

Апрель 19, 2010

Егор Самусенко

syg@concorde.com.ua

+ 380 44 391 55 77

Торгуемые акции Тиккер Bloomberg

Центрэнерго	CEEN UK
Днепрэнерго	DNEN UK
Донбасэнерго	DOEN UK
Западэнерго	ZAEN UK

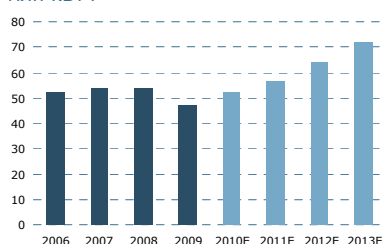
Рыночные данные*

	Рын. кап, дол млн	FF, % дол млн	FF, дол млн
Центрэнерго	797.9	21.7%	173.1
Днепрэнерго	1093.6	2.5%	27.3
Донбасэнерго	292.9	14.2%	41.6
Западэнерго	725.9	18.5%	134.3

* Цены по состоянию на 8 апреля 2010 года

Источник: Bloomberg, Concorde Capital

Производство э/э торгуемыми ТЭС, млн кВтч



Источник: Энергобизнес, Concorde Capital

Чистая выручка, млн дол

	2009	2010E	2011E
Центрэнерго	574	694	826
Днепрэнерго	540	677	806
Донбасэнерго	331	389	464
Западэнерго	574	720	857

Источник: Данные компаний, Concorde Capital

EBITDA, млн дол

	2009	2010E	2011E
Центрэнерго	-0.2	34.7	74.3
Днепрэнерго	4.5	40.6	80.6
Донбасэнерго	12.5	23.4	46.4
Западэнерго	-26.3	14.4	51.4

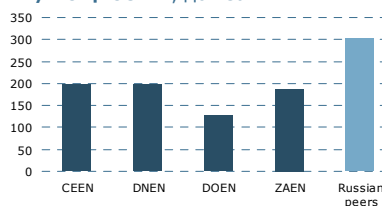
Источник: Данные компаний, Concorde Capital

EBITDA маржа

	2009	2010E	2011E
Центрэнерго	0.0%	5.0%	9.0%
Днепрэнерго	0.8%	6.0%	10.0%
Донбасэнерго	3.8%	6.0%	10.0%
Западэнерго	-4.6%	2.0%	6.0%

Источник: Данные компаний, Concorde Capital

EV/Мощности*, дол за кВт



* Для украинских компаний мы учитываем только мощности, работающие на угле

Источник: Данные компаний, Concorde Capital

Консолидация ветвей власти после окончания выборов создает лучшие предпосылки для возобновления реформы энергетики и непопулярного поднятия тарифов. Мы считаем 2010 год будет транзитным для тепловых генераций, и ожидаем улучшения валовых марж на 3-7 пп и общего производства на 10% год к году. Мы считаем акции Донбасэнерго и Центрэнерго наиболее перспективными среди тепловых электростанций.

Политический расклад указывает о вероятном начале реформы в этом году

Формирование единой рабочей связки Кабинета Министров, Верховной Рады и Президента создает лучшие условия для проведения долгожданной реформы в электроэнергетике, реализация которой разрешит двусторонние контракты между производителями и потребителями по более высоким ценам. Назначение Сергея Титенко на пост главы НКРЭ в конце марта дополнительно подтверждает ожидания возобновления реформы – именно под его руководством НКРЭ была инициирована реформа. Мы ожидаем, что парламент со своей стороны примет необходимые законодательные изменения уже в этом году.

Непопулярный рост тарифов возможен после выборов

Окончание президентских выборов дает возможность принять непопулярные решения о повышении тарифов для населения и ГМК, что позволит повысить отпускные тарифы для тепловых электростанций на 16%. По нашим расчетам, тепловая генерация в результате сможет улучшить свои маржи по показателю EBITDA на 2-6 пп год к году до 2-6% в 2010 году. Это позволит привлечь дополнительные ~125 млн дол. для торгуемых электрогенерирующих компаний.

Удвоение использования мощностей в среднесрочной перспективе благодаря росту спроса на электроэнергию

Тепловая генерация является главным источником покрытия растущего спроса на электроэнергию в среднесрочном периоде; мы прогнозируем рост потребления электроэнергии в среднем на 3.3% в 2010-2019 годах. При ограниченном 15% потенциале роста выпуска электроэнергии для атомных электростанций, мы ожидаем удвоения производства электроэнергии тепловыми электростанциями до 2018 года.

Мы рекомендуем ПОКУПАТЬ акции всех ТЭС

Для определения справедливой стоимости акций мы сочетаем оценку методом дисконтированных экономических прибылей и сравнение с аналогичными российскими компаниями. Мы предпочитаем акции Донбасэнерго, единственной генерации, увеличившей производство в 2009 году, и Центрэнерго, самой ликвидной акции в секторе.

Оценка, долл. за акцию

	Текущая Цена*	Предп. по EV/Мощн. с ОГК	Предп. по модели экон. прибылей	12М целевая цена	Потенц. роста	Рек.
Центрэнерго	2.2	3.5	3.0	3.2	47%	ПОКУПАТЬ
Днепрэнерго	183.1	283.8	367.4	325.6	78%	ПОКУПАТЬ
Донбасэнерго	12.4	32.2	21.8	27.0	117%	ПОКУПАТЬ
Западэнерго	56.9	96.7	76.7	86.7	52%	ПОКУПАТЬ

* Цены по состоянию на 8 апреля 2010 года

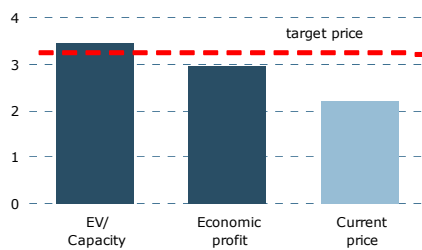
Источник: Bloomberg, Concorde Capital

Для получения полной версии отчета "GenCos: Post-election power plays" на английском языке, пожалуйста, свяжитесь с отделом продаж акций по телефону + 380 44 391 55 77

Инвестиционные идеи

Центрэнерго (СЕЕН UK): ПОКУПАТЬ

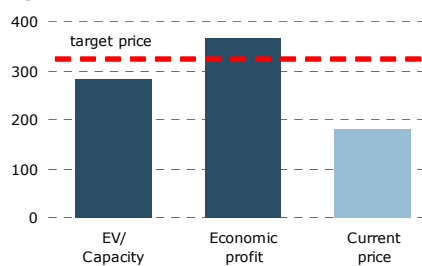
Предполагаемая цена, дол США



- Ожидаемый 15% рост оптовой цены на электроэнергию в 2010 году увеличит EBITDA маржу до 5% с 0% в 2009, согласно нашим оценкам
- Утвержденная в ноябре 2009 года инвестнадбавка в размере 32 млн долларов позволит компании увеличить EBITDA маржу на дополнительных 2 пп в 2010-2015
- Получение кредита на 150 млн евро для модернизации энергоблока (6.5% от общих мощностей) вероятно в 2010 году, после того как разрешены проблемы с предыдущим кредитом. Модернизированный блок будет работать с 4-8% меньшими затратами и 1.5x-2x большей загрузкой мощностей
- Самая ликвидная среди акций ТЭС, средний ежемесячный объем торгов составил 6 млн дол за последние полгода
- Дорогие в использовании газовые блоки составляют 40% общих мощностей, наибольшая доля среди украинских аналогов. Не работают с 2008 года из-за высоких цен на газ в сравнении с углем

Днепрэнерго (DNEN UK): ПОКУПАТЬ

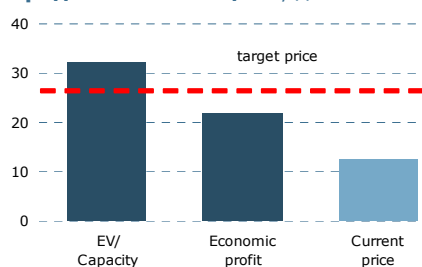
Предполагаемая цена, дол США



- Самый низкий удельный расход условного топлива на кВтч произведенной электроэнергии (384 г при среднем для аналогов в 399 г в 2009) среди ТЭС, работающих на угле
- Ожидаемый 15% рост оптовой цены на электроэнергию в 2010 году увеличит EBITDA маржу до 6% с 1% в 2009, согласно нашим оценкам
- Обеспеченность поставками угля: газовые и тощие группы с родственного ДТЕКа, антрацит – с рынка в избытке
- Ликвидность в акции ограничена после скупки ДТЕК бумаг с рынка и сокращения объема акций в свободном обращении до 2.5%

Донбасэнерго (DOEN UK): ПОКУПАТЬ

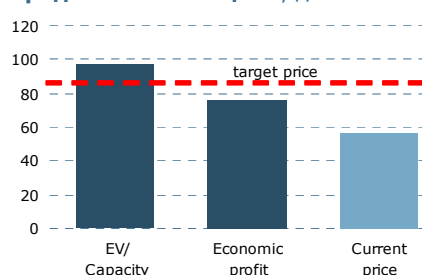
Предполагаемая цена, дол США



- Единственная среди ТЭС, увеличившая производство на 10% в 2009 году, тогда как сектор показал 15%-е падение
- Единственная среди тепловых генераций, работающая полностью на антраците, предложение которого будет превышать спрос в долгосрочном периоде, согласно нашим ожиданиям. Близкое расположение к угольным шахтам позволяет экономить до 5% себестоимости на транспортных расходах
- Энергоблок №4, который производит электроэнергию на 20% дешевле остальных блоков, начал работу в тестовом режиме в 2П09. Запуск в постоянный режим работы, ожидаемый в мае 2010, позволит Донбасэнерго увеличить выпуск электроэнергии на 15% и сократить расходы на 2% в 2П10
- Ожидаемый 15% рост оптовой цены на электроэнергию в 2010 году увеличит EBITDA маржу до 6% с 4% в 2009, согласно нашим оценкам
- Наибольшие удельные расходы условного топлива на кВтч произведенной электроэнергии (4-9% больше других компаний)

Западэнерго (ZAEN UK): ПОКУПАТЬ

Предполагаемая цена, дол США



- Ожидаемый 15% рост оптовой цены на электроэнергию в 2010 году увеличит EBITDA маржу до 2% с -5% в 2009, согласно нашим оценкам
- Единственная среди электрогенерирующих компаний, способная экспортировать электроэнергию в объединенную европейскую энергосистему, что позволит компании зарабатывать большие маржи, когда будут разрешены двусторонние контракты между производителями и потребителями
- 100% мощностей компании работают на углях газовой группы, где ожидается нехватка поставок в среднесрочном периоде. Дефицит украинского угля может заставить Западэнерго импортировать 10-15% более дорогого угля и ограничить рост загрузки мощностей

Конкорд Капитал, Центральный Офис

ул. Мечникова 2, 16 этаж
 Бизнес Центр Парус
 Киев 01601, Украина
 Тел.: +380 44 391 5577
 Факс: +380 44 391 5571

www.concorde.ua

Конкорд Капитал

Лесной проулок 4, 5 этаж
 Капитал Плаза
 Москва 125047, Россия
 Тел.: +7 495 642 87 15
 Факс: +7 495 225 85 00

office@concorde.com.ua

Генеральный Директор

Игорь Мазепа

im@concorde.com.ua

Аналитический Отдел
Директор Д-та Продаж

Александр Шнир

ash@concorde.com.ua

Стратегия

Андрей Гостик, CFA

ag@concorde.com.ua

Международные Продажи

Анастасия Назаренко
 Марина Мартиросян
 Ростислав Шманенко
 Марина Дамаскина

an@concorde.com.ua
 mm@concorde.com.ua
 rs@concorde.com.ua
 md@concorde.com.ua

**Металлургия и
 Горнодобывающая
 Промышленность**

Андрей Герус

ga@concorde.com.ua

Локальные Продажи

Юрий Пилипенко
 Алиса Тихомирова

up@concorde.com.ua
 at@concorde.com.ua

**Коммунальные
 Услуги/Энергетика**

Егор Самусенко

syg@concorde.com.ua

Нефть и Газ

Андрей Герус
 Руслан Патлавский

ga@concorde.com.ua
 rp@concorde.com.ua

Директор
Аналитического Отдела

Андрей Гостик, CFA

ag@concorde.com.ua

Недвижимость/Строительство

Андрей Гостик, CFA

ag@concorde.com.ua

**Сельское хозяйство и
 потребительский сектор**

Андрей Гостик, CFA
 Руслан Патлавский

ag@concorde.com.ua
 rp@concorde.com.ua

Машиностроение

Егор Самусенко

syg@concorde.com.ua

Банки

Никита Михайличенко

mms@concorde.com.ua

Экономист

Никита Михайличенко

mms@concorde.com.ua

Долговой Рынок

Андрей Герус

ga@concorde.com.ua

Редактор

Бред Вэллс

bw@concorde.com.ua

Disclaimer

НАСТОЯЩИЙ ОТЧЕТ ПОДГОТОВЛЕН АНАЛИТИКОМ (АМИ), ЧЬЕ ИМЯ (ЧЬИ ИМЕНА) УКАЗАНО (Ы) НА ТИТУЛЬНОМ ЛИСТЕ НАСТОЯЩЕГО ОТЧЕТА С ЦЕЛЬЮ ПРЕДОСТАВЛЕНИЯ СПРАВОЧНОЙ ИНФОРМАЦИИ О КОМПАНИИ ИЛИ КОМПАНИЯХ (СОБИРАТЕЛЬНО «КОМПАНИЯ») И ЦЕННЫХ БУМАГ, ЯВЛЯЮЩИХСЯ ПРЕДМЕТАМИ НАСТОЯЩЕГО ОТЧЕТА. КАЖДЫЙ АНАЛИТИК ПОДТВЕРЖДАЕТ, ЧТО ВСЕ ПОЗИЦИИ, ИЗЛОЖЕННЫЕ В НАСТОЯЩЕМ ОТЧЕТЕ В ОТНОШЕНИИ КАКОЙ-ЛИБО ЦЕННОЙ БУМАГИ ИЛИ ЭМИТЕНТА, ТОЧНО ОТРАЖАЮТ ЛИЧНЫЕ ВЗГЛЯДЫ ЭТОГО АНАЛИТИКА КАСАТЕЛЬНО ЛЮБОГО АНАЛИЗИРУЕМОГО ЭМИТЕНТА/ЦЕННОЙ БУМАГИ.

ЛЮБЫЕ РЕКОМЕНДАЦИИ ИЛИ МНЕНИЯ, ПРЕДСТАВЛЕННЫЕ В НАСТОЯЩЕМ ОТЧЕТЕ, ЯВЛЯЮТСЯ СУЖДЕНИЕМ НА МОМЕНТ ПУБЛИКАЦИИ НАСТОЯЩЕГО ОТЧЕТА. НАСТОЯЩИЙ ОТЧЕТ БЫЛ ПОДГОТОВЛЕН НЕЗАВИСИМО ОТ КОМПАНИИ, И ЛЮБЫЕ РЕКОМЕНДАЦИИ И МНЕНИЯ, ПРЕДСТАВЛЕННЫЕ В НАСТОЯЩЕМ ОТЧЕТЕ, ОТРАЖАЮТ ИСКЛЮЧИТЕЛЬНО ТОЧКУ ЗРЕНИЯ АНАЛИТИКА. ПРИ ВСЕЙ ОСТОРОЖНОСТИ, СОБЛЮДАЕМОЙ ДЛЯ ОБЕСПЕЧЕНИЯ ТОЧНОСТИ ИЗЛОЖЕННЫХ ФАКТОВ, СПРАВЕДЛИВОСТИ И КОРРЕКТНОСТИ ПРЕДСТАВЛЕННЫХ РЕКОМЕНДАЦИЙ И МНЕНИЙ, НИ ОДИН ИЗ АНАЛИТИКОВ, КОМПАНИЯ, ЕЕ ДИРЕКТОРА И СОТРУДНИКИ НЕ УСТАНАВЛИВАЛИ ПОДЛИННОСТЬ СОДЕРЖАНИЯ НАСТОЯЩЕГО ОТЧЕТА И, СООТВЕТСТВЕННО, НИ ОДИН ИЗ АНАЛИТИКОВ, КОМПАНИЯ, ЕЕ ДИРЕКТОРА И СОТРУДНИКИ НЕ НЕСУТ КАКОЙ-ЛИБО ОТВЕТСТВЕННОСТИ ЗА СОДЕРЖАНИЕ НАСТОЯЩЕГО ОТЧЕТА, В СВЯЗИ С ЧЕМ ИНФОРМАЦИЯ, ПРЕДСТАВЛЕННАЯ В НАСТОЯЩЕМ ОТЧЕТЕ, НЕ МОЖЕТ СЧИТАТЬСЯ ТОЧНОЙ, СПРАВЕДЛИВОЙ И ПОЛНОЙ.

НИ ОДНО ЛИЦО НЕ НЕСЕТ КАКОЙ-ЛИБО ОТВЕТСТВЕННОСТИ ЗА КАКИЕ-ЛИБО ПОТЕРИ, ВОЗНИКШИЕ В РЕЗУЛЬТАТЕ КАКОГО-ЛИБО ИСПОЛЬЗОВАНИЯ НАСТОЯЩЕГО ОТЧЕТА ИЛИ ЕГО СОДЕРЖАНИЯ, ЛИБО ВОЗНИКШИЕ В КАКОЙ-ЛИБО СВЯЗИ С НАСТОЯЩИМ ОТЧЕТОМ. КАЖДЫЙ АНАЛИТИК И/ИЛИ СВЯЗАННЫЕ С НИМИ ЛИЦА МОГ ПРЕДПРИНЯТЬ ДЕЙСТВИЯ В СООТВЕТСТВИИ ЛИБО ИСПОЛЬЗОВАТЬ ИНФОРМАЦИЮ, СОДЕРЖАЩУЮСЯ В НАСТОЯЩЕМ ОТЧЕТЕ, А ТАКЖЕ РЕЗУЛЬТАТЫ АНАЛИТИЧЕСКОЙ РАБОТЫ, НА ОСНОВАНИИ КОТОРЫХ СОСТАВЛЕН НАСТОЯЩИЙ ОТЧЕТ, ДО ЕГО ПУБЛИКАЦИИ. ИНФОРМАЦИЯ, ПРЕДСТАВЛЕННАЯ В НАСТОЯЩЕМ ДОКУМЕНТЕ, НЕ МОЖЕТ СЛУЖИТЬ ОСНОВАНИЕМ ДЛЯ ПРИНЯТИЯ ИНВЕСТИЦИОННЫХ РЕШЕНИЙ ЛЮБЫМ ЕГО ПОЛУЧАТЕЛЕМ ИЛИ ИНЫМ ЛИЦОМ В ОТНОШЕНИИ ЦЕННЫХ БУМАГ КОМПАНИИ. НАСТОЯЩИЙ ОТЧЕТ НЕ ЯВЛЯЕТСЯ ОЦЕНКОЙ СТОИМОСТИ БИЗНЕСА КОМПАНИИ, ЕЕ АКТИВОВ ЛИБО ЦЕННЫХ БУМАГ ДЛЯ ЦЕЛЕЙ, ПРЕДУСМОТРЕННЫХ ЗАКОНОДАТЕЛЬСТВОМ УКРАИНЫ И ИНЫХ СТРАН СНГ В СФЕРЕ ДЕЯТЕЛЬНОСТИ ПО ОЦЕНКЕ СТОИМОСТИ.

КАЖДЫЙ АНАЛИТИК ПОДТВЕРЖДАЕТ, ЧТО НИКАКАЯ ЧАСТЬ ПОЛУЧЕННОГО ВОЗНАГРАЖДЕНИЯ НЕ БЫЛА, НЕ ЯВЛЯЕТСЯ И НЕ БУДЕТ СВЯЗАНА ПРЯМО ИЛИ КОСВЕННО С ОПРЕДЕЛЕННОЙ РЕКОМЕНДАЦИЕЙ (ЯМИ) ИЛИ МНЕНИЕМ (ЯМИ), ПРЕДСТАВЛЕННЫМИ В ДАННОМ ОТЧЕТЕ. ВОЗНАГРАЖДЕНИЕ АНАЛИТИКАМ ОПРЕДЕЛЯЕТСЯ В ЗАВИСИМОСТИ ОТ ДЕЯТЕЛЬНОСТИ И УСЛУГ, НАПРАВЛЕННЫХ НА ОБЕСПЕЧЕНИЕ ВЫГОДЫ ИНВЕСТОРАМ, ЯВЛЯЮЩИМСЯ КЛИЕНТАМИ CONCORDE CAPITAL, А ТАКЖЕ ДОЧЕРНИХ КОМПАНИЙ («ФИРМА»). КАК И ВСЕ СОТРУДНИКИ ФИРМЫ, АНАЛИТИКИ ПОЛУЧАЮТ ВОЗНАГРАЖДЕНИЕ В ЗАВИСИМОСТИ ОТ РЕНТАБЕЛЬНОСТИ ДЕЯТЕЛЬНОСТИ ФИРМЫ, КОТОРАЯ ВКЛЮЧАЕТ ВЫРУЧКУ ОТ ВЕДЕНИЯ ПРОЧИХ ВИДОВ ДЕЯТЕЛЬНОСТИ ПОДРАЗДЕЛЕНИЯМИ ФИРМЫ.

КАЖДЫЙ АНАЛИТИК, АФФИЛИРОВАННЫЕ КОМПАНИИ ЛИБО ИНЫЕ ЛИЦА ЯВЛЯЮТСЯ ИЛИ МОГУТ ЯВЛЯТЬСЯ ЧЛЕНАМИ ГРУППЫ АНДЕРРАЙТЕРОВ В ОТНОШЕНИИ ПРЕДЛАГАЕМЫХ К ПРОДАЖЕ ЦЕННЫХ БУМАГ КОМПАНИИ. КАЖДЫЙ АНАЛИТИК ИМЕЕТ ПРАВО В БУДУЩЕМ УЧАСТВОВАТЬ В ПУБЛИЧНОМ ВЫПУСКЕ ЦЕННЫХ БУМАГ КОМПАНИИ.