

## Обзор рынка. Электрогенерация

21 июня 2019 г.

В связи с резко возросшей волатильностью в секторе электрогенерации предлагаем вновь обратить внимание на бумаги данного сектора российского фондового рынка. Рядом эмитентов за последние месяцы были продемонстрированы движения от 20 и более процентов. Кратко обновим наш взгляд на акции из данного сектора и определим возможные дальнейшие перспективы ценовых движений.

	Интер РАО	ОГК-2	ТГК-1	Мосэнерго	ЭнелРос	РусГидро	Юнипро
EV/S	0,40	0,65	0,51	0,46	0,81	1,16	1,85
EV/EBITDA	3,18	3,19	3,36	2,31	3,18	3,88	5,45
Чистый долг/EBITDA	-0,78	1,07	0,43	-0,26	0,98	1,43	-0,43
P/E	6,22	6,17	3,95	5,09	4,96	9,64	9,07
Дивидендная доходность (2018)	3,5%	6,6%	6,0%	8,6%	12,0%	6,0%	8,6%

Таблица 1. Сравнительная таблица коэффициентов

Компания «Интер РАО» ранее нами выделялась как лучшая идея в секторе генерации. Основным сдерживающим параметром в данных бумагах можно выделить низкий уровень дивидендной доходности.

Текущая дивидендная политика предусматривает выплаты в размере 25% от чистой прибыли по МСФО, однако в будущем эта граница может быть увеличена. В начале текущего года в пользу увеличения выплат данной компании успело высказаться Министерство финансов РФ, однако руководство компании не изменило свою позицию. Мы считаем, что в ближайшие годы данная ситуация может измениться. Инвестиционная программа на текущий год составляет 25 млрд. рублей, а планируемые затраты на всю программу «ДПМ-2» оцениваются компанией около 160 млрд. рублей, при этом, уровень чистого долга уже на текущий момент составляет без малого -100 млрд. рублей. На наш взгляд, высокий уровень финансовой устойчивости позволит «Интер РАО» осуществить данные затраты без привлечения заемных средств, и, одновременно с этим, сохранить возможность увеличения дивидендных выплат, чего и следует ожидать в ближайшие годы.

Из последних новостей можно отметить успешное участие в первом этапе упомянутой выше программы, в рамках которой было отобрано 5,13 ГВт мощностей (60% от общего объема этапа).

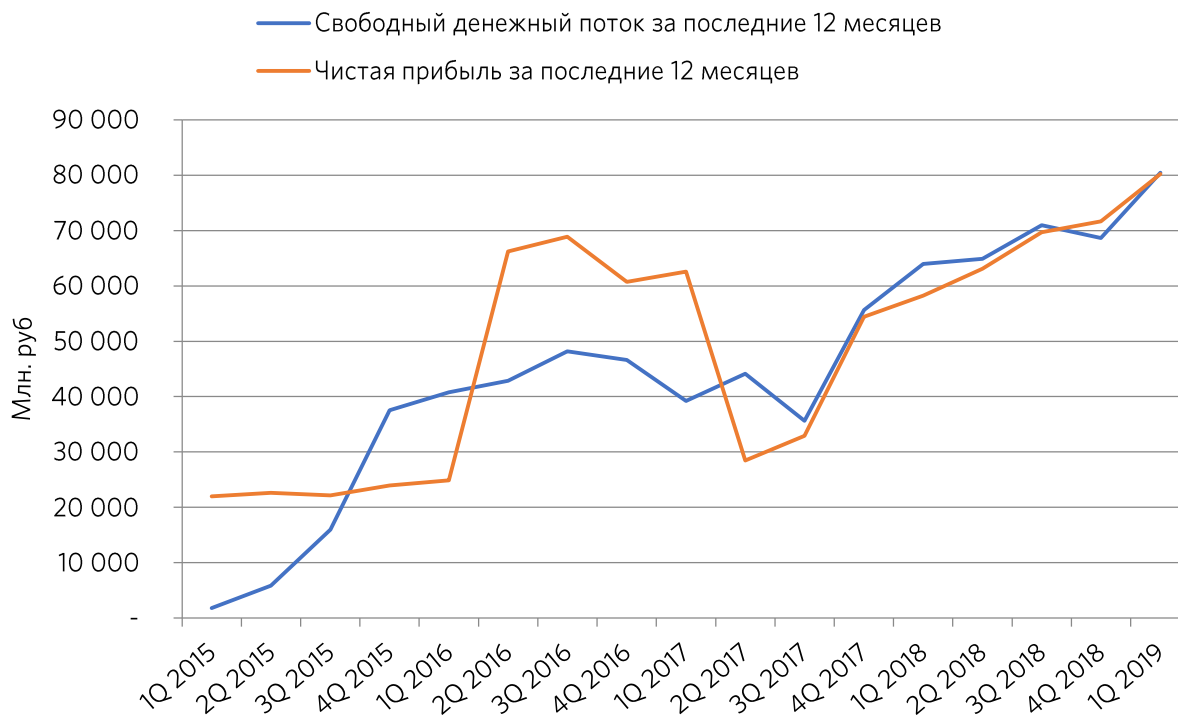


Рисунок 1. Динамика изменения чистой прибыли и свободного денежного потока за последние 12 месяцев «Интер РАО»

На текущей неделе котировки преодолели отметку в 5 рублей за акцию, однако, на наш взгляд, бумаги компании по-прежнему сохраняют свой долгосрочный потенциал. В среднесрочном периоде вероятно формирование коррекционного движения к прошедшему росту или переход в состояние консолидации. Рекомендуется фиксировать длинные позиции, после чего возможно возобновление покупок по более привлекательным ценам вблизи отметки в 4,5 рублей за акцию.

На этом перейдем к рассмотрению представителей «Газпром энергохолдинга». Акции «ОГК-2» на текущий момент исчерпали свой сравнительный потенциал, увеличившись в своей цене с минимумов начала года почти на 100%. Главными драйверами роста можно выделить снижение долговой нагрузки, реализацию сравнительного потенциала, а также увеличение размера дивидендов на акцию. Помимо этого поддержку финансовым результатам около ближайших двух лет будет оказывать высокий уровень платежей по предыдущей программе «ДПМ».

Прервать тренд на снижение долговой нагрузки способен вход компании в новый цикл обновления мощностей. Доля мощностей, нуждающихся в обновлении, по разным оценкам составляет от 20% до 30%. Полный объем может потребовать размер затрат от 100 до 150 млрд. рублей. В рамках первого этапа «ДПМ-2» было отобрано всего 0,125 ГВт мощностей «ОГК-2» (установленная мощность около 19 ГВт).

В случае «ГЭХ» стоит отметить вероятность возникновения ситуации, связанной с ростом дивидендов, по аналогии с «Газпромнефтью», описанной нами в одном из предыдущих материалов. На наш взгляд, вероятность повторения подобного сценария значительно меньше в связи с недостаточно высоким потенциальным уровнем дополнительно полученных средств от всего «ГЭХа» по сравнению с «Газпромнефтью».

Компания «ТГК-1» менее всего подвержена негативному воздействию, связанному с обновлением мощностей в холдинге. Объем мощностей, нуждающихся в модернизации,

составляет менее 1 ГВт (по оценкам разных экспертов потребует около 30 млрд. руб.). Уровень чистого долга компании составляет 6 млрд. рублей, свободный денежный поток за прошедший год составил более 7 млрд. рублей. На текущий момент в первом этапе «ДПМ-2» не было отобрано объектов данной компании.

При компромиссном уровне дивидендной доходности акции «ТГК-1» обладают сравнительным потенциалом, однако текущие ценовые уровни, на наш взгляд, не являются привлекательными. Возможные покупки целесообразно формировать вблизи уровня в 1 копейку за акцию (в таком случае потенциал роста составит около 25% или более при увеличении уровня дивидендных выплат).

Лидером сравнительного анализа на сегодня можно выделить компанию «Мосэнерго». Однако сравнительная привлекательность в этом случае может являться ловушкой, так как доля устаревших мощностей у компании составляет около половины. При этом, размер необходимых затрат по самым скромным оценкам составляет около 200 млрд. рублей. Напомним, что чистая прибыль за 2018 год составила 21,4 млрд. руб., свободный денежный поток 19 млрд. рублей, а уровень чистого долга на текущий момент составляет около -10 млрд. рублей. Подобный размер инвестиционных затрат может существенно сократить финансовые возможности «Мосэнерго». На наш взгляд, в ближайшие годы целесообразно воздержаться от операций с данными бумагами. Текущий рост может являться коррективным к прошлогоднему снижению на фоне роста всего сектора электрогенерации.

Акции «Энел Россия» сравнительно не выделяются от своих конкурентов, однако на текущий момент имеет сравнительно высокий уровень дивидендной доходности. Недавно стало известно о скором закрытии сделки по продаже «Рефтинской ГРЭС» за 21 млрд. рублей. В связи с этим рядом участников рынка ожидается выплата возможных спецдивидендов, однако ранее компания планировала выручить за данный актив около 30 млрд. рублей (Мощность «Рефтинской ГРЭС» 3800 МВт – около 40% от общей установленной мощности «Энел Россия»). Кроме того, в начале текущего года компания обновила план затрат на строительство ветропарков, который увеличился с 20 до 30 млрд. руб. Вероятность выплат спецдивидендов в связи с данной сделкой нами оценивается как низкая.

*20 июня. «Коммерсантъ» – «Энел Россия» (подконтрольна итальянской Enel) подписала соглашение о продаже «Кузбассэнерго» («дочка» Сибирской генерирующей компании) Рефтинской ГРЭС. Сумма сделки составляет не менее 21 млрд руб. за вычетом НДС с возможностью корректировки до 5%, говорится в сообщении «Энел Россия». Уточняется, что сделка вступит в силу после ее согласования со стороны Федеральной антимонопольной службы и одобрения условий сделки акционерами компании на собрании 22 июля...»*

Также в начале текущего года были обновлены прогнозы по будущим финансовым показателям, которые предполагают снижение вплоть до 2021 года. После этого результатам начнут оказывать поддержку платежи по «ДПМ» ВИЭ.

Чистая прибыль от обычных видов деятельности (млрд руб)



Рисунок 2. Прогноз чистой прибыли от «Энел Россия»

Мы не ожидаем позитивной динамики в бумагах «Энел Россия» в ближайшие годы и не можем рекомендовать данные бумаги к покупке с текущих ценовых значений. Постепенный переход к возобновляемым источникам энергии выглядит перспективно, однако на текущий момент компания лишится своего крупнейшего по мощности актива, а строительство новых проектов только начинается. Вероятно, стоит вернуться к рассмотрению данной бумаги в начале следующего десятилетия.

Одним из аутсайдеров сектора электрогенерации согласно сравнительному анализу на настоящий момент можно выделить компанию «РусГидро». Дивидендная доходность акций находится около средних значений, вместе с этим в бумагах присутствует сравнительная премия. Помимо этого в текущем году будет пройден пик инвестиционной программы, что может оказать давление на ряд финансовых показателей.

Инвестиционная программа Группы на 2019-2023, млрд руб. с НДС

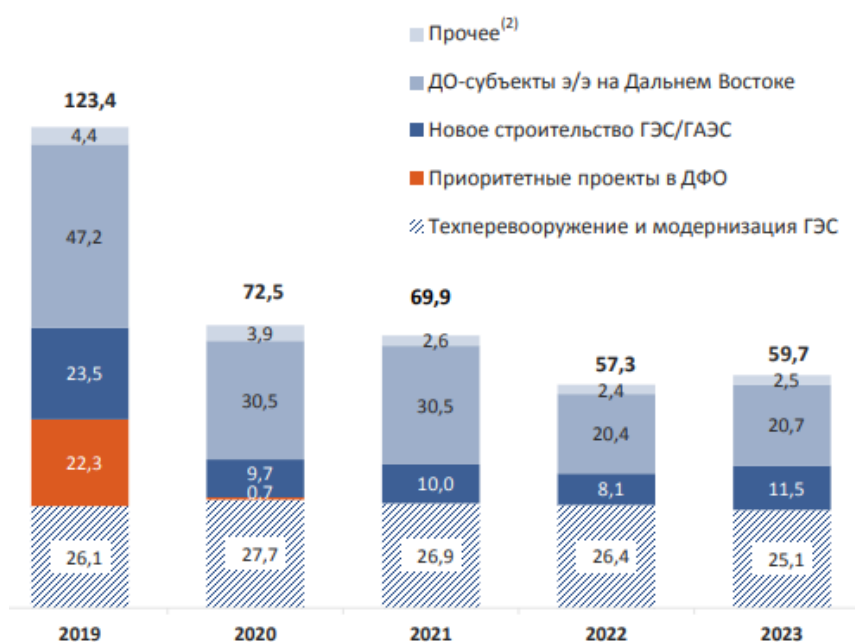


Рисунок 3. Инвестиционная программа «РусГидро»

Одной из главных проблем можно выделить убыточные активы на Дальнем Востоке (около 90% мощностей генерации на дальнем востоке принадлежат «РусГидро»), ставшие следствием проблем в регулировании тарифов для данной зоны. Бумажные списания значительно занижают чистую прибыль, из которой платятся дивиденды. Возможное изменение базы выплат могло бы стать позитивной новостью для данных бумаг, однако на текущий момент подобных намерений за менеджментом замечено не было.

В долгосрочной перспективе мы по-прежнему ожидаем положительное для компании разрешение ситуации с тарифами на Дальнем Востоке, и улучшение финансовых результатов на фоне прохождения пика инвестиционной программы. Также «РусГидро» утвердило программу роста капитализации на 250% до 2021 года. Компания заинтересована в росте капитализации в связи с форвардной сделкой с «ВТБ», срок которой истечет в 2022 году (чтобы получить прибыль по данной сделке, необходимо чтобы цена акций на момент окончания сделки была выше 1 руб. за акцию). Мы можем заключить, что перспективы данных акций в среднесрочной перспективе видятся достаточно туманными, однако на более длительном горизонте бумаги представляют интерес уже с текущих значений.

Первый этап «ДПМ-2» также прошел благоприятно для компании «Юнипро», в рамках которого удалось отобрать 2 объекта совокупной мощностью около 1,6 ГВт. Инвестиции в модернизацию отобранных мощностей составят от 6 до 7 млрд. руб. в период с 2019 по 2023 года (+ оставшиеся 13 млрд. инвестиций в восстановление третьего блока Березовской ГРЭС).

Отсутствие сравнительного потенциала в совокупности с продолжением инвестиций в восстановление Березовской ГРЭС продолжают оказывать давление на бумаги данной компании. Поддержку бумагам оказывает сравнительно высокий уровень дивидендной доходности.



Рисунок 4. Увеличение дивидендов «Юнипро»

Важным положительным моментом стоит выделить увеличение дивидендов с 2020 до 2022 года, которые составят 20 млрд. руб. (с 14 млрд. руб. в 2019). Таким образом, размер дивидендов на акцию увеличится примерно до 32 копеек. Триггером подобного решения стало ожидание положительного эффекта от завершения работ на Березовской ГРЭС с 2020 года.

Подводя итог, стоит отметить, что бумаги сектора электрогенерации выглядят перегретыми в среднесрочной перспективе. В то же время, текущие ценовые уровни по ряду эмитентов остаются привлекательными для долгосрочных вложений. Начало новой программы «ДПМ-2» усилило интерес к данному сектору, однако высокий уровень вложений в модернизацию может оказать негативное воздействие в краткосрочной перспективе.

---

## Disclaimer

Приведенная информация не содержит инвестиционных советов, предоставляется исключительно в информационных целях и не является консультацией, офертой, требованием, просьбой или рекомендацией продать, купить или предоставить (напрямую или косвенно) какие-либо бумаги или производные инструменты. Вся информация получена из открытых источников, признанных надежными, однако ООО «Пермская фондовая компания» не несет ответственности за достоверность данных, приведенных в данном отчете. Будет также считаться, что любой инвестор, получивший данную информацию, составил собственное мнение относительно перспектив инвестирования в те или иные инструменты, упомянутые выше, и действовал на основании этого мнения. ООО «Пермская фондовая компания» снимает с себя любую ответственность за прямой или косвенный ущерб, потери или издержки, которые могли возникнуть вследствие использования информации, приведенной в данном обзоре.

---

## Клиентский отдел

Полина Юрьевна Яковлева

Начальник клиентского отдела  
(342) 210-59-89  
yakovlevap@pfc.ru

Роман Рашидович Муталлиев

Портфельный управляющий  
mutalliev@pfc.ru