

Электроэнергетика

2012: рынок или олигополия

Провальный для электроэнергетики 2011 год и начало 2012 года показали, что государство не намерено пока отходить от практики «ручного управления», активное применение которой изрядно испортило инвестиционный климат в секторе. Сейчас основные надежды на возрождение интереса инвесторов к энергокомпаниям можно возлагать лишь на вторую половину года, когда обновленное правительство вернется к обсуждению столь необходимых долгосрочных правил игры на рынке электроэнергии.

- 2011 год стал годом разочарований для участников рынка акций российской электроэнергетики. В первый же год полной либерализации рынка электроэнергии правительство продемонстрировало неготовность отпустить цены на электроэнергию в «свободное плавание» вопреки обещаниям, данным ранее частным инвесторам.
- В условиях неоправдавшихся ожиданий, часть инвесторов постаралась выйти из сектора, предпочитая зафиксировать убытки, здраво оценивая риски того, что в ближайшие годы отрасль будет балансировать на грани рентабельности. Этим не замедлили воспользоваться госкомпании для наращивания своей доли в отрасли, что по сути противоречит логике проведенных в 2003-2008 годах реформ, одной из целей которых являлось снижение влияния государства в отрасли.
- Несмотря на сохранение конкуренции, в секторе сложилась ситуация близкая к олигополии, когда несколько квази-государственных компаний контролируют свыше 70% установленной мощности в стране, тем самым как прямо (через сетевые тарифы), так и косвенно (через вмешательство в правила игры на оптовом рынке электроэнергии) влияя на ценообразование в отрасли.
- Принципиального изменения ситуации вряд ли стоит ждать до середины 2012 года, однако есть определенные надежды на то, что во второй половине года обновленное правительство вернется к обсуждению правил игры на рынке электроэнергии и проработке долгосрочных инструментов возмещения инвестиций, что в купе с подготовкой SPO ряда крупных компаний, повысит привлекательность отрасли в глазах инвесторов.

Мы не питаем больших иллюзий в отношении возможных преобразований и потенциальных выгод, которые смогут извлечь из них энергетики, однако рассчитываем, что несмотря на доминирование государства в отрасли будут созданы условия для роста эффективности, невозможного без качественного улучшения активов и, разумеется, притока инвестиций.

A'LEMAR
INVESTMENT GROUP

Наиболее перспективные акции:

Генерация

РусГидро

(ММВБ: HYDR)	
Рекомендация:	покупать
Цена, руб.:	1,19
Цель, руб.:	1,60
Потенциал роста	34%

ТГК-1

(ММВБ: TGKA)	
Рекомендация:	покупать
Цена, руб.:	0,011
Цель, руб.:	0,015
Потенциал роста	39%

ОГК-5

(ММВБ: OGK4)	
Рекомендация:	покупать
Цена, руб.:	2,15
Цель, руб.:	2,71
Потенциал роста	26%

ОГК-4

(ММВБ: OGKE)	
Рекомендация:	покупать
Цена, руб.:	2,66
Цель, руб.:	2,97
Потенциал роста	12%

МРСК

Холдинг МРСК

(ММВБ: MRKH)	
Рекомендация:	покупать
Цена, руб.:	2,95
Цель, руб.:	5,44
Потенциал роста	84%

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>

Аналитики:

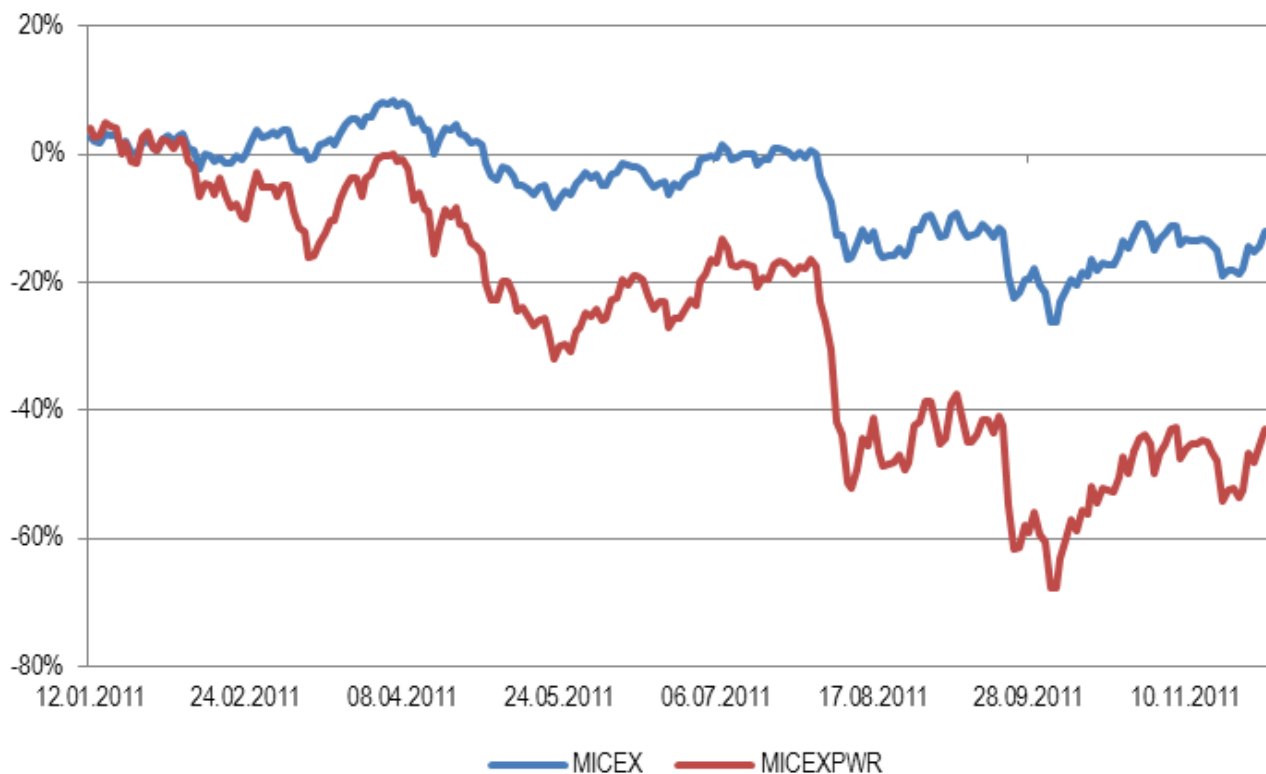
Василий Конузин

Виталий Домнич

Разочарования 2011 года

В 2011 году российская электроэнергетика пала жертвой электоральных амбиций властей. По итогам 2011 года отраслевой индекс – «ММВБ энергетика» – снизился на 40%, тогда как сводный индекс ММВБ потерял лишь 17%.

Динамика сводного и отраслевого индексов ММВБ



Источник: ММВБ

В целях достижения ценовой стабильности в стране государство нашло способы воздействия на энергокомпании, даже несмотря на либерализацию оптового рынка электроэнергии. Основные ограничения в 2011 году коснулись цены на мощность, оставляя генераторам возможность компенсировать на рынке только переменные расходы. Периодически возобновляемые на протяжении всего прошлого года обсуждения возможных ограничений тарифов и цен на электроэнергию на 2012 год, грозящие затронуть, как правила игры в конкурентном сегменте, так и условия функционирования регулируемого сегмента, спровоцировали целый ряд волн оттока капитала из сектора. В итоге в 2012 год энергокомпании вошли с риском по росту конечной цены электроэнергии в пределах 6-7%. Более того, на первые «предвыборные» месяцы в рамках «понятийных договоренностей» между государством и игроками цены на электроэнергию на оптовом рынке были фактически заморожены.

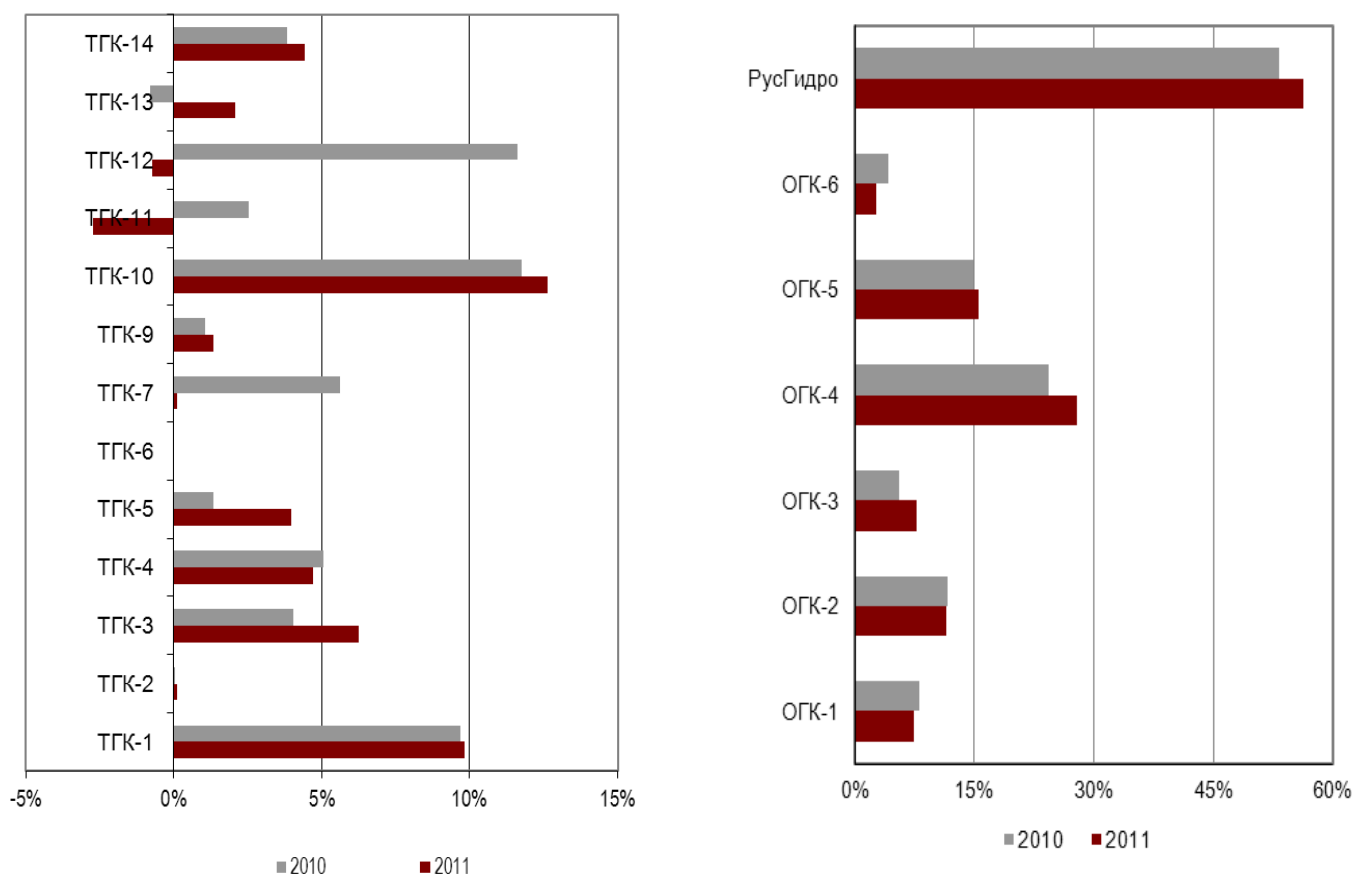
Сконцентрировавшись на ценовом управлении, правительство так и не смогло сдвинуться с мертвой точки в вопросах стимулирования и принципов возмещения инвестиций в модернизацию, строительство новых мощностей за горизонтом ДПМ, в централизованном решении проблем теплового рынка. И если продажи фондовых активов можно было списать на спекуляции крупных иностранных портфельных инвесторов, то выход крупных частных стратегических инвесторов, причем в убыток, стал наглядным подтверждением утраты сектором среднесрочных инвестиционных перспектив

Наиболее значимым событием стал выход из сектора Норникеля, обменявшего акции ОГК-3 на миноритарную долю в ИнтерРАО в марте 2011 года. В течение года циркулировали слухи о намерениях продать свои активы в генерации групп ОНЭКСИМ (Квадра) и ЕСН (ТГК-14), а во второй половине года на первый план вышла тема объединения активов крупнейшего частного игрока в тепловой генерации – КЭС Холдинга и крупнейшего игрока в отрасли – Газпром энергохолдинга (ГЭХ).

Примечательно, что падение спроса на акции энергокомпаний и утрата интереса со стороны частного капитала были связаны исключительно с неопределённостью и разочарованием в перспективах долгосрочного энергорынка и практически не зависели от финансового положения компаний, которое в 2011 году даже улучшилось.

В генерации лидирующие позиции по рентабельности в прошлом году заняли РусГидро (преимущества гидрогенерации позволили ей увеличить рентабельность продаж с 53% до 56% по итогам 9 месяцев 2011 г.), а также принадлежащие иностранным компаниям генераторы Э.он Россия (рентабельность продаж выросла с 24% до 28%) и Энел ОГК-5 (рентабельность продаж выросла с 15% до 16%). Аналогичные показатели ОГК ГЭХ и ИнтерРАО остались на прежнем уровне и находились в диапазоне от 3% (ОГК-6) до 12% (ОГК-2). Достаточно разнородной оставалась ситуация в ко-генерации – главным образом, из-за сохраняющегося перекрёстного субсидирования производства тепла за счёт продаж электроэнергии. Совокупная рентабельность продаж четырнадцати ТГК по итогам 9 месяцев 2011 года составила около 4,5%, против 4,8% в 2010 году.

Показатели рентабельности валовой прибыли компаний за 9 месяцев 2011 года



В сетевом сегменте ограничение тарифов привело к необходимости пересмотра параметров RAB. Решение правительства по данному вопросу должно быть принято в апреле-мае этого года. Сильнее всего оно ударит по сегменту компаний Холдинга МРСК, чьи тарифы из-за слишком высокой доли в конечной цене потребителя подвергнутся максимальным ограничениям. Это уже нашло отражение в акциях Холдинга МРСК и его дочерних компаний, которые по итогам 2011 года подешевели более чем на 50%, превзойдя все пессимистичные ожидания.

Сбытовой сегмент, долгое время оставшийся «в тени» проблем генераторов и сетевиков, также не избежал участи ужесточения контроля со стороны государства. В конце года была произведена зачистка регулятивных норм, позволявших гарантирующим поставщикам фактически автономно и монополично определять ценовую политику для ряда субъектов розницы. Инициативы правительства при общем позитивном направлении движения для отрасли, устраняющем перекося в ценообразовании опта и розницы, ударили по капитализации и без того неликвидного сектора, в ряде случаев приведя к 10-кратному обвалу цен на акции.

Надежды 2012 года

В первой половине года на рынке акций электроэнергетики, вероятнее всего, сохранится преобладание пессимистичных настроений. Госкомпании (Интер РАО и ГЭХ) продолжат попытки наращивания своей доли в секторе, а частные инвесторы – использовать любую возможность, чтобы избавиться от не оправдавших ожидания энергоактивов. Кроме того, государство уже доказало свою приверженность «ручному управлению» энергорынком, попросив оптовых поставщиков заморозить рыночные цены на прошлогоднем уровне. Озвученные в конце февраля 2012 года планы изменения параметров ДПМ (в части поправочного коэффициента), единственного работающего механизма возмещения капитальных затрат генераторам стали наглядным подтверждением нежелания государства ослаблять контроль над отраслью и, определенно, не будут способствовать притоку инвестиций.

В 2012 году продолжаться процессы консолидации и укрупнения в генерации. Помимо возможного объединения активов КЭС и ГЭХ ожидается приобретение Интер РАО башкирской генерации. Укрупнение компаний было предсказуемо, однако в ситуации, когда единственными потенциальными покупателями выступают госкомпании, это может привести к фактической национализации сектора. Частный сектор будут составлять всего лишь несколько имён: Евросибэнерго, Э.он Россия, Эвел ОГК-5, а также ко-генерация Fortum и Лукойла. Компании, попадающие в периметр квази-государственного сегмента, будут контролировать уже 70% (60% годом ранее) установленной мощности ЕЭС, что, естественным образом, влечет за собой риски скрытого регулирования «конкурентного» сектора энергорынка.

Согласно ожиданиям генераторов, тарифные ограничения на 2012 год отрицательно скажутся на их финансовых показателях, однако, по мнению большинства представителей компаний, они не будут катастрофичными. В целом по сегменту генерации ожидается снижение рентабельности на 3-5 п. п. по сравнению с текущими уровнями. Однако, не стоит забывать, что большинство тепловых генераторов (за исключением ТГК-1 и Мосэнерго) работает как раз в диапазоне рентабельности 3-5%, таким образом, ухудшение рыночной конъюнктуры ставит их на грань убыточности. Эта ситуация может иметь определенные плюсы, при условии, если подтолкнет компании к снижению издержек, тем более что потенциал имеется немалый – по нашим оценкам до 20%. Основными направлениями снижения издержек должны стать повышение эффективности оборудования и экономия на постоянных расходах, в частности затратах на ремонт. Впрочем, раскрытию «запертого» потенциала энергокомпаний вновь препятствует отсутствие какого-либо возмещения по капитальным затратам, которые компаниям неизбежно придется нести в ходе модернизации.

Некоторое улучшение инвестиционного климата может наступить ближе ко второй половине года, когда правительство в обновленном составе начнет обсуждение ценовой политики в отрасли на 2013 год и, возможно, будет дан ход ряду проектов внесения изменений существующие правила игры на рынке, в том числе долгосрочные, которые

на протяжении 2011 года прорабатывались рабочей группой при Правительстве РФ во главе с Ю.Удальцовым. В этом случае первыми ощутят на себе возвращение спекулятивного капитала акции наиболее эффективных генераторов (и ликвидных): РусГидро, Э. ОН России, Энел ОГК-5 и ТГК-1.

Для распределителей наилучшим вариантом развития событий стала бы продажа отдельных компаний иностранным инвесторам, либо как альтернатива – объединение с генерацией. Правда, последнее несет в себе риски снижения рентабельности объединенных компаний за счет трансфертного ценообразования и означает реставрацию дореформенного состояния отрасли (возврат к системе вертикально-интегрированных холдингов). Это, по сути, ставит крест на преобразованиях, шедших в ногу со временем (аналогичные реформы по разделению генерации и передачи электроэнергии даже с некоторым отставанием от России проводятся в Европе)

Основным фаворитом в оптовой генерации в этом году является РусГидро - наверное, самая недооцененная компания на рынке, при том, что её операционная рентабельность (свыше 50%) недостижима для тепловой генерации. Правда уже в ближайшей отчетности по МСФО компания покажет снижение рентабельности за счет консолидации убыточного РАО ЭС Востока до уровня в 30-35%, что все равно выше аналогичных показателей ОГК и ТГК. Это снижение прибыльности, по нашему мнению, уже заложено в стоимости акций РусГидро.

В тепловой генерации неоспоримое лидерство удержат компании, контролируемые иностранными игроками – Э.он Россия и Энел ОГК-5, в пользу которых будет играть как премиальная рентабельность, так и денежные потоки по мощностям, введенным в рамках ДПМ. Также преимущества гидрогенерации, сыграют в пользу ТГК-1, в особенности, если будет снята неопределенность в отношении смены собственника актива (уступит ли её ГЭХ РусГидро). Таким образом, эффективное управление и конкурентные преимущества, предоставляемые структурой активов этих компаний, по всей видимости, максимально ограничат снижение их рентабельности в контексте произошедших негативных изменений отраслевой конъюнктуры.

Свои плоды должна принести консолидация активов ОГК-2 и ОГК-6. Помимо экономии на управленческих расходах, новый холдинг имеет возможности для сокращения затрат на закупках, подрядах. Наконец озвученные намерения СПО компании в ближайшие пару лет, также должно предотвратить акции ОГК-2 от опережающего падения. Тем не менее, несмотря на целый ряд позитивных с точки зрения роста капитализации факторов, объединенная компания, по всей видимости, будет торговаться ниже среднерыночных мультипликаторов ввиду большей уязвимости к негативным изменениям в отраслевой конъюнктуре. В частности, речь идет о большем влиянии государства и самого «Большого Газпрома» на ценовую политику компании, возможных поведенческих ограничениях, которые могут быть наложены на компанию в случае завершения сделки ГЭХ и КЭС, а кроме того – ввиду самого внушительного объема обязательств по инвестпрограмме.

Особняком стоит Интер РАО: компания в 2011 году впервые представила консолидированную отчетность, которая вобрала в себя все подконтрольные ей активы, включая ОГК-1 и ОГК-3. Несмотря на скромные показатели операционной рентабельности, компания обладает значительным потенциалом повышения эффективности за счёт синергии вследствие превращения в полноценную производственную группу из существующего портфеля разнородных энергоактивов.

Ко-генерация будет выглядеть хуже оптовых генкомпаний, однако консолидационные процессы в КЭС Холдинге и перспективы заключения сделки с ГЭХ способны оказать поддержку акциям ТГК-9 - ключевого актива КЭС и центра консолидации его генерации. Кроме того, неплохие перспективы у Мосэнерго – обладая крупнейшей, а главное, - рентабельной базой в тепловой выработке и имея в распоряжении новые мощности, Мосэнерго является лучшим представителем в ко-генерации.

Перспективы электросетевых компаний, чьи тарифы вносят существенный вклад в формирование конечной цены на электроэнергию, должны проясниться в апреле-мае, когда ожидается решение о «перезагрузка» РAB с 1 июля 2012 года. В частности она предполагает пересчет базы капитала и норм доходности на вложенный капитал, а также сокращение размера инвестиций, при этом в тариф включат только те инвестиции, по которым

уже прошёл ввод мощностей. Несмотря на то, что пересмотр темпов индексации тарифов RAB будет сопровождаться секвестром инвестпрограмм, существуют серьёзные риски падения их рентабельности. В этой ситуации особое значение приобретают прописанные в недавно обнародованной долгосрочной стратегии Холдинга МРСК инициативы по повышению эффективности работы компаний, к примеру, в части критической переоценки их расходов. Важным событием 2012 года, согласно стратегии, станет приватизация одной из МРСК, которая способна поднять интерес ко всему сектору и задать ценовые ориентиры для рынка. Продажа одной из «дочек» Холдинга стратегическому инвестору ожидается в 4-м квартале. В случае снятия запрета на владение распределителями с генерации, мы не исключаем взрывного роста спроса на сетевые активы со стороны спекулянтов, играющих на переделе собственности. Среди наиболее вероятных сделок – покупка МРСК Сибири структурами Евросибэнерго. Кроме того, интересантом в приобретении ряда МРСК может выступить ГЭХ. В таком случае фактический разворот реформы, который может отрицательно сказаться на долгосрочных перспективах отрасли, в краткосрочном периоде может принести прибыль игрокам.

Несколько оптимистичней обстоит ситуация в ФСК, чья доля в конечной цене на электроэнергию менее значима по сравнению с МРСК (не превышает 7-8% тарифного пирога). Это позволяет ей претендовать на большую индексацию тарифа в ближайшие годы.

Руководство компании

Генеральный директор Алексей Харин

Аналитический департамент

Директор департамента
Макроэкономика / Стратегия / Энергетика / Банки Василий Конузин, к.э.н.

Отдел аналитических исследований

Старший аналитик
Энергетика / Металлургия Виталий Домнич
Аналитик
Нефть и газ / Нефтехимия Анна Знатнова
Младший аналитик Андрей Меклер

Отдел инвестиционного анализа

Начальник отдела
Телекоммуникации / IT Сергей Захаров

Контактная информация

Телефон 7 (495) 411 66 55
Факс 7 (495) 733 96 82
Интернет <http://www.alemar.ru>

Аналитический департамент
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

Трейдера
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

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.

© 2003-2012 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 абсолютную 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».