что средний потенциал роста стоимости этих бумаг к текущим рыночным котировкам составляет 64%.

### Рекомендация по бумагам ТГК-7 понижена до «Продавать» из-за низких тарифов на мощность

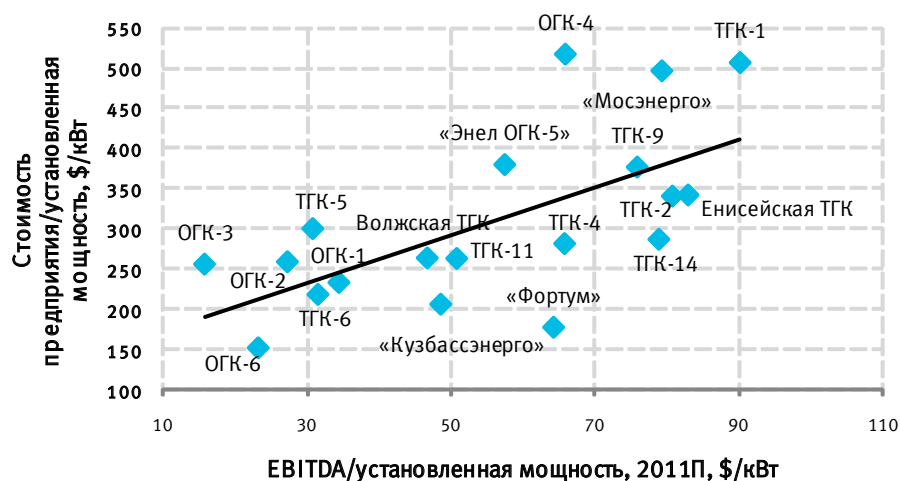
**Рекомендация «Продавать» присвоена лишь двум теплогенерирующим компаниям – ТГК-7 и ТГК-4.** Объявленные параметры расчета тарифов на мощность являются неблагоприятными для ТГК-7 (Волжской ТГК), которая осуществляет свою операционную деятельность на территории Самарской, Саратовской и Ульяновской областей. По предварительным оценкам, тариф на новую мощность компании в 2011 г. будет на 18% ниже среднего тарифа других ОГК и ТГК. Это окажет понижающее давление на наши будущие финансовые прогнозы по компании, и мы полагаем, что показатели рентабельности компании в будущем будут одними из самых низких. Мы повысили нашу прогнозную цену по бумагам ТГК-7 лишь на 7% и полагаем, что, благодаря динамике котировок акций, наблюдавшейся в последнее время, потенциал снижения стоимости бумаг ТГК-7 составляет 23% к текущей рыночной цене. Мы понижаем нашу рекомендацию по бумагам ТГК-7 до «Продавать». ТГК-4 – ещё одна низкоэффективная генерирующая компания, показатели рентабельности которой, по прогнозам, также будут весьма низкими. Несмотря на повышение прогнозной цены, мы подтверждаем нашу рекомендацию «Продавать» по бумагам этой генкомпании.

### Российские теплогенерирующие компании: сводная таблица изменений

Компания	ТИКЕР РТС	Рын. кап., \$ млн	EV, \$ млн	Установл. мощность, МВт	Текущ. цена, цента	Текущ. EV/уст. мощн., \$/кВт	Прежн. прогн. цена, цента	Прежн. реко-мендац.	Изм. прогн. цены	Новая прогн. цена, цента	Потенц. роста к текущ. цене	Новая реко-менд.	Прогнозн. EV/уст. мощн., \$/кВт
ОГК-1	OGKA	1 926	2 223	9 531	4,4	233	5,0	Покупать	58%	7,9	80%	Покупать	405
ОГК-2	OGKB	2 073	2 251	8 695	6,3	259	3,6	Держать	139%	8,6	37%	Покупать	413
ОГК-3	OGKC	3 472	2 139	8 357	7,0	256	5,3	Держать	11%	5,9	-15%	Держать	200
ОГК-4	OGKD	5 235	4 453	8 630	8,2	516	6,8	Покупать	91%	13,0	59%	Покупать	759
«Энел ОГК-5»	OGKE	3 048	3 312	8 732	8,7	379	5,8	Продавать	76%	10,2	16%	Держать	422
ОГК-6	OGKF	1 444	1 379	9 052	4,5	152	2,7	Держать	55%	4,2	-7%	Держать	235
ТГК-1	TGKA	3 000	3 175	6 279	0,079	506	0,080	Покупать	50%	0,120	52%	Покупать	732
ТГК-2	TGKB	610	877	2 577	0,042	340	0,026	Держать	54%	0,040	-4%	Держать	284
«Мосэнерго»	MSNG	5 238	5 897	11 904	13,5	495	14,4	Покупать	32%	19,0	41%	Покупать	681
ТГК-4	TGKD	1 103	942	3 348	0,057	281	0,027	Продавать	48%	0,040	-30%	Продавать	282
ТГК-5	TGKE	781	740	2 467	0,064	300	0,045	Держать	56%	0,070	10%	Держать	272
ТГК-6	TGKF	944	680	3 113	0,051	218	0,053	Покупать	32%	0,070	37%	Покупать	303
ТГК-7 (Волжская ТГК)	TGKG	1 814	1 814	6 879	6,0	264	4,3	Держать	7%	4,6	-23%	Продавать	256
ТГК-9	TGKI	1 372	1 234	3 280	0,018	376	0,021	Покупать	19%	0,025	37%	Покупать	534
«Фортум» (ТГК-10)	TGKJ	1 527	495	2 785	174	178	250	Покупать	5%	263	51%	Покупать	457
ТГК-11	TGKK	433	533	2 026	0,079	263	0,153	Покупать	-15%	0,130	65%	Покупать	373
ТГК-12 («Кузбассэнерго»)	KZBE	854	908	4 400	1,18	206	0,78	Держать	182%	2,20	86%	Покупать	440
ТГК-13 (Енисейская ТГК)	TGKM	680	840	2 458	0,41	342	0,36	Покупать	100%	0,72	76%	Покупать	523
ТГК-14	TGKN	247	181	633	0,018	287	0,016	Покупать	69%	0,027	54%	Покупать	390
<i>Среднее</i>						<i>308</i>			<i>56%</i>				<i>419</i>

Источник: Инвестбанк «ОТКРЫТИЕ»

### Рынку следует доплачивать премию за эффективность



Источник: Инвестбанк «ОТКРЫТИЕ»

## Сравнительная оценка

Российский сегмент теплогенерации														
Компания	ТИКЕР	Рын. кап., \$ млн	EV, \$ млн	P/S			EV/EBITDA			P/E			Устан. мощн., МВт ('08)	EV/уст. мощн., \$/кВт
				'09П	'10П	'11П	'09П	'10П	'11П	'09П	'10П	'11П		
ОГК-1	OGKA	1 926	2 223	1,38	1,06	0,97	12,4	9,0	6,6	28,9	22,3	15,1	9 531	233
ОГК-2	OGKB	2 074	2 251	1,71	1,30	1,03	18,3	12,7	8,6	35,7	35,0	53,5	8 695	259
ОГК-3	OGKC	3 472	2 139	3,22	2,91	2,57	16,2	20,2	15,9	18,7	21,3	29,8	8 357	256
ОГК-4	OGKD	5 238	4 456	4,13	3,04	2,25	19,2	11,9	6,9	25,5	20,9	13,4	8 630	516
«Энел ОГК-5»	OGKE	3 048	3 312	2,22	1,82	1,47	13,7	9,4	6,0	29,8	22,7	12,2	8 732	379
ОГК-6	OGKF	1 445	1 380	1,14	1,00	0,86	8,1	10,4	6,5	22,8	отр.	отр.	9 052	152
<i>Среднее по ОГК</i>				2,30	1,86	1,52	14,6	12,3	8,4	26,9	24,4	24,8		299
ТГК-1	TGKA	3 002	3 177	2,48	1,88	1,47	13,6	8,5	5,2	26,7	16,8	10,0	6 279	506
ТГК-2	TGKB	611	877	0,83	0,68	0,47	11,3	6,6	3,1	отр.	отр.	отр.	2 577	340
«Мосэнерго» (ТГК-3)	MSNG	5 238	5 897	1,47	1,16	1,02	11,8	8,5	5,9	77,7	37,7	18,5	11 904	495
ТГК-4	TGKD	1 110	949	1,10	0,90	0,83	5,4	4,9	3,9	17,3	18,3	26,4	3 348	284
ТГК-5	TGKE	781	740	1,46	1,24	1,08	16,5	12,7	9,7	24,2	21,2	25,1	2 467	300
ТГК-6	TGKF	946	682	1,37	1,11	1,04	7,6	6,8	6,9	14,7	12,1	12,1	3 113	219
Волжская ТГК (ТГК-7)	TGKG	1 814	1 814	1,19	0,93	0,83	9,1	6,8	5,5	24,0	17,0	14,5	6 879	264
ТГК-9	TGKI	1 372	1 234	0,97	0,83	0,73	6,7	6,4	4,8	11,9	14,4	13,6	3 280	376
«Фортум» (ТГК-10)	TGKJ	1 527	495	1,90	1,56	1,28	3,7	4,1	2,1	10,5	13,7	12,7	2 785	178
ТГК-11	TGKK	433	533	0,83	0,69	0,66	6,7	6,6	4,8	10,4	12,0	9,1	2 026	263
«Кузбассэнерго» (ТГК-12)	KZBE	854	908	1,07	0,82	0,69	11,6	5,8	3,7	89,8	22,6	40,6	4 400	206
Енисейская ТГК (ТГК-13)	TGKM	680	840	1,43	1,15	0,87	12,8	8,0	3,7	отр.	отр.	13,8	2 458	342
ТГК-14	TGKN	247	181	1,32	1,05	0,90	10,8	4,9	3,4	18,7	9,1	6,7	633	287
<i>Среднее по ТГК</i>				1,34	1,08	0,91	9,8	7,0	4,8	29,6	17,7	16,9		312
<b>ТЕПЛОГЕНЕРИРУЮЩИЕ КОМПАНИИ РАЗВИВАЮЩИХСЯ СТРАН</b>														
NTPC	Индия	38 271	46 912	4,46	3,51	3,10	19,4	14,9	12,5	24,1	19,2	17,3	27 350	1 715
Datang Int. Power	Китай	20 226	36 328	3,07	2,54	2,21	17,7	15,8	13,1	82,5	71,8	52,3	17 600	2 064
Huadian Int. Power	Китай	5 732	14 494	1,12	0,97	0,85	11,4	11,6	9,7	33,6	41,3	32,8	23 294	622
AES Gener S.A.	Чили	1 758	1 758	1,04	1,07	н/д	3,2	3,4	н/д	4,8	6,5	н/д	3 559	494
Ratchaburi Electric	Тайланд	1 634	1 871	1,27	1,22	1,24	6,8	6,7	6,7	8,7	8,4	8,7	4 345	430
Glow Energy PCL	Тайланд	1 637	2 871	1,64	1,45	1,29	12,0	9,7	8,6	14,1	11,5	10,3	1 708	1 681
First Gen Corp	Филиппины	468	657	0,39	0,42	0,45	1,9	2,4	2,4	10,7	5,7	4,9	2 669	246
Gujarat Industries Power	Индия	402	590	н/д	н/д	н/д	н/д	н/д	н/д	н/д	н/д	н/д	560	1 053
<i>Среднее для теплогенерирующих компаний развивающихся стран</i>				1,86	1,60	1,52	10,3	9,2	8,8	25,5	23,5	21,0		1 038
<b>ТЕПЛОГЕНЕРИРУЮЩИЕ КОМПАНИИ РАЗВИТЫХ СТРАН</b>														
International Power	Великобритания	7 747	11 576	1,49	1,48	1,53	5,8	5,9	5,8	10,5	11,5	10,9	17 018	680
Public Power Corp S.A.	Греция	2 296	5 352	0,29	0,29	0,28	2,4	2,6	2,6	2,3	3,0	3,2	12 276	436
Allegheny Energy	США	3 747	8 004	1,09	1,00	0,98	6,9	6,5	6,5	10,1	9,6	9,5	9 700	825
Southern Company	США	28 197	47 347	1,71	1,68	1,59	9,4	8,8	8,1	15,6	14,6	13,3	42 000	1 127
Drax Group plc	Великобритания	2 121	2 156	1,00	1,04	1,06	4,0	3,7	4,6	7,1	6,2	7,8	4 000	539
Contact Energy	Новая Зеландия	2 712	4 203	1,81	1,75	1,52	13,9	12,7	10,8	27,4	22,7	20,4	2 200	1 910
TransAlta Corporation	Канада	4 873	9 696	1,84	1,51	1,43	11,8	8,8	8,2	26,8	17,5	16,0	6 932	1 399
Energy Developments Ltd	Австралия	358	823	1,81	1,49	1,41	8,5	6,6	6,2	22,0	11,1	9,8	552	1 490
<i>Среднее для теплогенерирующих компаний развитых стран</i>				1,38	1,28	1,23	7,8	6,9	6,6	15,2	12,0	11,4		1 051

Источник: ММВБ, Bloomberg, Инвестбанк «ОТКРЫТИЕ»

## Рынок мощности – последний фрагмент паззла

**Наконец определены правила и параметры рынка мощности.** 13 апреля текущего года правительство РФ выпустило постановление, в котором прописаны правила и параметры долгосрочного рынка мощности для теплогенерирующих компаний, которые с января 2011 г. будут учитываться при расчете тарифов на новую мощность.

- Предполагается, что для газовых электростанций стоимость строительства составит 29-42 тыс. руб. за 1 кВт мощности, для угольных электростанций - 49-53 тыс. руб. за 1 кВт мощности.
- Для генерирующих компаний, которые привлекли дополнительные средства путем размещения доэмиссии, норма внутренней доходности (IRR) устанавливается на уровне 14%; для генкомпаний, которые не воспользовались таким способом привлечения средств, норма внутренней доходности (IRR) составит 15%.
- Период окупаемости инвестиционного проекта составит 15 лет.
- Тарифы компенсируют только 71-79% строительных расходов газовых генераторов и 95-100% строительных расходов угольных генкомпаний.

**Регулирующий орган дал предварительную оценку тарифов.** После того, как были утверждены правила и параметры долгосрочного рынка мощности, НП «Совет рынка», регулирующий орган сектора электроэнергетики, дал предварительную оценку фактических тарифов, которые будут взиматься новыми генерирующими мощностями, начиная с 2011 г. Тариф оценивался из расчета определенное количество рублей за 1 кВт мощности в месяц. Эти оценки представлены в таблице ниже.

### НП «Совет рынка» дал предварительную оценку тарифов на новую генерирующую мощность на 2011 г., руб./кВт в месяц

РЕГИОН	ГАЗОВЫЕ МОЩНОСТИ			УГОЛЬНЫЕ МОЩНОСТИ		
	РАЗМЕР ЭНЕРГОБЛОКА:	БОЛЕЕ 250МВт	150-250МВт	МЕНЕЕ 150 МВт	БОЛЕЕ 225 МВт	МЕНЕЕ 225МВт
Юг		500	617	771	1 048	1 130
Южная Волга		494	609	762	1 035	1 116
Центр		524	647	810	1 100	1 187
Урал		554	685	858	1 165	1 257
Сибирь		828	976	1 169	1 647	1 779

Источник: НП «Совет рынка»

**Различные тарифы для газовых и угольных генкомпаний.** Мы считаем, что тарифы для газовых генераторов были утверждены на более низком уровне, так как они смогут компенсировать недополученную выручку за счет продаж на оптовом рынке электроэнергии. Большинство газовых генкомпаний расположено в европейско-уральской зоне оптового рынка, где преобладает количество газовых электростанций, и где их средние цены оказывают повышающее давление на спотовую цену. В Сибири, напротив, на долю низкзатратной гидрогенерации приходится 40% мощностей, а это значит, что переложить расходы на плечи конечных потребителей представляется несколько более проблематичным.

**Пересмотр моделей, главным образом, обусловлен новым ценообразованием на рынке мощности.** После того, как были обнародованы новые параметры рынка мощности, мы внесли несколько существенных изменений в наши DCF-модели расчета справедливой стоимости теплогенерирующих компаний:

- Мы сократили совокупный объем инвестиционной программы сегмента на 2008-2016 гг. на 11% до 31 ГВт, после того как чиновники Минэнерго

сделали последние заявления относительно пересмотра инвестпрограммы.

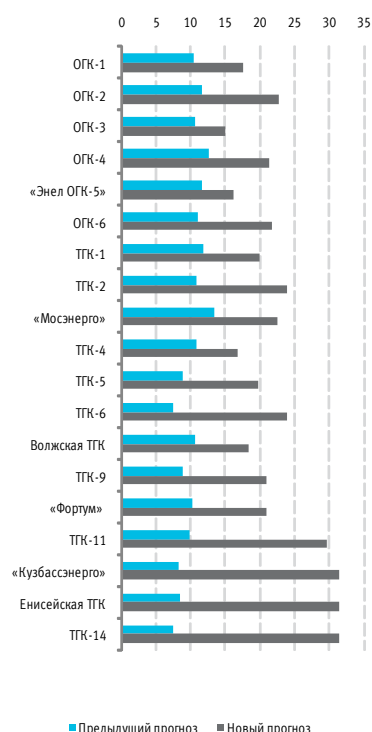
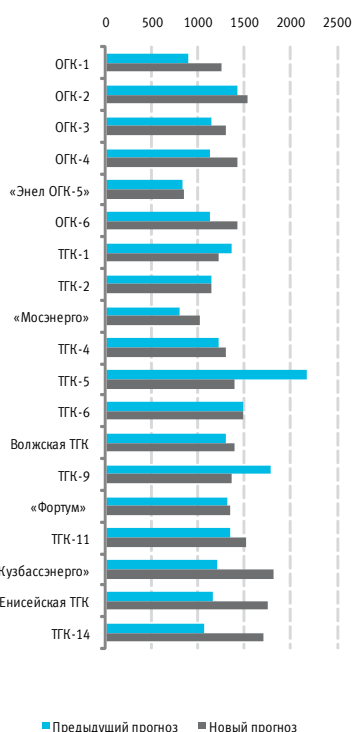
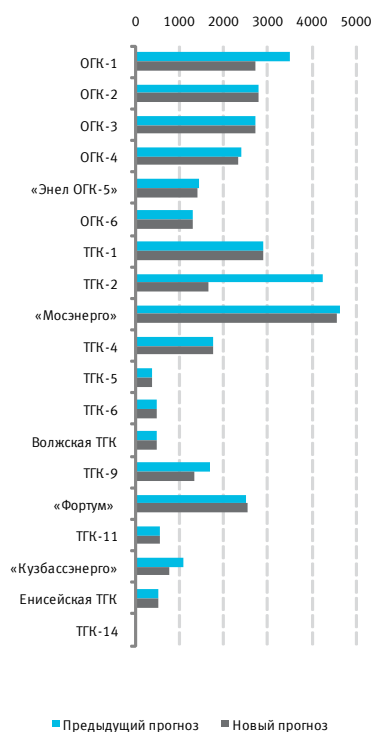
- Мы повысили нашу оценку строительных расходов до утвержденного уровня. На сегодняшний день, по нашим оценкам, стоимость строительства газовых энергоблоков составит \$1200/кВт, угольных энергоблоков - \$1700/кВт.
- Более важным моментом является то, что мы пересмотрели прогнозы по тарифам на мощность. По сравнению с нашими предыдущими прогнозами, в 2011 г. средний тариф на мощность увеличится более чем в два раза, с \$10/кВт в месяц до \$22/кВт в месяц.

На графиках ниже представлены все эти изменения.

Прогнозы по строительству новых мощностей (2008-2016), МВт

Оценка строительных расходов, \$/кВт

Прогнозы тарифов на новую мощность на 2011 г., \$/кВт в месяц



Источник: Инвестбанк «ОТКРЫТИЕ»

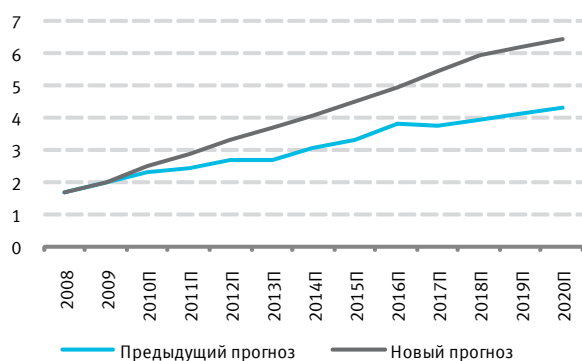
**Три дополнительных месяца для определения окончательных тарифов и инвестпланов.** На сегодняшний день правительство РФ утвердило только правила и параметры, которые будут действовать на долгосрочном рынке мощности. Окончательные тарифы будут определены для каждой генерирующей компании в отдельности чуть позже. Это будет сделано путем подписания договоров на поставку мощности (ДПМ). В ДПМ будут прописаны точные сроки введения в эксплуатацию и объем новых мощностей, а также будет определен размер штрафа, который компания будет обязана уплатить в том случае, если не сможет соблюсти сроки. В ДПМ также будет прописан четкий размер тарифа на мощность, оплата которого генкомпания гарантируется, по крайней мере, на протяжении 10 лет после введения нового генерирующего энергоблока в эксплуатацию. Таким образом, окончательный размер тарифа на мощность будет зависеть, главным образом, от объема инвестиционной программы каждой генерирующей компании. По нашим прогнозам, ДПМ должны быть подписаны в следующие три месяца.

## Мы отдаем предпочтение угольным и эффективным газовым генкомпаниям

**Мы повышаем наш прогноз по внутренним ценам на природный газ.** На долю топливных расходов приходится в среднем 50% общих расходов генкомпаний, работающих на органическом топливе. Из этого следует, что прогноз цен на топливо имеет решающее значение для оценки будущей фундаментальной стоимости компании. Учитывая прогнозы, изложенные аналитиками Инвестбанка «ОТКРЫТИЕ» в последнем обзоре по нефтегазовому сектору, мы повысили наши прогнозы по внутренним ценам на природный газ, которые мы используем в наших DCF-моделях. Более того, высока вероятность дальнейшего роста внутренних цен на газ в том случае, если «Газпрому», государственному газовому монополисту, удастся пролоббировать либерализацию цен на природный газ на внутреннем рынке. Согласно новым прогнозам, среднегодовые темпы роста (CAGR) цен в 2009-2015 гг. составят 15%.

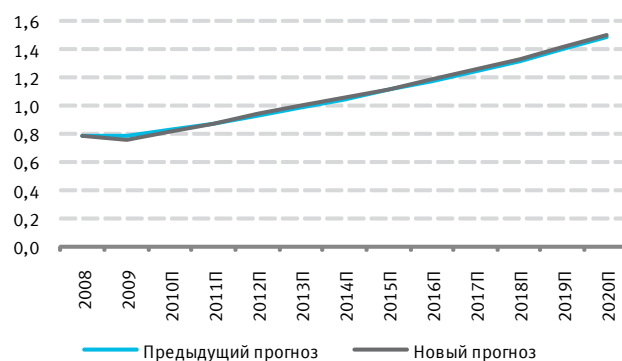
**Угольные генкомпании будут испытывать меньшее давление со стороны растущих топливных расходов.** Вместе с тем мы не меняем прогнозы по росту цен на энергетический уголь, и, по нашим оценкам, в 2009-2015 гг. цены на уголь будут расти со скоростью 7% в год. По нашему мнению, благодаря этому в течение следующих пяти лет угольные генераторы смогут демонстрировать более высокие показатели рентабельности, что является еще одним аргументом в их пользу.

Средняя цена на природный газ для российских промышленных потребителей, руб. за 1 куб. м



Источник: Инвестбанк «ОТКРЫТИЕ»

Средняя цена на энергетический уголь для российских генераторов, тыс. руб. за тонну



Источник: Инвестбанк «ОТКРЫТИЕ»

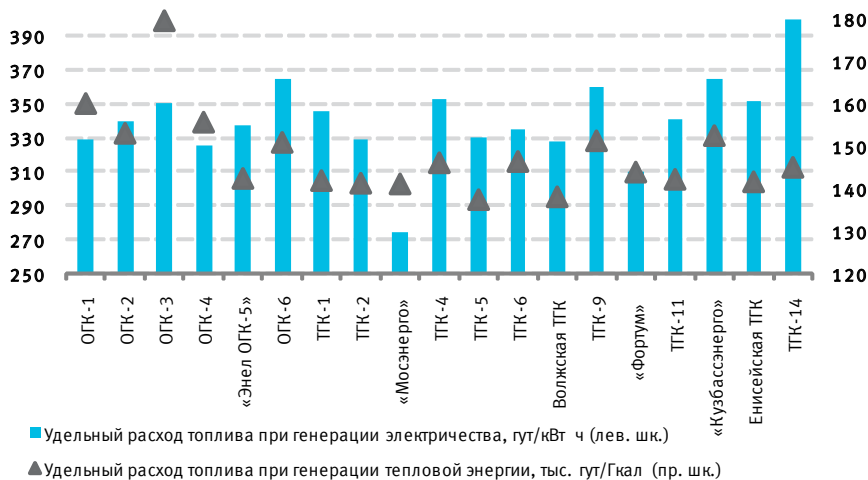
### Эффективность российских генкомпаний существенно ниже мировых уровней.

По средней топливной эффективности российские теплогенерирующие компании существенно отстают от своих иностранных аналогов, и, по нашим оценкам, среднее значение показателя удельного расхода топлива у российских ОГК и ТГК равно 341 гут/кВт ч (гут = грамм условного топлива), в то время как в западных компаниях аналогичный показатель равен в среднем 250 гут/кВт ч. Единственная российская генкомпания, которая по этому показателю приближается к иностранным аналогам, - это компания «Мосэнерго»: ее показатель удельного расхода условного топлива составляет 274 гут/кВт ч.

### Либерализация рынка благоприятно скажется на генкомпаниях с высокими показателями топливной эффективности.

По нашему убеждению, для успешного функционирования в условиях либерализованного рынка и демонстрации более высоких, чем у конкурентов, показателей рентабельности российские генкомпании должны обладать сравнительно высокой топливной эффективностью. К списку наиболее эффективных генкомпаний мы добавляем ОГК-4, ОГК-1, ТГК-10 и ТГК-1 (в структуре генерирующих активов ТГК-1 на долю дешевой гидрогенерации приходится 50% мощностей). По нашему мнению, наименее эффективными являются ТГК-14, ОГК-6 и ОГК-3.

### Сравнение российских теплогенерирующих компаний по показателю удельного расхода топлива, 2010П

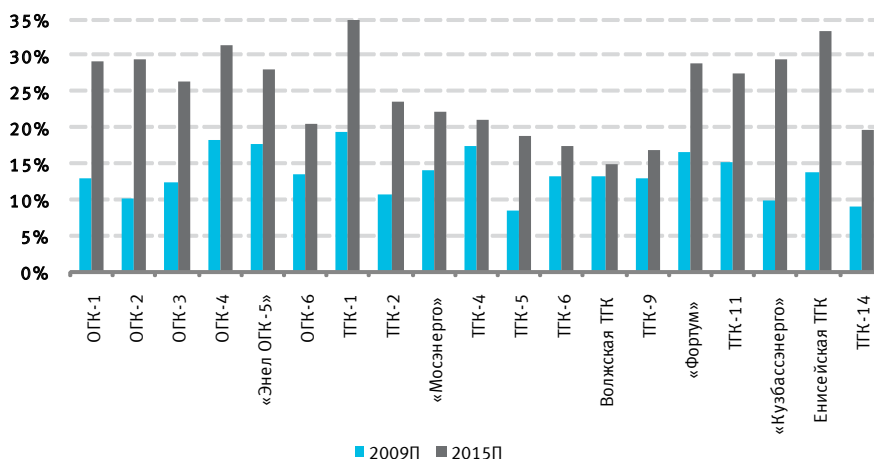


\*При расчете показателя для ТЭК-1 учитывались только генерирующие мощности, работающие на основе органического топлива  
 Источник: данные компании, Инвестбанк «ОТКРЫТИЕ»

**К 2015 г. совокупная выручка сегмента вырастет в 2,6 раза, а показатель EBITDA увеличится в 4,7 раза.** По нашим прогнозам, в следующие пять лет, к 2015 г., общая совокупная выручка российских ТЭК и ОГК увеличится до \$55 млрд с \$21 млрд, продемонстрированных в 2009 г. (т.е. показатель CAGR составит 17%). Совокупный показатель EBITDA сегмента вырастет с менее чем \$3 млрд в 2009 г. до почти \$14 млрд в 2015 г. (т.е. показатель CAGR будет равен 29%). Основным катализатором этого роста станет продолжающаяся либерализация рынка электроэнергетики и внедрения методики расчета экономически обоснованных тарифов на мощность.

**Рост показателей рентабельности у угольных генкомпаний будут выше.** Благодаря продолжающемуся реформированию российского электроэнергетического сектора, генерирующие компании смогут повысить свои показатели рентабельности EBITDA до уровней, демонстрируемых мировыми аналогами. По нашим оценкам, к 2015 г. среднее значение показателя рентабельности EBITDA в российском генерирующем сегменте увеличится до 25% с 14%, продемонстрированных в 2009 г., при этом на сегодняшний день значение показателя рентабельности EBITDA у теплогенерирующих компаний развивающихся рынков составляет в среднем 27%, тогда как у аналогов развитых стран этот же показатель равен 33%. Однако, по нашим прогнозам, рост показателей рентабельности у российских генераторов не будет равномерным. Мы полагаем, что рентабельность EBITDA у генкомпаний, работающих исключительно на основе природного газа, повысится с 13% в 2009 г. до 20% в 2015 г., а у угольных генкомпаний этот же показатель вырастет с 11% в 2009 г. до 27% в 2015 г.

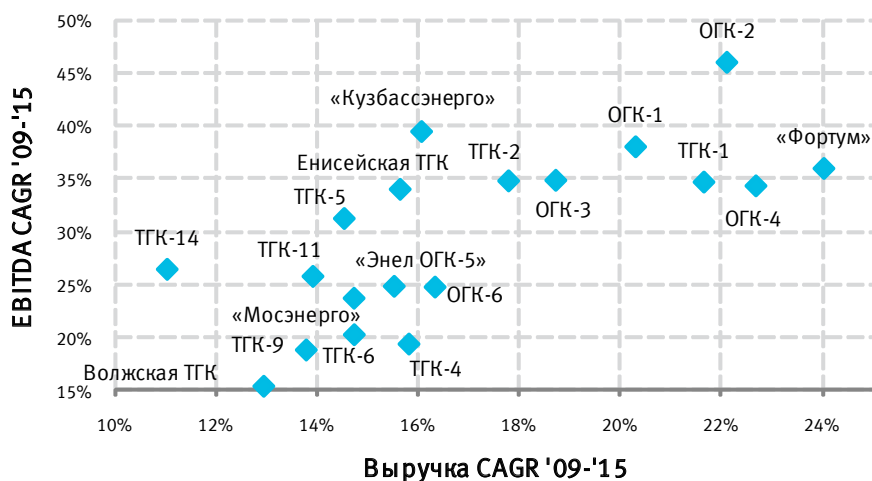
### Прогнозы по рентабельности EBITDA для генерирующих компаний



Источник: Инвестбанк «ОТКРЫТИЕ»

**Все наши фавориты продемонстрируют высокие темпы роста финансовых показателей.** На приведенном ниже графике представлены наши прогнозы по темпам роста выручки и показателя EBITDA для каждой компании в отдельности. Мы обращаем особое внимание на то, что, по нашим оценкам, все наши фавориты сегмента генерации, – «Кузбассэнерго», ТГК-13, ОГК-1, ТГК-1 и ОГК-4 – продемонстрируют в 2009-2015 гг. высокие среднегодовые темпы роста (CAGR) выручки и показателя EBITDA. Кроме того, мы выделяем «Фортум» (ТГК-10) как еще одну генерирующую компанию, выручка и EBITDA которой должны расти темпами, превышающими среднестатистические: по сравнению с другими ТГК, «Фортум» может похвастаться весьма амбициозной инвестиционной программой. Это наблюдение также верно в отношении ОГК-2, которая выгодно отличается более высокими показателями топливной эффективности и отчасти выгадывает благодаря эффекту низкой базы, возникшему в результате неэффективного ценообразования по топливу в 2009 г.

### Динамика роста выручки и показателя EBITDA у российских генерирующих компаний



Источник: Инвестбанк «ОТКРЫТИЕ»

## Предварительная оценка результатов за 2009 г.

Особенно хорошие результаты за 2009 г. продемонстрируют газовые генераторы. Сезон отчетности для российских генерирующих компаний только начался. По состоянию на сегодняшний день свои финансовые данные за 2009 г., рассчитанные по МСФО, опубликовали только три генкомпании. В общей сложности 14 теплогенерирующих компаний из 19, входящих в сферу наших аналитических интересов, публикуют данные, рассчитанные по МСФО. ТГК-5, ТГК-6, ТГК-9, ТГК-10 и ТГК-14 публикуют финансовые данные, рассчитанные только по РСБУ, и при построении модели оценки справедливой стоимости этих пяти компаний мы используем финансовые показатели, рассчитанные по РСБУ. Анализируя результаты за 2009 г., мы обращаем особое внимание на следующее:

- Ожидается, что рентабельность EBITDA газовых генераторов повысится на 7-9 п.п. относительно уровня 2008 г., что станет отражением благоприятного тарифного регулирования на природный газ в прошлом году (цены на газ повышались ежеквартально, тогда как регулируемые тарифы на электроэнергию росли, начиная с января).
- Результаты станут отражением процесса либерализации рынка электроэнергетики, и мы считаем, что в финансовых показателях будут видны преимущества, которые характерны для наиболее эффективных генерирующих компаний.
- По нашим прогнозам, показатели рентабельности за 2009 г. генерирующих компаний, работающих на угле, будут несколько ниже, чем аналогичные показатели газовых генераторов в силу различий в механизмах ценообразования на природный газ и уголь. Однако мы снова хотим подчеркнуть, что, по нашему мнению, начиная с 2011 г., когда будут действовать высокие тарифы на новую мощность, ситуация для угольных генкомпаний улучшится.

### Прогнозная оценка результатов за 2009 г. российских теплогенерирующих компаний\*, млн руб.

	Выручка, млн руб.	ЕБИТДА, млн руб.	Чистая приб., млн руб.	РЕНТАБ. ЕБИТДА	РЕНТАБ. ЧИСТОЙ ПРИБ.		Выручка млн руб.	ЕБИТДА млн руб.	Чистая приб. млн руб.	РЕНТАБ. ЕБИТДА	РЕНТАБ. ЧИСТОЙ ПРИБ.
ОГК-1	Применяемые стандарты бухучета:			МСФО		ОГК-2	Применяемые стандарты бухучета:			МСФО	
2008	49 898	4 289	2 816	8,6%	5,6%	2008	40 556	603	(1 050)	1,5%	-2,6%
2009П	44 365	5 683	2 112	12,8%	4,8%	2009П	38 378	3 890	1 839	10,1%	4,8%
г-к-г	-11%	33%	-25%	4,2 п.п.	-0,9 п.п.	г-к-г	-5%	545%	-	8,6 п.п.	7,4 п.п.
ОГК-4	Применяемые стандарты бухучета:			МСФО		ОГК-6	Применяемые стандарты бухучета:			МСФО	
2008	38 013	4 670	6 077	12,3%	16,0%	2008	42 275	244	(829)	0,6%	-2,0%
2009П	40 176	7 344	6 518	18,3%	16,2%	2009П	40 083	5 414	2 007	13,5%	5,0%
г-к-г	6%	57%	7%	6,0 п.п.	0,2 п.п.	г-к-г	-5%	22 раза	-	12,9 п.п.	7,0 п.п.
ТГК-1	Применяемые стандарты бухучета:			МСФО		ТГК-2	Применяемые стандарты бухучета:			МСФО	
2008	33 590	2 603	36	7,7%	0,1%	2008	23 163	197	(3 802)	0,8%	-16,4%
2009П	38 328	7 393	3 556	19,3%	9,3%	2009П	23 225	2 452	(1 629)	10,6%	-7,0%
г-к-г	14%	184%	98 раз	11,5 п.п.	9,2 п.п.	г-к-г	0%	12 раз	-57%	9,7 п.п.	9,4 п.п.
ТГК-4	Применяемые стандарты бухучета:			МСФО		ТГК-5	Применяемые стандарты бухучета:			РСБУ	
2008	29 223	2 249	881	7,7%	3,0%	2008	15 354	1 209	723	7,9%	4,7%
2009П	31 978	5 603	2 029	17,5%	6,3%	2009П	16 984	1 420	1 020	8,4%	6,0%
г-к-г	9%	149%	130%	9,8 п.п.	3,3 п.п.	г-к-г	11%	17%	41%	0,5 п.п.	1,3 п.п.
ТГК-6	Применяемые стандарты бухучета:			РСБУ		Волжская ТГК	Применяемые стандарты бухучета:			МСФО	
2008	20 107	1 241	47	6,2%	0,2%	2008	47 865	4 834	1 901	10,1%	4,0%
2009П	21 801	2 851	2 036	13,1%	9,3%	2009П	48 444	6 343	2 391	13,1%	4,9%
г-к-г	8%	130%	44 раз	6,9 п.п.	9,1 п.п.	г-к-г	1%	31%	26%	3,0 п.п.	1,0 п.п.
ТГК-9	Применяемые стандарты бухучета:			РСБУ		ТГК-10	Применяемые стандарты бухучета:			РСБУ	
2008	41 863	3 343	797	8,0%	1,9%	2008	22 282	3 331	2 489	14,9%	11,2%
2009П	45 006	5 806	3 651	12,9%	8,1%	2009П	25 499	4 254	4 610	16,7%	18,1%
г-к-г	8%	74%	5 раз	4,9 п.п.	6,2 п.п.	г-к-г	14%	28%	85%	1,7 п.п.	6,9 п.п.
ТГК-11	Применяемые стандарты бухучета:			МСФО		«Кузбасс-энерго»	Применяемые стандарты бухучета:			МСФО	
2008	15 926	1 596	776	10,0%	4,9%	2008	21 395	(804)	(1 551)	-3,8%	-7,2%
2009П	16 560	2 503	1 318	15,1%	8,0%	2009П	25 300	2 481	301	9,8%	1,2%
г-к-г	4%	57%	70%	5,1 п.п.	3,1 п.п.	г-к-г	18%	-	-	13,6 п.п.	8,4 п.п.
Енисейская ТГК	Применяемые стандарты бухучета:			МСФО		ТГК-14	Применяемые стандарты бухучета:			РСБУ	
2008	15 036	472	(1 239)	3,1%	-8,2%	2008	5 520	(180)	(410)	-3,3%	-7,4%
2009П	15 068	2 072	(207)	13,8%	-1,4%	2009П	5 942	533	419	9,0%	7,0%
г-к-г	0%	4 раза	-83%	10,6 п.п.	6,9 п.п.	г-к-г	8%	-	-	12,2 п.п.	14,5 п.п.

Источники: данные компании, Инвестбанк «ОТКРЫТИЕ»

\* ОГК-3, «Энел ОГК-5» и «Мосэнерго» уже опубликовали свою отчетность по МСФО за 2009 г.

## Другие изменения в наших моделях

**Макроэкономические предположения.** В таблице ниже приведены последние прогнозы по важнейшим макроэкономическим показателям российской экономики, рассчитанные аналитиками Инвестбанка «ОТКРЫТИЕ». Мы учли эти самые свежие данные в наших моделях. Новые макроэкономические прогнозы отличаются от предыдущих по следующим основным параметрам:

- ожидается повышение курса в среднесрочной перспективе;
- прогнозируется ускорение темпов макроэкономического восстановления;
- снижены прогнозы по инфляции.

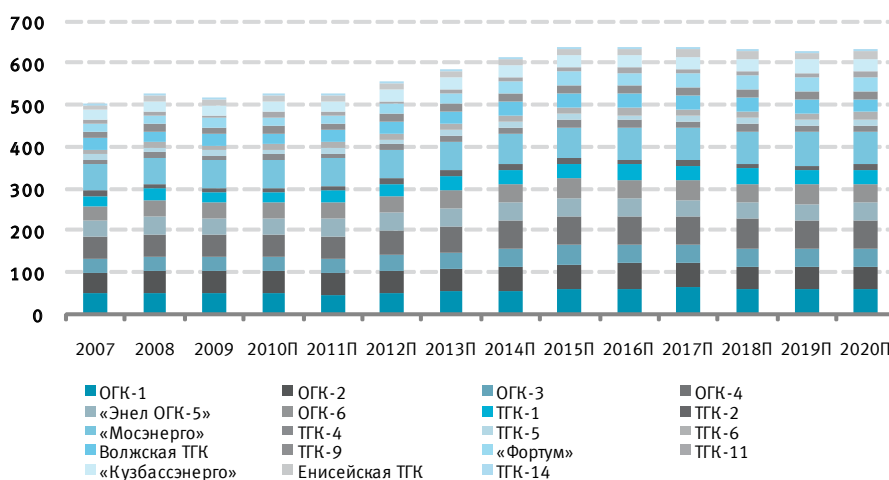
### Последние прогнозы аналитиков Инвестбанка «ОТКРЫТИЕ» по российской макроэкономике

	2006	2007	2008	2009	2010П	2011П	2012П	2013П	2014П	2015П
ВВП, г-к-г, %	7,4	8,1	5,6	-7,9	3,1	3,9	5,1	5,9	4,5	4,5
Промпроизводство, г-к-г, %	3,9	6,3	2,1	-11,8	5,3	3,0	3,5	3,5	3,0	3,0
Потребление электроэнергии, г-к-г, %	4,5	2,0	0,8	-3,2	1,1	1,4	1,9	2,2	1,7	1,2
Индекс потребительских цен (CPI), г-к-г, %	9,0	11,9	13,3	8,8	8,0	8,0	7,0	6,0	6,0	6,0
Индекс цен производителей (PPI) - только промышленность, г-к-г, %	10,4	25,1	17,0	13,9	10,0	9,0	9,0	8,0	8,0	8,0
Обменный курс рубля к доллару США, на конец периода	26,3	24,6	29,4	30,2	29,3	29,8	29,8	31,9	30,0	30,0
Обменный курс рубля к доллару США, среднее за период	27,2	25,6	24,8	31,7	29,4	29,5	29,8	30,9	30,0	30,0
Реальные темпы роста мировой экономики, %	5,0	4,9	3,9	-1,3	3,1	4,1	4,8	4,9	3,9	3,4
включая реальные темпы экономического роста стран "большойсемерки", %	2,7	2,2	1,2	-3,8	1,3	2,4	3,1	2,9	1,9	1,9
включая реальные темпы экономического роста развивающихся стран, %	7,8	7,9	6,9	1,6	5,2	6,1	6,7	6,8	5,8	5,3

Источник: Инвестбанк «ОТКРЫТИЕ»

**Данные по выработке электроэнергии генкомпаниями за 2009 г.** В наших DCF-моделях мы учли данные по объемам выработки электроэнергии генерирующими компаниями за 2009 г. В среднем, совокупный объем выработки сократился на 3,2% на фоне экономического кризиса. Однако сокращение объемов производства не было равномерным для всех компаний сегмента. Так, некоторые генкомпании, расположенные в Сибири (ТГК-13 и ТГК-11), увеличили объем своей выработки, чтобы компенсировать потери, вызванные масштабной аварией на Саяно-Шушенской ГЭС в августе 2009 г. Мы полагаем, что в этом и в следующем годах спрос на электроэнергию, вырабатываемую на сибирских электростанциях, продолжит повышаться, однако, начиная с 2012 г., их уровень производства вернется к среднестатистическому показателю. В таблице ниже приведены наши прогнозы по выработке электроэнергии генкомпаниями на период до 2020 г.

### Прогнозы по выработке электроэнергии российскими теплогенерирующими компаниями, млрд кВт ч

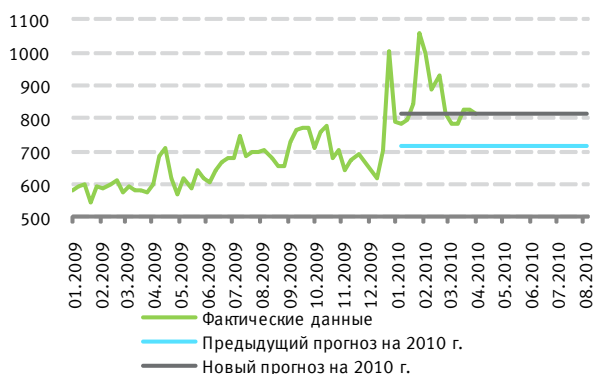


Источники: данные компаний, Инвестбанк «ОТКРЫТИЕ»

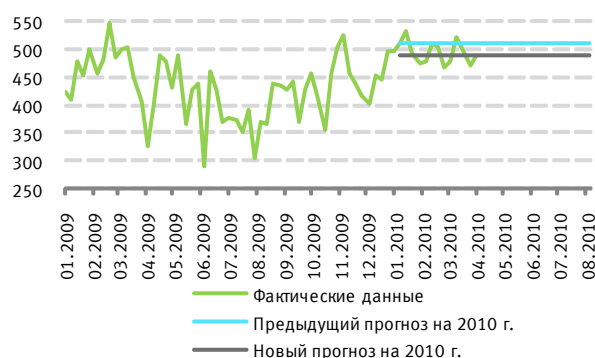
**Повышение прогнозов по нерегулируемым ценам на электроэнергию в европейско-уральской ценовой зоне.** Судя по тенденции, наметившейся в последнее время в европейско-уральской ценовой зоне, на российском оптовом рынке наблюдается значительный рост цены на электроэнергию. В первом квартале 2010 г. цена выросла до 857 руб. за 1 кВт ч, на 18% в квартальном исчислении. По нашему мнению, этот рост является следствием, во-первых, повышения с 1 января 2010 г. тарифов на природный газ, а во-вторых, результатом аномально низких температур, наблюдавшихся этой зимой, что привело к увеличению спроса на электроэнергию. Мы повысили наш прогноз нерегулируемой цены на электроэнергию на 2010 г. для европейско-уральской зоны на 14%, до 814 руб. за 1 кВт ч. Более того, учитывая новые прогнозы по внутренним тарифам на природный газ, мы также повысили наши среднесрочные и долгосрочные прогнозы для европейско-уральской зоны в среднем на 35% на период до 2020 г. Между тем наши прогнозы для электроэнергетического рынка сибирской ценовой зоны пока остаются стабильными.

### Нерегулируемые цены на электроэнергию на оптовом электроэнергетическом рынке РФ (руб./МВт ч)

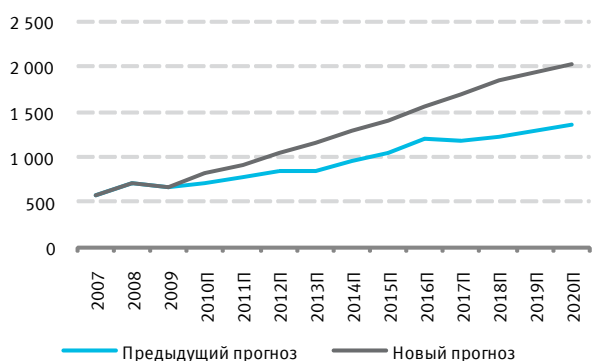
ЕВРОПЕЙСКО-УРАЛЬСКАЯ ЦЕНОВАЯ ЗОНА, ДАННЫЕ ЗА НЕДЕЛЮ:



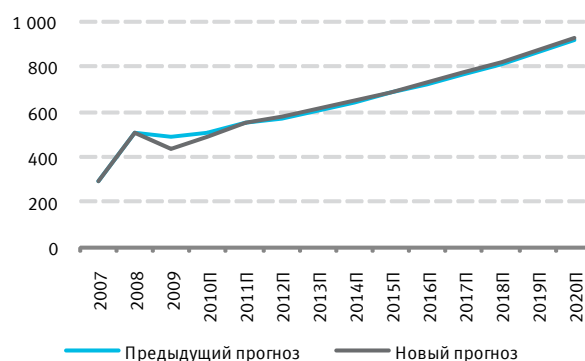
СИБИРСКАЯ ЦЕНОВАЯ ЗОНА, ДАННЫЕ ЗА НЕДЕЛЮ:



ЕВРОПЕЙСКО-УРАЛЬСКАЯ ЦЕНОВАЯ ЗОНА, ДАННЫЕ ЗА ГОД:



СИБИРСКАЯ ЦЕНОВАЯ ЗОНА, ДАННЫЕ ЗА ГОД:



Источники: ООО «АТС-Энерго», Инвестбанк «ОТКРЫТИЕ»

**Наконец, мы понизили оценку средневзвешенной стоимости капитала (WACC).** Помимо всех прочих изменений в наших моделях, мы обращаем особое внимание на то, что оценка средневзвешенной стоимости капитала (WACC) для генерирующих компаний была пересмотрена в сторону понижения. Мы снизили безрисковую ставку и премию за риск российского рынка акций, в результате чего средняя стоимость акционерного капитала у ТГК и ОГК уменьшилась с 15% до 14%, а средняя стоимость заемного капитала также сократилась на один процентный пункт. В итоге, значение показателя WACC для генкомпаний снизилось с 14,4% до 13%.

## Обновленные финансовые прогнозы

### Скорректированные прогнозы по прибылям российских теплогенерирующих компаний, млн руб.

	ПРИМЕН. СТАНДАРТЫ БУХУЧЕТА		2010П			2011П			2012П		
			НОВ.	ПРЕД.	ИЗМ.	НОВ.	ПРЕД.	ИЗМ.	НОВ.	ПРЕД.	ИЗМ.
ОГК-1	МСФО	Выручка	53 226	53 637	-1%	58 680	61 654	-5%	73 021	72 465	1%
		ЕБИТДА	7 241	2 917	148%	9 886	10 636	-7%	15 198	14 151	7%
		Чистая прибыль/ (убыток)	2 546	(2 448)	-	3 768	3 789	-1%	4 233	3 562	19%
ОГК-2	МСФО	Выручка	46 957	45 618	3%	59 628	54 568	9%	72 979	62 791	16%
		ЕБИТДА	5 230	3 595	45%	7 753	11 313	-31%	12 363	14 317	-14%
		Чистая прибыль/ (убыток)	1 741	(179)	-	1 144	5 564	-79%	2 550	5 313	-52%
ОГК-3	МСФО	Выручка	35 046	34 416	2%	39 939	36 261	10%	52 398	43 713	20%
		ЕБИТДА	3 111	2 888	8%	3 970	5 567	-29%	7 907	9 308	-15%
		Чистая прибыль/ (убыток)	4 785	5 277	-9%	3 440	6 178	-44%	3 693	7 504	-51%
ОГК-4	МСФО	Выручка	50 765	48 398	5%	68 648	61 536	12%	85 632	70 600	21%
		ЕБИТДА	11 015	9 190	20%	18 949	18 880	0%	25 157	23 192	8%
		Чистая прибыль/ (убыток)	7 389	6 404	15%	11 522	11 732	-2%	14 990	15 078	-1%
«Энел ОГК-5»	МСФО	Выручка	49 289	48 787	1%	61 355	54 348	13%	69 235	59 187	17%
		ЕБИТДА	10 314	10 023	3%	16 253	16 160	1%	18 077	17 329	4%
		Чистая прибыль/ (убыток)	3 956	5 169	-23%	7 354	10 711	-31%	8 966	12 358	-27%
ОГК-6	МСФО	Выручка	42 506	44 681	-5%	49 667	50 140	-1%	58 490	55 904	5%
		ЕБИТДА	3 913	2 250	74%	6 310	6 772	-7%	9 191	8 310	11%
		Чистая прибыль/ (убыток)	(43)	(297)	-86%	(1 376)	1 490	-	263	2 698	-90%
ТГК-1	МСФО	Выручка	46 999	45 090	4%	60 473	55 447	9%	74 313	64 759	15%
		ЕБИТДА	11 045	8 244	34%	17 897	15 598	15%	23 684	19 415	22%
		Чистая прибыль/ (убыток)	5 254	3 795	38%	8 885	6 942	28%	12 107	8 624	40%
ТГК-2	МСФО	Выручка	26 420	31 632	-16%	38 279	37 190	3%	45 099	42 030	7%
		ЕБИТДА	3 918	5 685	-31%	8 264	9 543	-13%	11 081	12 149	-9%
		Чистая прибыль/ (убыток)	(1 777)	1 369	-	(571)	2 577	-	281	3 283	-91%
«Мосэнерго»	МСФО	Выручка	132 261	119 869	10%	152 100	140 797	8%	172 034	153 908	12%
		ЕБИТДА	20 294	14 295	42%	29 603	27 730	7%	35 766	30 543	17%
		Чистая прибыль/ (убыток)	4 090	2 731	50%	8 362	12 649	-34%	11 093	14 559	-24%
ТГК-4	МСФО	Выручка	36 417	36 165	1%	39 684	41 233	-4%	48 469	46 759	4%
		ЕБИТДА	5 686	5 156	10%	7 126	8 481	-16%	9 496	10 960	-13%
		Чистая прибыль/ (убыток)	1 789	(628)	-	1 241	3 060	-59%	490	3 199	-85%
ТГК-5	РСБУ	Выручка	18 603	17 445	7%	21 279	20 057	6%	23 407	21 613	8%
		ЕБИТДА	1 709	1 405	22%	2 251	3 045	-26%	2 292	3 128	-27%
		Чистая прибыль/ (убыток)	1 083	2 150	-50%	921	2 657	-65%	119	2 077	-94%
ТГК-6	РСБУ	Выручка	24 997	18 843	33%	26 862	20 762	29%	29 849	22 497	33%
		ЕБИТДА	2 929	2 614	12%	2 906	3 463	-16%	3 399	3 511	-3%
		Чистая прибыль/ (убыток)	2 299	5 223	-56%	2 317	6 422	-64%	1 974	6 283	-69%
Волжская ТГК	МСФО	Выручка	57 672	58 742	-2%	64 708	63 599	2%	74 004	70 432	5%
		ЕБИТДА	7 816	7 090	10%	9 679	9 749	-1%	12 025	10 650	13%
		Чистая прибыль/ (убыток)	3 146	4 892	-36%	3 699	6 902	-46%	4 930	7 985	-38%
ТГК-9	РСБУ	Выручка	48 634	43 809	11%	55 175	49 076	12%	64 253	54 672	18%
		ЕБИТДА	5 664	5 998	-6%	7 564	9 797	-23%	7 742	10 857	-29%
		Чистая прибыль/ (убыток)	2 810	4 283	-34%	2 989	5 946	-50%	365	3 896	-91%
«Фортум»	РСБУ	Выручка	28 717	33 776	-15%	35 267	39 366	-10%	42 374	44 363	-4%
		ЕБИТДА	3 556	4 468	-20%	6 818	6 495	5%	7 720	6 460	20%
		Чистая прибыль/ (убыток)	3 280	8 301	-60%	3 563	8 774	-59%	(124)	5 244	-
ТГК-11	МСФО	Выручка	18 329	18 460	-1%	19 247	20 686	-7%	21 772	22 751	-4%
		ЕБИТДА	2 359	2 546	-7%	3 284	3 438	-4%	3 639	3 681	-1%
		Чистая прибыль/ (убыток)	1 059	3 416	-69%	1 413	3 992	-65%	1 469	3 778	-61%
«Кубассэнерго»	МСФО	Выручка	30 468	31 764	-4%	36 434	32 261	13%	43 200	35 675	21%
		ЕБИТДА	4 641	6 908	-33%	7 232	5 632	28%	11 012	6 833	61%
		Чистая прибыль/ (убыток)	1 109	3 454	-68%	621	1 372	-55%	1 378	1 623	-15%
Енисейская ТГК	МСФО	Выручка	17 438	20 047	-13%	23 085	22 548	2%	26 489	25 009	6%
		ЕБИТДА	3 079	3 468	-11%	6 697	5 881	14%	8 347	6 877	21%
		Чистая прибыль/ (убыток)	(149)	1 074	-	1 457	2 941	-50%	2 248	3 931	-43%
ТГК-14	РСБУ	Выручка	6 934	7 762	-11%	8 098	7 977	2%	8 705	8 626	1%
		ЕБИТДА	1 097	1 792	-39%	1 570	1 536	2%	1 703	1 902	-10%
		Чистая прибыль/ (убыток)	800	2 026	-61%	1 082	1 718	-37%	1 247	2 035	-39%

Источник: Инвестбанк «ОТКРЫТИЕ»

## Риски

**Введение регулирующим органом ограничений на предельный рост цен на электроэнергию и мощность.** Функционирование российского сектора электроэнергетики по-прежнему в значительной степени регулируется государством. И, несмотря на то, что непосредственная доля электроэнергетических расходов в счетах конечных потребителей все еще остается сравнительно низкой, фактическая доля расходов на электроэнергию значительно превышает этот уровень, поскольку стоимость электроэнергии учитывается в ценах на практически все промышленные товары. В результате цены на электроэнергию оказывают существенное влияние на общую динамику инфляции (индекса потребительских цен – CPI), а потому могут стать жертвой политических амбиций, целью которых может быть замедление темпов роста инфляции. Мы не исключаем того, что правительство, желая уменьшить инфляционное давление, может ввести регулируемые ограничения на предельные темпы роста цен на электроэнергию и мощность. Между тем в этом году мы наблюдаем за замедлением темпов инфляции, а потому, по нашему мнению, вышеозначенный риск не представляет собой непосредственной угрозы.

**На нерегулируемые цены оказывает давление снижение спроса.** Мы считаем, что в этом году основным катализатором роста цен на электроэнергию в либерализованном оптовом сегменте стала необычайно холодная зима. Если попытаться заглянуть в будущее, то мы не можем исключать вероятность того, что на смену таким необычайно холодным зимам придут необычайно теплые, что отрицательно скажется на динамике спроса на электроэнергию и будет способствовать снижению цен в либерализованном сегменте рынка. Мы также считаем, что период экономического восстановления в России может несколько затянуться, что повлечет за собой вялую динамику макроэкономических показателей. Это, в свою очередь, может привести к сокращению спроса на электроэнергию и снижению нерегулируемых цен.

**Валютный риск, связанный с ослаблением курса рубля в будущем.** Денежные потоки российских электроэнергетических компаний деноминированы в национальной валюте. Следовательно, любая инвестиция, осуществляющаяся в иностранной валюте, подвержена риску девальвации рубля. На сегодняшний день вновь наблюдается повышение курса рубля, хотя мы считаем, что риск девальвации в будущем сохраняется.

## ОАО Инвестбанк «ОТКРЫТИЕ»

129090 Москва, ул. Каланчевская, д. 49  
Телефон: (495) 777-56-56, (495) 232-99-66  
Факс: (495) 777-56-14  
WEB: <http://www.open.ru>  
E-mail: [info@open.ru](mailto:info@open.ru)  
Bloomberg: OTKR

## ОПЕРАЦИОННЫЕ КОМПАНИИ

### РОССИЯ

ОАО «Брокерский дом «ОТКРЫТИЕ»  
129010, Москва, Протопоповский пер., 19/10  
Т: +7(495) 232 9966  
Ф: +7(495) 956 4700  
<http://www.open.ru>  
e-mail: [info@open.ru](mailto:info@open.ru)  
Лицензии профессионального участника рынка ценных бумаг, выданные ФСФР ОАО «БД «ОТКРЫТИЕ»  
1. №177-06097-100000 на осуществление брокерской деятельности;  
2. №177-06100-010000 на осуществление дилерской деятельности;  
3. №177-06102-001000 на осуществление деятельности по управлению ценными бумагами;  
4. №177-06104-000100 на осуществление депозитарной деятельности;  
5. Лицензия биржевого посредника № 1082, выданная 22.11.2007 и действительная до 22.11.2010

### UNITED KINGDOM

OTKRITIE Securities Limited  
30-34 Moorgate St., EC2R 6PL  
London, United Kingdom  
Tel.: +44 (0) 207 82 68200  
Fax: +44 (0) 207 82 68201  
[www.otkritie.com](http://www.otkritie.com)  
e-mail: [info@otkritie.com](mailto:info@otkritie.com)  
Authorised And Regulated By The Financial Services Authority  
Member of The London Stock Exchange and APCIMS

### CYPRUS

OTKRITIE Finance (Cyprus) Limited  
104 Amathountos Str.,  
SeasonsPlaza, P.C. 4532,  
Limassol, Cyprus  
Tel.: +357 (25) 431456  
Fax: +357 (25) 431457  
[www.otkritiefinance.com.cy](http://www.otkritiefinance.com.cy)  
e-mail: [infomail@open.ru](mailto:infomail@open.ru)

### GERMANY

OTKRITIE Securities Limited  
Goethestrasse 10  
60313 Frankfurt am Main, Germany  
Tel.: +49 (0) 069 - 21 08 73 124  
Fax : +49 (0) 069 - 21 08 73 126  
[www.otkritie.com](http://www.otkritie.com)  
e-mail: [info@otkritie.com](mailto:info@otkritie.com)

## Критерии присвоения аналитиками инвестиционных рейтингов по акциям

<b>ПОКУПАТЬ</b>	Потенциал роста акции до целевой цены от 20%
<b>ДЕРЖАТЬ</b>	Потенциал роста акции до целевой цены от -20% до 20%
<b>ПРОДАВАТЬ</b>	Потенциал роста акции до целевой цены от -20% и ниже

## ДЕПАРТАМЕНТ ИНВЕСТИЦИОННО-БАНКОВСКИХ УСЛУГ

**Яна ТУЛЬЧИНСКАЯ**  
Директор проекта электроэнергетики  
[tulchinskaya@open.ru](mailto:tulchinskaya@open.ru)

## КОМАНДА OPENUTILITIES

<b>АРТЕМ КОЛПАКОВ</b> Зам. директора <a href="mailto:akolpakov@open.ru">akolpakov@open.ru</a>	<b>ЕКАТЕРИНА ГОНЧАР</b> <a href="mailto:gonchar@open.ru">gonchar@open.ru</a>	<b>АНТОН ИВАНОВ</b> Главный Специалист <a href="mailto:ivanov-aa@open.ru">ivanov-aa@open.ru</a>
<b>НАТАЛЬЯ ВОРОБЬЕВА</b> Зам. директора <a href="mailto:vorobieva_n@open.ru">vorobieva_n@open.ru</a>	<b>ЖИДКОВА МАРИЯ</b> <a href="mailto:zhidkova@open.ru">zhidkova@open.ru</a>	

## ДЕПАРТАМЕНТ ОПЕРАЦИЙ НА РЫНКЕ АКЦИЙ

**Шани КОГАН**  
Управляющий директор

## АНАЛИТИЧЕСКОЕ УПРАВЛЕНИЕ ТЕЛЕФОН (495) 777-56-56

<b>Стратегия, банки</b> <b>ВЛАДИМИР САВОВ</b> Директор аналитического департамента <a href="mailto:savov@open.ru">savov@open.ru</a>	<b>Макроэкономика, банки</b> <b>Ольга НАЙДЕНОВА</b> Аналитик <a href="mailto:naydenova@open.ru">naydenova@open.ru</a>	<b>Макроэкономика</b> <b>ДАНИЛА ЛЕВЧЕНКО, к.э.н.</b> Главный экономист <a href="mailto:levchenko@open.ru">levchenko@open.ru</a>
<b>Нефть и газ</b> <b>Вадим МИТРОШИН</b> Старший аналитик <a href="mailto:mitroshin@open.ru">mitroshin@open.ru</a>	<b>Телекоммуникации</b> <b>ТИБОР БОКОР</b> Старший аналитик <a href="mailto:bokor@open.ru">bokor@open.ru</a>	<b>Металлургия, транспорт, химия</b> <b>КИРИЛЛ ТАЧЕННИКОВ</b> Старший аналитик <a href="mailto:k.tachennikov@open.ru">k.tachennikov@open.ru</a>
<b>Электрэнергетика</b> <b>ПАВЕЛ ПОПИКОВ</b> Старший аналитик <a href="mailto:porikov@open.ru">porikov@open.ru</a>	<b>Вадим ПАЛАМАРЧУК</b> Аналитик <a href="mailto:palamarchuk@open.ru">palamarchuk@open.ru</a>	<b>Потребительский рынок, ритейл</b> <b>ВИКТОР ДИМА</b> Старший аналитик <a href="mailto:vdima@open.ru">vdima@open.ru</a>
<b>Компании малой капитализации</b> <b>Наталья МИЛЬЧАКОВА, к.э.н.</b> Старший аналитик <a href="mailto:n.milchakova@open.ru">n.milchakova@open.ru</a>	<b>ТАТЬЯНА ЗАДОРЖНАЯ</b> Аналитик <a href="mailto:ztm@open.ru">ztm@open.ru</a>	<b>МАРИЯ БОВЫКИНА</b> Аналитик <a href="mailto:bovykina@open.ru">bovykina@open.ru</a>

## РОЗНИЧНЫЕ ПРОДАЖИ РОССИЙСКИМ КЛИЕНТАМ ТЕЛЕФОН (495) 232-99-66

<b>ВЛАДИМИР РУБЛЕВ</b> Начальник отдела розничных продаж <a href="mailto:rublev@open.ru">rublev@open.ru</a>	<b>АЛЕКСАНДР ЛАПУТИН</b> Начальник отдела инвестиционного консультирования <a href="mailto:laputin@open.ru">laputin@open.ru</a>
-------------------------------------------------------------------------------------------------------------------	---------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------

## УПРАВЛЕНИЕ ПО РАБОТЕ С ИНСТИТУЦИОНАЛЬНЫМИ КЛИЕНТАМИ ТЕЛЕФОН (495) 956-44-75

<b>НИКОЛАС РИЧМОНД</b> Главный трейдер <a href="mailto:richmond@open.ru">richmond@open.ru</a>	<b>МАКСИМ БАКЛУНОВ</b> Директор отдела продаж российским клиентам <a href="mailto:baklunov@open.ru">baklunov@open.ru</a>	<b>АЛЕКСАНДР ЗАХАРОВ</b> Директор отдела продаж международным клиентам <a href="mailto:zakharov@open.ru">zakharov@open.ru</a>
<b>ГЕНРИ КАРПИН</b> Вице-президент отдела продаж международным клиентам <a href="mailto:karpin@open.ru">karpin@open.ru</a>	<b>НАТАЛЬЯ МЕЩЕРЯКОВА</b> Менеджер по продажам российским клиентам <a href="mailto:mescheriakova@open.ru">mescheriakova@open.ru</a>	

ОАО Инвестбанк «ОТКРЫТИЕ» © 2010

Несанкционированное копирование, распространение, а также публикация в любых целях запрещены.  
ОАО Инвестбанк «ОТКРЫТИЕ» (далее – «Инвестбанк»).

### ПОДТВЕРЖДЕНИЕ АНАЛИТИКОВ И ОТКАЗ ОТ ОТВЕТСТВЕННОСТИ

Настоящий материал (далее – «аналитический отчет») носит исключительно информационный характер и содержит данные относительно стоимости ценных бумаг, предположения относительно будущего финансового состояния эмитентов и справедливой цены ценной бумаги на срок 12 месяцев с момента выхода настоящего аналитического отчета и/или ситуации на рынке ценных бумаг и связанных с ним событиях. Аналитический отчет основан на информации, которой располагает Инвестбанк на дату выхода аналитического отчета. Аналитический отчет не является предложением по покупке либо продаже ценных бумаг и не может рассматриваться как рекомендация к подобному рода действиям. Инвестбанк не утверждает, что все приведенные сведения являются единственно верными. Инвестбанк не несет ответственности за использование информации, содержащейся в аналитическом отчете, а также за возможные убытки от любых сделок с ценными бумагами, совершенных на основании данных, содержащихся в аналитическом отчете. Инвестбанк не берет на себя обязательство корректировать отчет в связи с утратой актуальности содержащейся в нем информации, а равно при выявлении несоответствия приводимых в аналитическом отчете данных действительности.

Инвестиции на рынке ценных бумаг сопряжены со следующими рисками: риски, связанные с ведением деятельности в конкретной юрисдикции, риски, связанные с экономическими условиями, конкурентной средой, быстрыми технологическими и рыночными изменениями, а также с иными факторами, которые могут привести к существенным отклонениям от прогнозируемых показателей. Указанные факторы могут привести к тому, что действительные результаты будут существенно отличаться от предположений или опережающих заявлений Корпорации, содержащихся в аналитическом отчете.

Выпуск и распространение аналитического отчета и иной информации в отношении акций в определенных юрисдикциях могут ограничиваться законом; и лицам, в распоряжении которых оказывается любой документ или иная информация, упомянутая в аналитическом отчете, следует ознакомиться со всеми ограничениями и соблюдать их. Несоблюдение подобных ограничений может представлять собой нарушение законодательства таких юрисдикций о ценных бумагах. Аналитический отчет не предназначен для доступа к нему с территории Соединенных Штатов Америки (включая их территории и зависимые территории, любые штаты США и Округ Колумбия), Австралии, Канады и Японии. В Великобритании аналитический отчет адресован исключительно (1) лицам, находящимся за пределами Соединенного Королевства, либо (2) лицам, являющимся профессионалами инвестиционного рынка в соответствии со статьей 19(5) Приказа 2005 (далее – «Приказ») Закона о финансовых услугах и рынках 2000 г. (Финансовое продвижение), а также (3) высокодоходным предприятиям и иным лицам, которым оно может адресоваться на законных основаниях в соответствии со статьей 49(2) Приказа. Любое лицо, не относящееся к указанной категории лиц, не должно предпринимать никаких действий, опираясь на аналитический отчет, либо полагаться на содержащиеся в нем положения.