

Конец эпохи РАО

стресс-тест для энергетики

A'LEMAR
INVESTMENT GROUP

В результате завершения второго этапа реорганизации РАО "ЕЭС России" на руках акционеров энергохолдинга появятся бумаги 23 выделенных из него компаний. Резкий всплеск предложения приведет к временному падению капитализации энергокомпаний, масштабы которого могут достигать 30%. Между тем, именно в этот момент у инвесторов появится возможность войти в энергоактивы по ценам двухлетней давности.

Free float. Ориентировочно к 14 июля на руках акционеров РАО "ЕЭС" появятся бумаги 23 компаний целевой структуры отрасли, что приведет к росту free float, который по ним вырастет в среднем до 10-12% с текущих 3-4%. Реальный, рыночный, free float будет меньшим: по нашим ожиданиям, он составит около 40-60% от общего количества начисляемых акций генкомпаний. Таким образом, потенциально на рынок выльется объем акций примерно в \$12 млрд притом, что в настоящий момент он составляет около \$3-4 млрд.

Всплеск предложения. Резкий всплеск предложения приведет к временному падению капитализации энергокомпаний. В зависимости от компании и поддерживающих факторов масштабы снижения акций ОГК и ТГК могут достигать 30%.

Оферты и стратеги. Благодаря действующим офертам со стороны новых владельцев компаний часть из них сможет какое-то время удержаться на текущих уровнях, однако по истечении срока подачи заявок на выкуп из акции котировки неминуемо снизятся. Разброс в оценке мощности генерации составит \$220-700 за кВт.

"Тихая гавань". Вопреки увеличению free float наиболее уверенные позиции сохраняются за акциями госкомпаний – РусГидро, ФСК, Интер РАО ЕЭС, Холдинга МРСК: именно они должны будут абсорбировать часть капитала, выводимого из акций ОГК и ТГК.

Возрождение. Выплеснувшийся на рынок объем ликвидности будет поглощен ориентировочно к ноябрю 2008 г. Большинство стратегов смогут выгодно увеличить свои доли в компаниях, после чего их первоочередной задачей станет наращивание капитализации купленных активов, что относится как к частным инвесторам, так и к госкомпаниям.

Трехкратное увеличение free float

Реорганизация РАО "ЕЭС"

Согласно планам РАО "ЕЭС", ориентировочно к 14 июля на руках акционеров РАО появятся бумаги 23 компаний целевой структуры отрасли: ОГК-1, ОГК-2, ОГК-3, ОГК-4, ОГК-6, ТГК-1, ТГК-2, ТГК-4, ТГК-6, ЮГК ТГК-8, ТГК-9, ТГК-10, ТГК-11, ТГК-14, Волжская ТГК, Енисейская ТГК, Мосэнерго, Кузбассэнерго, ФСК, РусГидро, Интер РАО ЕЭС Холдинг, Холдинга МРСК и РАО "Энергетические системы Востока". Акционерам РАО будут начисляться акции уже существующих выпусков. Исключение составят МРСК Холдинг и РАО "Энергетические системы Востока", регистрация выпусков акций которых произойдет одновременно с их выделением из РАО, а появления на бирже можно ожидать осенью этого года.

На долю миноритарных акционеров РАО "ЕЭС" придется 11-16% в ТГК и ОГК, 22% – в РусГидро, 10% – в ФСК "ЕЭС", 26% – в МРСК Холдинге, 30% – в Интер РАО и 26% – в РАО "ЕЭС Востока". Исходя из наших оценок стоимости компаний целевой структуры, миноритарным акционерам РАО "ЕЭС" будут начислены акции на общую сумму \$20.2 млрд. Понятно, что реальный free float будет, как минимум, в два-три раза меньше, однако при той ликвидности в акциях энергокомпаний, которая существует на сегодняшний день, этого будет достаточно для того, чтобы спровоцировать обвальное падение котировок по ряду компаний.

Компания	Стоимость компаний, \$ млн	Free float, %	Стоимость free float, \$ млн
Генерация	62,339	13.50	8,416
РусГидро	22,000	22	4,840
ФСК	21,700.00	10	2,500
МРСКХ	12,500.00	26	3,250
Интер РАО	3,200.00	30	832
РАО "ЕЭС Востока"	3,700.00	26	962
		Итого:	23,942

Источник: данные компании

Сейчас "реальный"¹ free float акций ОГК и ТГК, за исключением уже выделенных из РАО "ЕЭС" ОГК-5 и ТГК-5, составляет от 1% до 4%. Потенциально он вырастет до 6-12%. По оценкам представителей ФСК, free float компании составит к 2010 г. около 5% или \$1 млрд. "Реальный" free float РусГидро составит около 10% или \$2.2 млрд в денежном эквиваленте. Холдинг МРСК и РАО "ЕЭС Востока" будут обладать равными (в относительном выражении) долями free float – до 10%, что будет соответствовать \$1.25 млрд в первом случае и \$0.37 млрд – во втором.

Всплеск предложения

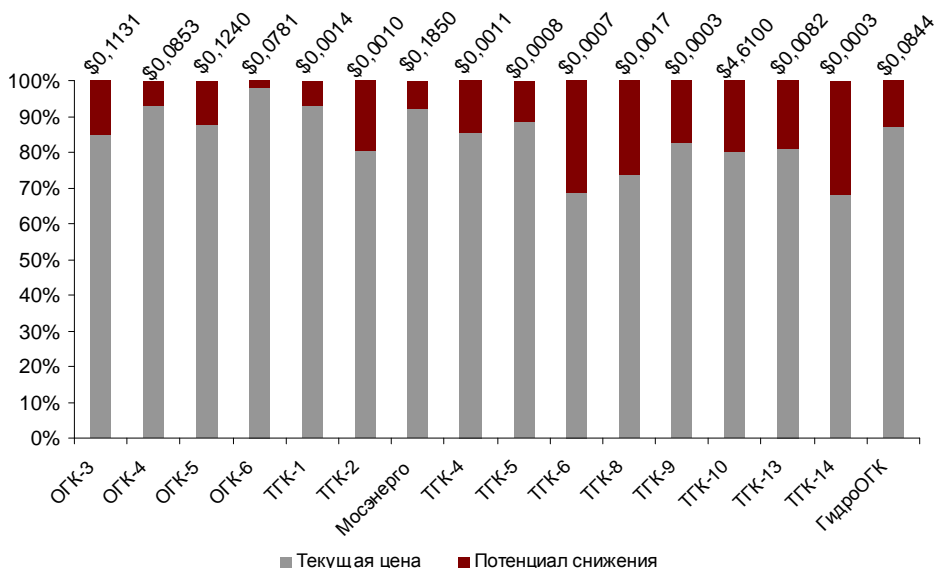
Мы полагаем, что по результатам начисления акций компаний целевой структуры миноритарным акционерам РАО "ЕЭС" большая часть активного free float попадет на рынок. Большинство игроков инвестировавших в идею "корзины энергоактивов" постараются выйти из бумаг. По нашим расчетам, даже при условии снижения акций компаний тепловой генерации на 15% стоимость энергокорзины составит около 30 руб., что может оказаться вполне достаточным для инвесторов, которые покупали РАО "ЕЭС" еще в мае по цене 22-24 руб. за акцию².

Кроме того, увеличение ликвидности подвигнет крупных портфельных инвесторов к ребалансировке портфелей, что может усилить давление на ряд бумаг ОГК и ТГК обладающими нечеткими перспективами на ближайшие годы и несущие в себе наибольшие риски. Мы не исключаем, что потенциальные "аутсайдеры" по итогам "выделения" потеряют до 30% своей стоимости. В частности, по окончании срока оферт мы полагаем, что интерес пропадет к бумагам ТГК-6, ТГК-8, ТГК-9, ТГК-10, ТГК-14 – масштабы падения котировок акций данных компаний могут составить 25-30%. Вместе с тем снижение справедливо оцененных рынком компаний, главным образом ОГК, будет незначительным – в пределах 2-5%. В результате неравномерных продаж спрэд между ценой кВт установленной мощности для генерации расширится и составит, по всей

¹ Наиболее ликвидная часть акций в свободном обращении.

² Доходность по операциям 30-36%.

видимости, \$200-700 за кВт. Оцениваемый нами потенциал снижения для ряда генерирующих компаний показан на графике:



Источник: расчеты ИФК "Алемар"

Оферты и стратегии

По нашим оценкам, с начислением акций компаний тепловой генерации инвесторы постараются, прежде всего, реализовать прибыль по бумагам с выставленными офертами: на данный момент это ТГК-8, ТГК-10, потенциально³ – ТГК-4 и ТГК-2. Соответственно, наиболее подверженными снижению могут оказаться акции компаний лишенных двух основных факторов поддержки: оферт и стратегического интереса. Исключение составят акции ОГК-1, чьи рыночные котировки будут поддерживаться ожиданием публичного IPO.

Оферты

Оферты остаются определяющим фактором в отношении сроков предполагаемой распродажи акций генкомпаний и масштабов снижения котировок. На сегодняшний день наличие обязательных оферт предопределило существенное расслоение в оценке стоимости генерирующих компаний: по компаниям с действующими и потенциальными офертами новых владельцев стоимость кВт установленной мощности оценивается в \$550-750⁴. К данной группе компаний можно отнести ТГК-1, ТГК-2, ТГК-4, ТГК-6, ТГК-8, ТГК-9, ТГК-10, ТГК-13 и ТГК-14.

Ввиду обозначенных ценовых уровней по выкупу котировки акций данных компаний не претерпят существенных изменений до срока окончания оферт. По истечении сроков обязательных предложений бумаги могут потерять около 10-15% своей стоимости. Мы полагаем, что большинство держателей акций ПАО "ЕЭС" постараются реализовать полученные акции компаний целевой структуры по офертам. В корзине акций целевых компаний (для голосовавших "за") доля акций, которые можно будет сдать по оферте, составляет около 16%. Кроме того, сдерживающим падением фактором может стать то, что большая часть предложения по акциям генкомпаний с действующими офертами будет стерилизована стратегиями, соответственно, даже при условии падения интереса рынка со стороны инвесторов обвального падения по ним мы не ждем.

Как ожидается, оферта по ТГК-1⁵ будет выставлена Газпромом не ранее середины осени, когда Газпром консолидирует собственный пакет акций в компании (чуть менее 30%) и пакет, купленный в его интересах Российскими энергетическими проектами (17.67%). Соответственно, цена оферты напрямую будет зависеть от цены консолидации акций ТГК-1 Газпромом и, по нашим оценкам, будет близка к средневзвешенной за последние полгода. Цена закрытия сделки по приобретению госдоли в ТГК-1 Газпромом в случае с ТГК-1 вряд ли будет индикативной ввиду истечения полугодичного срока с момента закрытия сделки. Тем не менее, перспективы выставления оферты должны удерживать акции компании от

ТГК-1

Текущая цена: \$0.0014
Цена оферты: \$0.0013
Целевая цена: \$0.0010

³ В ближайшее время: EV/Установленная мощность

⁴ Среднее значение цены за последние 6 месяцев.

⁵ Среднее значение цены за последние 6 месяцев.

существенного снижения даже вопреки росту предложения акций в связи с их выделением.

Обязательную оферту на выкуп акций ТГК-8 29 мая выставил ЛУКОЙЛ, консолидировавший 64.32% акций ТГК-8 на своей "дочке" "ЛУКОЙЛ – Волгограднефтепереработка". Цена оферты составила 0.0398 руб. Потенциально ЛУКОЙЛ может довести свою долю в ТГК-8 до 82.2%. Сроки оферты ограничены 26 августа, после которого бумаги, лишившись одного из главных факторов поддержки, могут потерять в цене до 30%.

Обязательную оферту на выкуп акций ТГК-10 29 апреля выставил финский концерн Fortum, который приобрел допэмиссию и акции, приходящиеся на госдолю, – суммарно 76.4%. Цена оферты составляет 111.8 руб. за акцию. Оферта действует до 18 июля 2008 г. Вместе с тем сроки перечисления бумаг на счета Fortum продлены до 16 сентября, таким образом, до этого момента мы не ожидаем резкого падения котировок акций. Тем не менее, по завершении периода начисления акций бумаги ТГК-10 могут потерять до 25% от текущей капитализации и снизиться до уровней \$570 за кВт.

Покупатели допэмиссий и госдолей в ТГК-2 и ТГК-4 (КОРЕС Инвест и ОНЭКСИМ) должны выставить оферты в ближайшее время. КОРЕС Инвест, представляющая интересы консорциума германской RWE и группы "Синтез" приобрела 43.3% акции ТГК-2 по 2.5 коп. Эта же цена должна стать ценой выкупа акций в рамках обязательного предложения со стороны нового владельца. ОНЭКСИМ после выкупа госдоли консолидирует 50.6% акций ТГК-4. Ожидаемая цена оферты равна цене размещения и составит 2.7 коп. за акцию. Если оферты будут выставлены до конца июня, котировки бумаг ТГК-2 и ТГК-4, как минимум, до сентября прочно смогут закрепиться на уровнях близких к цене оферты.

Оферта КЭС в отношении акций ТГК-9 истекает 27 июня. Цена оферты соответствует цене приобретения КЭС госдоли и допэмиссии компании и составляет 0.00801 руб. По истечении сроков действия обязательного предложения бумаги компании ждет падение до уровней сопоставимых с компаниями-аналогами (ориентировочно \$300-350 за кВт), что на 23% ниже текущих рыночных котировок.

Для компаний, по которым оферты прошли либо присутствуют риски уклонения от оферт новыми владельцами, ценовой диапазон составляет \$200-300 за кВт. В данную группу компаний вошли ТГК-5, ТГК-7, ТГК-11. В случае с ТГК-5 оферта со стороны покупателя – КЭС-Холдинга – завершилась еще в сентябре 2007 г. По ТГК-7 сроки оферты пока не ясны, тем более что КЭС разбил сделку на лоты, что позволяет ему избежать выставления оферты. Примерно те же риски существуют по ТГК-11, которую приобрела компания Е4 Михаила Абызова.

Стратегии

В случае с ТГК-13 и ТГК-14 текущую относительно высокую оценку компаний касательно справедливой цены обеспечивает стратегический интерес со стороны потенциальных покупателей. Тем не менее, как в отношении ТГК-13, так и ТГК-14 существуют значительные риски для снижения котировок.

На данный момент СУЭК является крупным миноритарным акционером в ТГК-13 (Енисейская ТГК). Угольной компании принадлежит 35.05%, но после 1 июля за счет начисления акций, причитающихся ей в рамках обмена между миноритариями РАО "ЕЭС" и государством, доля СУЭК увеличится до 47.03%. Ввиду отказа СУЭКа и Газпрома от идеи создания СП, СУЭК, по всей видимости, приобретет также "газпромовский" пакет в компании – 4.83%, что гарантирует ему положение контролирующего акционера, и тем самым исключает вероятность скупки акций компании с рынка. Также значительные риски вносит и потенциальная структурная реорганизация генкомпаний СУЭК, в ходе которой, как предполагается, тепловой бизнес будет строиться на базе ТГК-13, генерирующей – Кузбассэнерго. В частности, появились сообщения о возможной передаче Назаровской ГРЭС (1210 МВт) – крупнейшей из станций ТГК-13 по установленной мощности в состав Кузбассэнерго, что приведет к падению установленной ТГК-13 на 25%, что, как следствие, может стать объективной причиной для падения котировок ее акций. Справедливая цена акции ТГК-13 составляет, по нашей оценке, \$0.0076, что на 9% ниже текущих рыночных котировок, а в случае реструктуризации компании цена акции может упасть \$0.006.

Цена размещения акций допэмиссии и госдоли ТГК-14 составила 0.0074 руб. Наибольшую цену на аукционе предложил консорциум РЖД и ЕСН (распределение долей в консорциуме: 51% и 49%, соответственно). Предложенная на аукционе цена незначительно отличалась от текущих рыночных котировок. Всего к продаже было предложено 62.42% акций компании (с учетом размытия капитала в ходе

ТГК-8

Текущая цена: \$0.00166
Цена оферты: \$0.00169
Целевая цена: \$0.00114

ТГК-10

Текущая цена: \$4.61
Цена оферты: \$4.74
Целевая цена: \$4.15

ТГК-2

Текущая цена: \$0.00099
Цена оферты: \$0.00110
Целевая цена: \$0.00098

ТГК-4

Текущая цена: \$0.00105
Цена оферты: \$0.00114
Целевая цена: \$0.00131

ТГК-9

Текущая цена: \$0.00033
Цена оферты: \$0.00034
Целевая цена: \$0.00022

Кузбассэнерго

Текущая цена: \$0.02051
Целевая цена: \$0.02795

ТГК-13

Текущая цена: \$0.0082
Целевая цена: \$0.0076

Стратег: СУЭК

ТГК-14

Текущая цена: \$0.00030
Цена оферты: \$0.00031
Целевая цена: \$0.00026

допэмиссии). ГМК "Норильский никель" на правах крупного миноритария (владеет 27.7% акций) может воспользоваться преимущественным правом и выкупить соответствующую часть допэмиссии. В этом случае консорциум РЖД и ЕСН, по нашим расчетам, не получит контрольного пакета в ТГК-14 – доля консорциума составит около 45%. Мы ожидаем сохранения интереса РЖД и Норильского никеля к ТГК-14 в связи с планируемым участием обеих компаний в конкурсе на разработку месторождения меди "Удоканское". До середины августа оферты по цене приобретения акций на аукционе могут выставить как консорциум РЖД, так и Норильский никель. В среднесрочной перспективе мы полагаем, что акции ТГК-14 способны заметно потерять в цене, поскольку фактические вложения нового владельца в компанию могут превысить задекларированные в инвестпрограмме 7.2 млрд руб.: кроме модернизации теплосетевого комплекса, восстановления требует Улан-Удинская ТЭЦ-1 (17% установленной мощности ТГК-14), на которой в феврале произошел пожар. По нашей оценке, справедливая цена акции ТГК-14 составляет \$0.00026, что на 14% ниже ожидаемой цены размещения компании.

Стратеги: консорциум РЖД и ЕСН, Норильский никель

Прочие факторы поддержки

В секторе акций ОГК-1 в обозримом будущем не ожидается прихода стратегического инвестора и выставления оферты миноритарным акционерам. Однако дополнительным фактором поддержки может стать ожидание проведения публичного IPO, нижняя ценовая граница которого уже будет известна заранее.

РАО "ЕЭС России" так и не удалось договориться с потенциальными стратегическими инвесторами о продаже 75% акций ОАО "ОГК-1" (включающих в себя долю государства и допэмиссию). В соответствии с альтернативной схемой продажи акций генкомпания предлагается провести размещение акций среди широкого круга инвесторов. При этом акции допэмиссии (33.5% от увеличенного уставного капитала) и пакет акций, причитающийся государству (41.1% от увеличенного уставного капитала), будут продаваться отдельно. Часть допэмиссии (на 10 млрд руб.) должна выкупить ФСК для обеспечения первого этапа реализации инвестпрограммы ОГК-1. Эти акции в дальнейшем планируется вывести на IPO⁶ вместе с остальным объемом допакций, продать которые необходимо для реализации в полном объеме инвестпрограммы ОГК-1. Госдоля ОГК-1 первоначально отойдет ФСК и РусГидро по договорам доверительного управления (в пропорции 75% на 25%). Затем уже преемники энергохолдинга будут продавать акции, причитающиеся государству. Нижняя ценовая граница продажи допэмиссии и госдоли, согласно предложению Совета директоров РАО "ЕЭС России", будет соответствовать средневзвешенной рыночной цене за последние 6 месяцев плюс 10% премии. На сегодняшний день эта цена на 30% превышает рыночные котировки. Действующие и потенциальные оферты в тепловой генерации:

ОГК-1

Текущая цена: \$0.0805
Нижняя граница IPO: \$0.1008
Целевая цена: \$0.0935

Компания	Оферент	Сроки действия оферты	Цена оферты
ТГК-10	Fortum Russia B.V.	29 апреля – 18 июля	111.8 руб.
ТГК-9	КЭС-Холдинг	8 апреля – 27 июня	0.00801 руб.
ТГК-8	ЛУКОЙЛ	29 мая – 15 августа	0.0398 руб.
ТГК-4	ОНЭКСИМ	Начало оферты ожидается в августе	0.027 руб.
ТГК-2	Корес Инвест	Начало оферты ожидается в августе	0.025 руб.
ТГК-14	Консорциум РЖД или Норникель	Начало оферты ожидается в августе	0.0074 руб. \$0.085 или
ОГК-6	Газпром	Начало оферты ожидается в сентябре	средневзвешенная за полгода \$0.0014 или
ТГК-1	Газпром	Начало оферты ожидается в декабре	средневзвешенная за полгода

Источник: ИФК "Алемар", данные компаний

"Тихая гавань"

Исключения из правил

Потенциально снижению подвержены акции всех компаний тепловой генерации, даже выделенных из РАО "ЕЭС" в ходе первого этапа реорганизации акций ОГК-5 и ТГК-5. Правда в отношении последних снижение котировок будет минимальным, поскольку основная масса

⁶ Среднее значение цены за последние 6 месяцев.

инвесторов, пожелавших продать акции данных компаний, "вышла" из них еще либо в момент выделения, либо предъявляя их к выкупу по оферте, причем по весьма выгодной цене.

Мы полагаем, что максимальное снижение по акциям ОГК-5 будет ограничено \$0.1063 за акцию, что соответствует \$440 за кВт установленной мощности. В первую очередь, итальянские хозяева компании (Enel), назначив весьма выгодную цену оферты 4.43 руб. против текущих котировок на уровне 2.62 руб., сузили круг инвесторов до профессиональных стратегических игроков, которые не заинтересованы в продаже акций компании в среднесрочной перспективе. Также не исключено, что сам итальянский акционер может предпринять усилия по поддержанию рыночной стоимости акций ОГК-5 притом, что на данный момент отрицательная переоценка купленного Enel актива достигает \$2 млрд (-40%).

В случае с ТГК-5 мы не ждем какого-либо снижения котировок, которые, по всей видимости, стабилизируются в диапазоне \$0.0007-0.00075, что соответствует \$210-230 за кВт установленной мощности компании. В настоящий момент объективных предпосылок для дальнейшего снижения котировок компании нет. Основной акционер компании КЭС (46.13%), по всей видимости, уже не заинтересован в целенаправленном занижении ее стоимости, поскольку для получения контроля ему будет достаточно выкупить долю у Газпрома, с которым, судя по диалогу в отношении ТГК-7, им удалось найти общий язык.

Госкомпании

Невзирая на увеличение free float, наиболее уверенные позиции на рынке сохраняют акции госкомпаний: РусГидро, ФСК, Интер РАО ЕЭС, Холдинга МРСК – именно они должны будут абсорбировать часть капитала, выводимого из акций ОГК и ТГК. Мы полагаем, что вследствие массового выброса на рынок ликвидности акций компаний тепловой генерации после завершения реорганизации РАО "ЕЭС" приведет к перераспределению долей участия крупных игроков в целевых компаниях энергохолдинга. В результате часть капитала, реализованного от продажи либо предъявления по оферте акций ОГК и ТГК, будет аккумулирована в бумагах крупных электроэнергетических компаний с госучастием, которые, на данном отрезке времени, сформируют группу "защитных" активов в электроэнергетике. Дополнительными факторами для роста капитализации госкомпаний целевой структуры должно стать включение их акций в котировальные списки "А", а также международные индексы (MSCI), что расширит круг потенциальных инвесторов и улучшит их ликвидность.

Ценовые риски

Из государственных компаний целевой структуры на рынке в настоящий момент торгуются только акции РусГидро. С выделением из РАО "ЕЭС" компаний целевой структуры⁷ на рынке появятся также акции ФСК "ЕЭС" и Интер РАО ЕЭС. Осенью⁸ на рынок выйдут акции Холдинга МРСК и Холдинга "РАО "ЭС Востока", правда, начала полноценных торгов по акциям данных компаний мы ждем только в начале следующего года.

По нашей оценке, потенциальное снижение акций РусГидро может составить около 6%, что соответствует цене акции на уровне \$0.0715 или \$585 в пересчете на кВт установленной мощности. Между тем к концу года мы ждем котировки акций компании на уровне \$0.1056, что почти на 40% выше текущих рыночных уровней (\$0.076 за акцию). Потенциальный free float акций РусГидро составит, по нашим оценкам, около 22% или \$4.85 млрд в денежном выражении.

Торги акциями ФСК, по нашим ожиданиям, должны стартовать с уровня \$0.023 за акцию, что соответствует капитализации компании на уровне \$21.8 млрд. Дополнительным стимулом для роста капитализации компании может стать комплексная программа повышения инвестиционной привлекательности компании, в том числе предполагающая скорейший переход ФСК на систему тарифообразования, базирующуюся на экономически обоснованном возмещении затрат на инвестиции (RAB). Мы полагаем, что в случае с акциями ФСК "ЕЭС" рост капитализации будет отложен до окончательного принятия схемы RAB (2010-2011 гг.). Тем не менее, на перспективе 2-3 лет ожидаемая доходность от вложений в акции ФСК должна составить 12-15%, что соответствует ставке по высокодоходным рисковым облигациям.

Интер РАО ЕЭС обладает наиболее сильными фундаментальными предпосылками для роста капитализации. Тем не менее, в силу относительно небольших масштабов компании (\$2.5 млрд⁹) вряд ли она сможет претендовать на статус "голубой фишки" в ближайшие годы. По нашей оценке, справедливая цена акции Интер РАО ЕЭС составляет \$0.0014 – этого уровня акции компании должны достичь к концу года.

Холдинг МРСК может стать одним из наиболее привлекательных активов в российской электроэнергетике, обогнав по темпам роста капитализации ФСК и РусГидро. Во-первых, компания сможет капитализировать в своей стоимости опережающий рост стоимости своих

ОГК-5

Цена: \$0.124
Цель: \$0.125
Потенциал: 1.1%

ТГК-5

Цена: \$0.00079
Цель: \$0.00096
Потенциал: 21.2%

РусГидро

Цена: \$0.0844
Цель: \$0.1056
Потенциал: 25.2%

ФСК

Цена: \$0.023

Интер РАО

Цена: \$0.0014

Холдинг МРСК

Цена: \$0.30

⁷ Июль 2008 г.

⁸ Ориентировочно октябрь-ноябрь.

⁹ По нашей оценке

составляющих (11 МРСК), которые сейчас стоят в два раза дешевле зарубежных аналогов. Во-вторых, холдинг будет привлекателен с точки зрения масштабов (объединит весь распределительный сетевой комплекс, выделенный из АО-энерго). В-третьих, он обеспечен ликвидностью: около 48% акций холдинга будет распределено среди миноритарных акционеров РАО, что не допустит сосредоточения больших долей в компании в руках одного или нескольких крупных стратегов. Стоимость МРСК Холдинга составит, по нашей оценке, \$13 млрд, а совокупная капитализация входящих в его состав МРСК – \$24.5 млрд. Расчетная стоимость акции МРСК Холдинга к концу года достигнет, по нашей оценке, \$0.30 за акцию.

РАО "ЭС Востока", по сути, станет прообразом РАО "ЕЭС России" в рамках изолированной энергосистемы Дальнего Востока. Данная энергосистема является экономически неэффективной, так как делает невозможной конкуренцию ни в генерации, ни в транспортировке, ни в сбыте электроэнергии. Помимо генерирующих, сетевых и сбытовых активов данного региона, в состав РАО "ЭС Востока" войдут энергосбытовые компании ЕЭС России, которые не были проданы на аукционах до 1 июля 2008 г. Сейчас уже существует высокая вероятность, что к РАО "ЭС Востока" перейдут Мосэнергосбыт и Петербургская сбытовая компания, что существенно отразится на стоимости холдинга в целом. Мы оцениваем капитализацию основного бизнеса РАО "ЭС Востока" в \$2.2 млрд или \$0.05 на одну акцию. Эта оценка в пересчете на кВт установленной мощности соответствует относительной стоимости мощностей низкоэффективных российских ТГК. С учетом пакетов акций Мосэнергосбыта и Петербургской сбытовой компании, капитализация холдинга на конец года может составить \$2.6 млрд или \$0.06 на акцию.

РАО "ЭС Востока"

Цель: \$0.06

Что дальше? Сценарии

С точки зрения восстановления стоимости мы полагаем, что наименее привлекательными окажутся акции компаний Газпрома и СУЭКа. С другой стороны, акции компаний, входящих в КЭС-Холдинг, могут уже в конце продемонстрировать существенный прирост в капитализации, в частности в ожидании IPO консолидации и IPO материнского холдинга. Также весьма перспективными могут оказаться акции ОГК-3.

Консервативный сценарий

Базовая доходность от "участия" в реорганизации РАО "ЕЭС" составляет, как минимум, 27% при условии падения котировок компаний целевой структуры на 25% по завершении реорганизации, что является, по-нашему мнению, худшим сценарием развития событий. В таком случае средняя оценка кВт установленной мощности ОГК и ТГК должна упасть до \$340 за кВт.

Доходность, полученная за счет реинвестирования части средств в среднесрочные инвестиционные идеи в секторе электроэнергетики (весна 2009 г.), может принести, по нашей оценке, дополнительно около 25% годовых. Доходность от спекулятивных операций может составить, по нашим расчетам, около 18-20% (рост индекса РТС в 2009 г. составляет до 3,000 п. в годовой перспективе). Инвестиции в инструменты денежного рынка могут принести около 10-12% годовых. Таким образом, совокупная доходность стратегии при консервативном сценарии развития событий составляет 47%.

Оптимистичный сценарий

В настоящий момент справедливая стоимость "энергокорзины" составляет 41.77 руб., что на 70% выше текущих рыночных котировок. Мы полагаем, что уже к концу года капитализация "компонентов" "энергокорзины" выйдет на обозначенный целевой уровень. Таким образом, целевая доходность по "энергокорзине" в течение года составит 70%. С учетом реинвестирования доходность по стратегии может вырасти до 91%.

Выводы и рекомендации.

Учитывая тот факт, что сразу после выделения из РАО "ЕЭС" большинство акций ОГК и ТГК, согласно нашему базовому сценарию, потеряют в цене, мы рекомендуем начать реализовывать основную часть корзины с октября-ноября 2008 г. после того, как котировки бумаг восстановятся от локальных минимумов июля-августа. Условием продажи акций из корзины РАО "ЕЭС" будет служить 15% премия к локальному минимуму июля-августа. Целевыми уровнями по мультипликатору "EV/Установленная мощность" будут являться \$450 за кВт для ТГК и \$650 в среднем для ОГК. В отдельных случаях допускается продажа актива по более низкой цене, однако данные действия должны быть санкционированы инвестиционным комитетом.

Ближе к ожидаемому восстановлению сектора электроэнергетики (конец года) целесообразно нарастить позиции в ряде акций энергокомпаний, которые к тому моменту могут потерять до 25-30% своей стоимости, причиной чему послужат как завершение сроков офферт, так и увеличение предложения. В годовой перспективе наиболее интересными, на наш взгляд, энергоактивами являются: РусГидро (потенциал роста 25%), Интер РАО ЕЭС, ОГК-2 (потенциал роста 26%), ОГК-4 (потенциал роста 42%), ОГК-6 (потенциал роста 40%), ТГК-4 (потенциал роста 24%), МРСК Холдинг.

Пределные уровни падения акций генкомпаний

ГК	Цена, \$	EV/IC	Потенциал роста к среднему EV/IC по ОГК	Потенциал роста к среднему Cap/IC по ОГК	max потери	min цена	Время ожидаемого падения
ОГК-1	0,08051	395	10%	-19%	1%	0,08154	июль
ОГК-2	0,08600	234	-52%	-38%	0%	0,08640	июль
ОГК-3	0,11314	280	-27%	29%	-18%	0,09300	июль
ОГК-4	0,08534	431	18%	29%	-7%	0,07916	-
ОГК-5	0,12400	512	31%	11%	-14%	0,10651	июль
ОГК-6	0,07805	234	-52%	-61%	-2%	0,07650	июль
Среднее по ОГК			355				
ТГК-1	0,00136	735	-27%	-31%	-7%	0,00126	июль
ТГК-2	0,00099	548	-3%	29%	-24%	0,00075	сентябрь
Мосэнерго	0,18500	611	-13%	-13%	-8%	0,16947	июль
ТГК-4	0,00105	549	-3%	40%	-17%	0,00087	сентябрь
ТГК-5	0,00079	254	111%	47%	-13%	0,00069	-
ТГК-6	0,00072	654	-18%	36%	-47%	0,00039	июль
ТГК-7	0,08100	321	67%	64%	3%	0,08336	июль
ТГК-8	0,00166	791	-33%	-39%	-36%	0,00106	август
ТГК-9	0,00033	669	-20%	-26%	-22%	0,00026	август
ТГК-10	4,61000	764	-30%	-55%	-25%	3,46811	сентябрь
ТГК-11	0,00100	253	111%	129%	11%	0,00111	июль
Кубассэнерго	0,02051	334	60%	82%	5%	0,02150	июль
ТГК-13	0,00820	461	16%	9%	-24%	0,00623	июль
ТГК-14	0,00030	533	0%	31%	-47%	0,00016	июль
Среднее по ТГК							
ГидроОГК	0,084364	688			-15%	0,0715166	июль

Источник: данные компании

Руководство компании

Генеральный директор	Александр Лактионов
Старший Управляющий директор	Джошуа Ларсон

Аналитическое управление

Начальник управления	Василий Конузин, к.э.н.
Нефть и Газ / Нефтехимия	
Аналитик	Анна Знатнова
Энергетика	
Старший аналитик	Василий Конузин Виталий Домнич
Телекоммуникации	
Старший аналитик	Сергей Захаров
Машиностроение/ Металлургия	
Аналитик	Вадим Смирнов
Металлургия	
Старший аналитик	Виталий Домнич
Потребсектор	
Аналитик	Екатерина Стручкова
Долговые рынки	
Аналитик	Владимир Евстифеев
Отдел подготовки аналитических материалов	
Редактор	Мила Маслова

Контактная информация

Телефон	7 (495) 411 66 55
Факс	7 (495) 733 96 82
Интернет	http://www.alemar.ru
Аналитическое управление	
Телефон	(495) 411 66 55 (вн. 1731)
E-mail	research@alemar.ru
Операции с акциями	
Телефон	(495) 411 66 55 (вн. 1782)
E-mail	salesdesk@alemar.ru
Трейдеры	
Телефон	(495) 411 66 55 (вн. 1782)
E-mail	tradingdesk@alemar.ru
Деривативы	
Телефон	(495) 411 66 55 (вн. 1787)
E-mail	derivatives@alemar.ru
Офис в Новосибирске	
Телефон	(383) 227 65 66
Факс	(383) 227 65 66
Офис в Красноярске	
Телефон	(391) 266 14 68
Факс	(391) 266 14 68

Лицензии профессионального участника рынка ценных бумаг, выданные ФСФР России ЗАО ИФК «Алемар»
 04.04..2002, N лицензии 177-05916-000100,
 04.04..2002, N лицензии 177-05929-001000,
 04.04..2002, N лицензии 177-05921-100000,
 04.04..2002, N лицензии 177-05926-010000,

ИФК «Алемар»

тел. +7 (495) 411-6655
 Россия, 117218, г. Москва, ул. Кржижановского д.14, корп.3,
 E-mail: research@alemar.ru
<http://www.alemar.ru>

При подготовке обзора использована информация агентств и компаний: «Интерфакс», РосБизнесКонсалтинг, Финмаркет, Bloomberg, BondsFINAM, компаний FXClub, FOREX times.

© 2003-2008 ИФК «Алемар». Все права защищены.

Настоящий документ предоставлен исключительно в порядке информации и не является предложением о проведении операций на рынке ценных бумаг, и, в частности, предложением об их покупке или продаже. Источники, используемые при написании данного отчета, ИФК «Алемар» рассматривает как достоверные, однако ИФК «Алемар», его руководство и сотрудники не могут гарантировать абсолютные точность, полноту и достоверность предоставляемой информации. Оценки и мнения, отраженные в настоящем документе, основаны исключительно на заключениях аналитиков ИФК в отношении рассматриваемых в отчете ценных бумаг и эмитентов.

ИФК «Алемар», его руководство и сотрудники не несут ответственности за инвестиционные решения клиента, основанные на информации, содержащейся в настоящем документе. ИФК «Алемар», его руководство и сотрудники не несут ответственности в связи с прямыми или косвенными потерями и/или ущербом, возникшим в результате использования клиентом информации или какой-либо ее части при совершении операций с ценными бумагами.

ИФК «Алемар» не берет на себя обязательства регулярно обновлять информацию, которая содержится в настоящем документе или исправлять возможные неточности.

Копирование и распространение информации, содержащейся в данном обзоре, возможно только с согласия ИФК «Алемар».