

Обзор рынка

13 июня 2018 г.

В данном обзоре предлагаем рассмотреть текущую ситуацию среди компаний генерирующего сектора электроэнергетики.

Показатель млн. руб, доступные данные за последние 12 месяцев (LTM)	Интер РАО	Рус Гидро	Мосэнерго	ТГК-1	ОГК-2	Юнипро	ЭнелРос	
EV	310277	402450	91033	51401	90206	168969	68494	
Рыночная капитализация	439159	301812	101599	38582	45568	181769	51042	Среднее значение*
Чистый долг	-128882	100638	-10566	12819	44638	-12800	17452	
Выручка	925953	349 039	202197	90481	142813	76172	73432	
EBITDA	101400	105858	44327	20764	25893	47630	16404	
FCF	63952	10 886	25688	7687	16659	18823	5473	
Чистая прибыль	58262	26472	26182	9317	6805	34011	7763	
P/S	0,47	0,86	0,50	0,43	0,32	2,39	0,70	0,88
EV/EBITDA	3,06	3,80	2,05	2,48	3,48	3,55	4,18	3,29
Чистый долг/EBITDA	-1,27	0,95	-0,24	0,62	1,72	-0,27	1,06	-0,16
Рын. Кап-я/FCF	6,87	27,72	3,96	5,02	2,74	9,66	9,33	12,36
P/BV	0,93	0,42	0,36	0,32	0,36	1,54	1,26	0,81

Минимум
Максимум

Таблица 1. Сравнительная таблица эмитентов

Наглядным лидером сектора согласно сравнительному анализу является компания «Мосэнерго». Акции компании являются недооцененными по всем представленным сравнительным коэффициентам. Однако является ли это достаточным основанием для покупки?

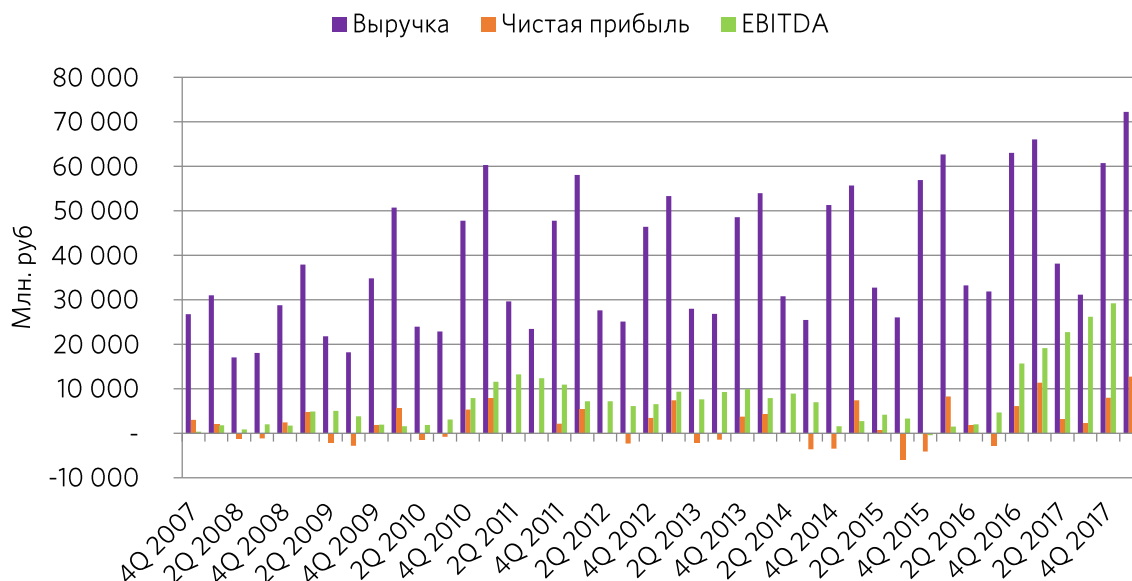


Рисунок 1. Финансовые показатели «Мосэнерго»

Главной проблемой «Мосэнерго» можно обозначить значительную часть устаревших мощностей (около половины старше 45 лет). По различным оценкам на модернизацию данного оборудования понадобится около 200 млрд. рублей. Компания планирует обновить значительную часть оборудования при участии в новой программе «ДПМ-штрих», которая появится на смену первой программе «ДПМ». В то же время стоит отметить, что новое требование по локализации оборудования в 90% приведет к усложнению реализации данной программы.

Москва. 16 мая. Федеральное Агентство Новостей – Генеральный директор «Газпром энергохолдинг» (ГЭХ) Денис Федоров рассказал Федеральному агентству новостей, что компания уже определила энергообъекты, которые в первую очередь нуждаются в модернизации, хотя сегодня законодательно вопрос модернизации мощностей, так называемой программы «ДПМ-штрих», еще не урегулирован.

В числе первоочередных задач — замена устаревших паровых турбин на электростанциях «Мосэнерго», а также модернизация мощностей на Красноярской ГРЭС-2, Сургутской ГРЭС-1 и Ставропольской ГРЭС, которые входят в «ОГК-2».

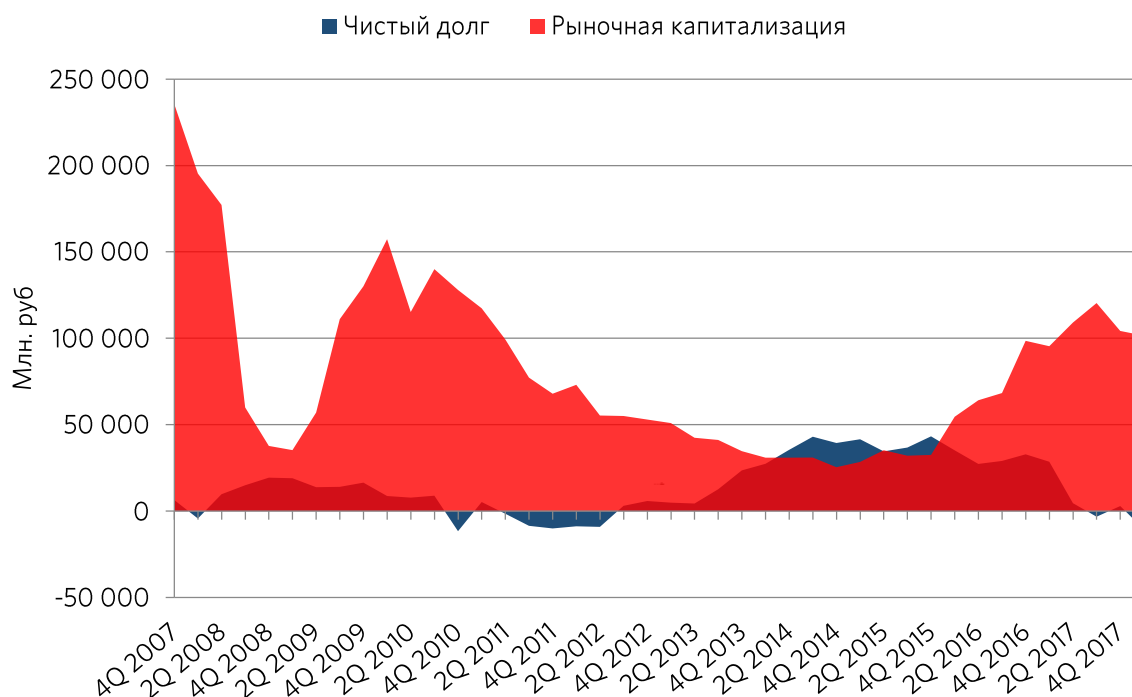


Рисунок 2. Динамика изменения рыночной капитализации и чистого долга «Мосэнерго»

Дополнительным негативным фактором является прохождение пика по платежам ДПМ по реализованным проектам. В 2018 году истекают договора по трем энергоблокам. В компании понимают негативное воздействие данного фактора на финансовые результаты и заявляют о том, что разрабатывают программу по снижению негативного эффекта от данного события, но на текущий момент никаких конкретных мер опубликовано не было.

Игроков пугают перспективы наращивания долга, роста капитальных затрат (и, как следствие, уменьшения дивидендов), а также снижения финансовых показателей в результате возможного начала следующей программы обновления мощностей. В связи с этим акции «Мосэнерго» на текущий момент остаются недооцененными. Однако если компании удастся значительно компенсировать данное воздействие, это, вероятно, станет значимым драйвером

роста котировок. В противном случае, описанное выше изменение показателей уравнивает значения сравнительных коэффициентов со среднеотраслевыми.

Рассмотрим еще одного члена Газпромэнергохолдинга (ГЭХ) – «ТГК-1». Компания также является привлекательной согласно сравнительному анализу. Все значения представленных выше мультипликаторов компании находятся значительно ниже среднеотраслевых. Из основных тенденций можно отметить рост прибыли и постепенное снижение чистого долга компании, которое должно ускориться в связи с окончанием инвестиционной программы по ДПМ.

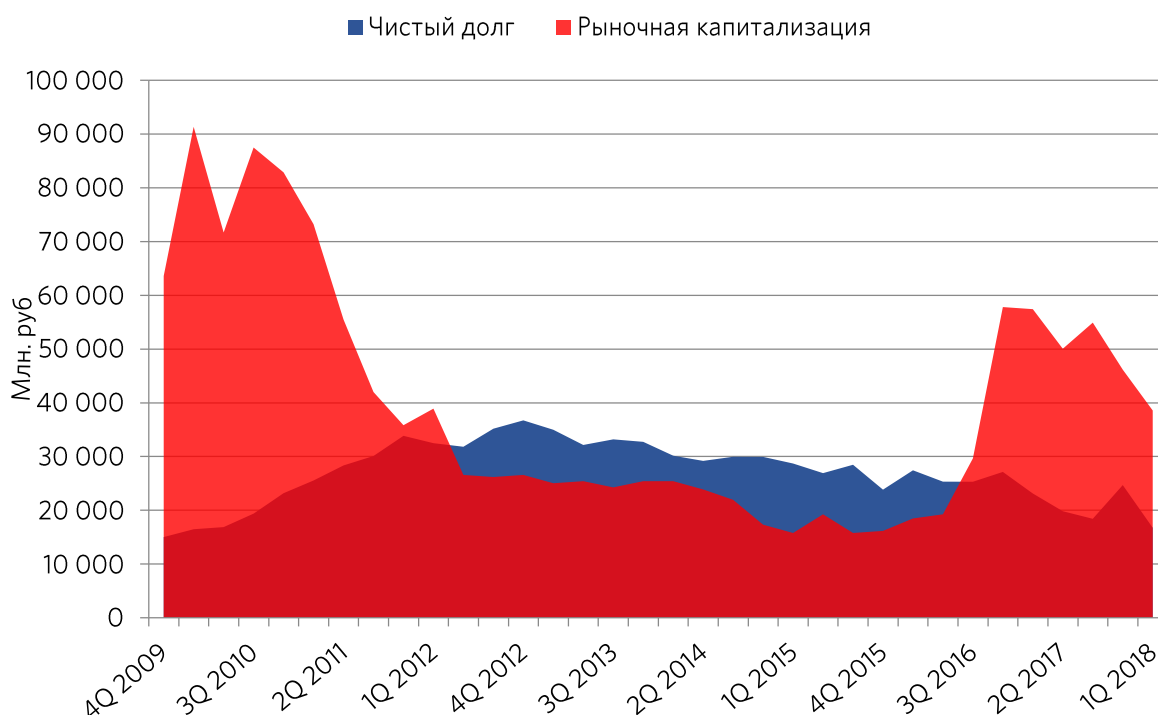


Рисунок 3. Динамика изменения рыночной капитализации и чистого долга «ТГК-1»

В 2017 году была закончена реализация последнего проекта по программе договоров поставки мощности. Всего в рамках данной программы «ТГК-1» ввела 1,7 ГВт мощностей, затратив около 75 млрд. рублей. В ближайшее время планируется строительство ветропарка в Ленинградской области с затратами около 5 млрд. рублей, однако данный проект не отразится существенным образом на деятельности компании и скорее является «тестовым» в направлении источников возобновляемой энергии.

Санкт-Петербург. 24 мая. ИНТЕРФАКС – ПАО «ТГК-1» (контролируется ООО «Газпром энергохолдинг», ГЭХ) планирует инвестировать 5 млрд. рублей в проект строительства парка ветряных установок мощностью 50 МВт на побережье Финского залива в Ленинградской области.

Соответствующее соглашение подписали в четверг на полях Петербургского международного экономического форума (ПМЭФ-2018) генеральный директор компании Алексей Барвинок и губернатор региона Александр Дрозденко, сообщил корреспондент «Интерфакса».

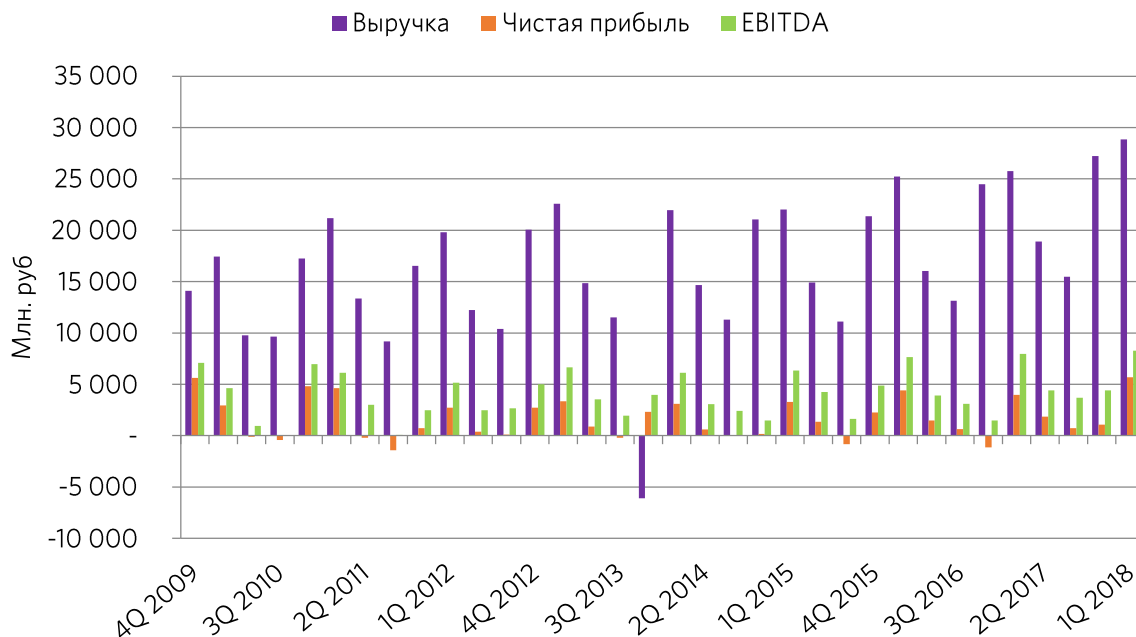


Рисунок 4. Финансовые показатели «ТГК-1»

Компания обладает небольшим количеством устаревших мощностей (оборудование старше 45 лет составляет меньше 13% от всех мощностей «ТГК-1») относительно многих конкурентов в отрасли. Пик введения новых мощностей по программе ДПМ пришелся на 2011 год. Согласно оценкам экспертов, пик поступлений от платежей по программе будет достигнут примерно в 2019 году. Таким образом, у «ТГК-1» есть дальнейший потенциал роста финансовых показателей за счет данной статьи. Сдерживающим фактором является сравнительно малая дивидендная доходность, которая на текущий момент составляет менее 5% (тем не менее, размер дивидендов растет из года в год).

Так как около 40% мощностей приходится на гидрогенерацию, компания менее подвержена рискам в связи с возможным ростом цен на топливо. Таким образом, совокупность представленных факторов делает бумаги данного эмитента интересными к покупке с текущих ценовых уровней.

Акции «ОГК-2» находятся под давлением в связи с тяжелым состоянием по чистому долгу, однако недавнее окончание строительства по ДПМ дает основание полагать о скором восстановлении данного показателя до приемлемых уровней. Привлекательной особенностью в долгосрочной перспективе является длительное поддержание выплат ДПМ по разным оценкам до начала 20-х годов. Тем не менее, у «ОГК-2» близится следующий этап обновления мощностей. Доля оборудования, нуждающегося в обновлении, составляет по оценкам экспертов до четверти всей мощности компании. Неопределенность относительно новой системы договоров поставки мощности вызывает опасения относительно будущего состояния компании. Таким образом, «ОГК-2» стоит перед выбором необходимого обновления в ближайшей перспективе и дальнейшем плавном росте в течение следующего десятилетия или отложении данной программы.

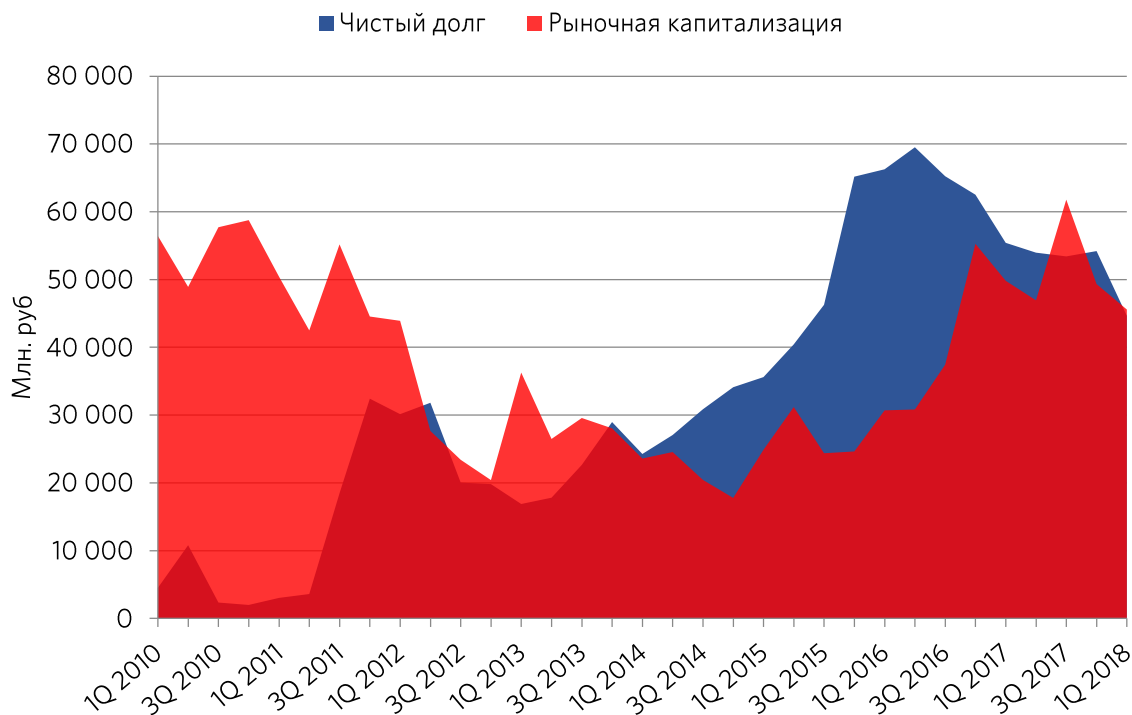


Рисунок 5. Динамика изменения рыночной капитализации и чистого долга «ОГК-2»

Помимо высокого чистого долга от покупок данной бумаги отталкивает слабая дивидендная доходность (около 4%). Значительный рост дивидендных выплат в перспективе возможного дальнейшего обновления оборудования с трудом представляется возможным. На текущий момент совокупность факторов склоняет к покупке акций данного эмитента только в рамках долгосрочного инвестирования. Необходимо дождаться прояснений касательно дальнейших планов по обновлению оборудования.

Акции «Русгидро» значительно убавили в цене за прошедший год. В текущем году будет пройден пик по инвестиционной программе в размере 124 млрд. рублей. Через год она составит уже 94 млрд. руб и продолжит снижаться до окончания в 2023 году. Данные вложения негативным образом сказываются на свободном денежном потоке.

Компания планирует приблизить значение показателя чистого долга к 0 до 2023 года, однако планы по модернизации мощностей на востоке могут усложнить данный процесс.

МОСКВА. 26 марта. ТАСС – Генерирующая компания «Русгидро» планирует модернизировать в рамках новой программы модернизации энергомощностей, разрабатываемой правительством, порядка 1,3 ГВт мощностей на Дальнем Востоке. Компания оценивает инвестиции в этот проект на уровне 300-350 млрд. рублей, сообщил топ-менеджер компании в рамках телефонной конференции.

26 марта. ТАСС – "По предварительным оценкам нашим, компании, объем модернизируемой и замещаемой мощности в ДФО составляет порядка 1,3 ГВт - это не более 3,5% от всего объема заявленной программы. Но минимально необходимый объем инвестиций на модернизацию тепловой генерации составляет порядка 300-350 млрд. рублей с реализацией проектов в течение 5-10 лет", - сказал он.

При этом топ-менеджер подчеркнул, что этот объем инвестиций не планируется на данный момент включать в инвестиционную программу группы.

"Это не средства, которые мы хотим включить в инвестиционную программу группы на данный момент времени, а лишь та сумма инвестиций, которая может быть направлена на реализацию проектов, в том числе с учетом механизма надбавки в случае принятия конкретных титулов, точек реализации конкретной программы", - сказал представитель компании.



Рисунок 6. Динамика изменения рыночной капитализации и чистого долга «Русгидро»

По сравнительным коэффициентам акции компании можно считать переоцененными. Давление на свободный денежный поток сделало сравнительный коэффициент с применением данного показателя самым слабым среди конкурентов. Помимо сравнительного анализа, также не радуют и дивиденды, доходность которых составляет около 3,6%. Несомненно, реализация всех проектов даст значимый эффект в будущем, однако на текущий момент, при участии компании в новой программе договоров предоставления мощностей, ее акции не рекомендуются к покупке.

«Интер РАО» в текущем году завершило свою инвестиционную программу по договорам на поставку мощности. Всего в ходе реализации программы было обновлено около 20% мощностей компании.

13 марта. Коммерсант – «Интер РАО» сдала в Уфе новые энергоблоки на Затонской ТЭЦ (два блока по 220 МВт, принадлежат входящей в холдинг Башкирской генерирующей компании — БГК). Это последний генерирующий объект, который «Интер РАО» должно было построить в рамках своей обязательной инвестпрограммы по договорам на поставку мощности (ДПМ, гарантируют возврат инвестиций за счет повышенных платежей потребителей оптового энергорынка). Стоимость строительства ТЭЦ, по оценке главы «Интер РАО» Бориса Ковальчука, составила 22 млрд. руб. без НДС.

...

По оценке главы группы исследований и прогнозирования АКРА Натальи Пороховой, «Интер РАО» будет получать повышенные платежи за мощность по ДПМ вплоть до 2027 года, за этот период компания совокупно получит с оптового рынка до 580 млрд. руб.

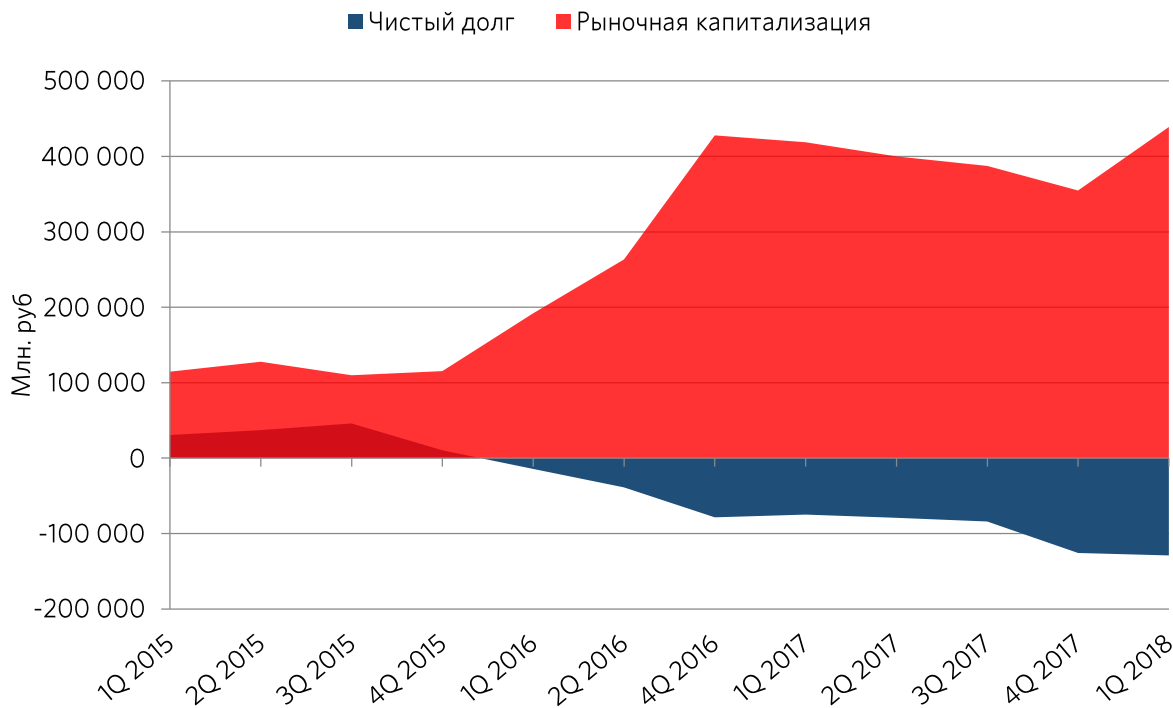


Рисунок 7. Динамика изменения рыночной капитализации и чистого долга «Интер РАО»

Текущее состояние чистого долга является лучшим среди конкурентов, что дает широкие возможности в направлениях M&A, инвестициях в строительство или выкупа акций. Окончания объемных затрат на инвестиционную программу в сочетании с получением повышенных платежей ДПМ только увеличат возможности компании в данных направлениях.

Доля мощностей, нуждающихся в обновлении, составляет около четверти по заявлениям самой компании. Данный объем можно считать значительным, однако текущее финансовое состояние позволяет произвести необходимые вложения без его существенного изменения.

В данном случае низкую дивидендную доходность (около 3%) компенсирует значительный потенциал роста компании. В основном, сравнительные коэффициенты находятся ниже среднего значения. В совокупности со значительным потенциалом развития, акции компании по-прежнему можно рассматривать к покупке.

Значительно хуже конкурентов выглядят акции «Юнипро». Компания не отошла от аварии на Березовской ГРЭС, которая произошла в 2016 году. Также ожидается решение по штрафу от ФАС России.

24 мая. Рамблер – Федеральная антимонопольная служба (ФАС) России рассчитывает в июне 2018 года определить размер штрафа для энергетической компании «Юнипро» за нарушение закона о конкуренции. Об этом сообщил RNS в кулуарах Петербургского международного экономического форума замглавы ведомства Виталий Королев.

«Пока не завершен подсчет. Я дал поручение в июне закончить. Шансы есть в июне», — отметил он.

Ранее ФАС планировала определить размер штрафа для «Юнипро» в мае.

Замглавы ФАС Виталий Королев ранее пояснял, что по закону штраф может составить от 1 до 15% от оборота компании.

26 января 2018 года ФАС признала «Юнипро» и «Системный оператор ЕЭС» виновными в злоупотреблении доминирующим положением, выраженным в отказе от начала тестирования оборудования энергоблока №3 филиала «Березовская ГРЭС» сразу после аварии. В части обвинения в антиконкурентном соглашении дело было закрыто за отсутствием доказательств.

Третий блок будет введен в эксплуатацию только в третьем квартале 2019 года. Пик по платежам ДПМ придется примерно на это же время (на время ремонта платежи отсутствуют). В работы по восстановлению инвестировано около 17 млрд. рублей. До завершения предстоит вложить еще около 20 млрд. рублей. Сравнительные коэффициенты находятся у верхних границ отраслевых значений за исключением чистого долга. По двум из пяти значений компания является самой дорогой среди конкурентов. Дивидендная доходность «Юнипро» не выделяется и на текущий момент составляет менее 4%. Таким образом, рекомендуется отложить рассмотрение идеи покупки данной бумаги до 2019 года.

Аутсайдером сектора по сравнительным коэффициентам можно выделить компанию «Энел Россия». Большая часть показателей находится у верхней границы отраслевых значений.

Одной из главных проблем у данной компании, как и у «Мосэнерго», являются устаревшие мощности. В ближайшие годы «Энел» начнет их обновление.

25 октября. Ведомости – Модернизация потребует 40% энергоблоков «Энел Россия» (у итальянской Enel – 56%), средний возраст всех четырех электростанций компании превысил 30 лет, говорится в ее материалах, с которыми ознакомились «Ведомости». Под модернизацию попадет 2,6 ГВт энергомощностей «Энел Россия» и это будет стоить ей 78 млрд. руб., оценивает аналитик Renaissance Capital Владимир Скляр.

...

У «Энел Россия» были планы модернизировать станции, но девальвация рубля и замедление темпов роста цен на газ их нарушили, напоминает он. Участие в модернизации увеличит денежный поток станции на горизонте 15–20 лет за счет повышенных платежей и повысит ее стоимость, ожидает он. Станции с заключенными ДМП стоят дороже. Например, «Интер РАО» в 2015 г. выкупила у ОГК-2 ДПМ-контракт на Серовскую ГРЭС с оплатой в виде погашения штрафов за просрочку с вводом в эксплуатацию, напоминает эксперт.

«Энел» близка к завершению продажи Рефтинской ГРЭС. Изначально планировалось выручить 35 млрд. рублей, однако на текущий момент обговаривается цена около 20 млрд. рублей. С одной стороны, с продажей данного актива компания потеряет около 40% электрической мощности. С другой стороны, снизит валютные риски, так как больше не будет нуждаться в угле из Казахстана. Вполне вероятно, что полученные с продажи средства будут направлены на строительство двух ветропарков, инвестиции в которые также составляют около 20 млрд. рублей.

25 мая. Коммерсант – СГК осталась единственным претендентом на покупку Рефтинской ГРЭС у «Энел Россия», подтвердили “Ъ” три источника на энергорынке. По словам одного из них, стороны согласовывают цену сделки, сейчас торг идет в районе 21 млрд. руб. В «Энел Россия» и СГК сделку не комментируют, но глава Enel Франческо Стараче на Петербургском международном экономическом форуме (ПМЭФ-2018) сообщил, что переговоры по покупке ГРЭС свелись к одному участнику, не раскрыв потенциального покупателя. «Я надеюсь, что сделка будет finalized очень скоро,— пояснил господин Стараче (цитата по «Интерфаксу»).— Конечно, потом передача компании со всеми административными и бюрократическими вопросами займет несколько месяцев, так что вся сделка будет закрыта до конца года».

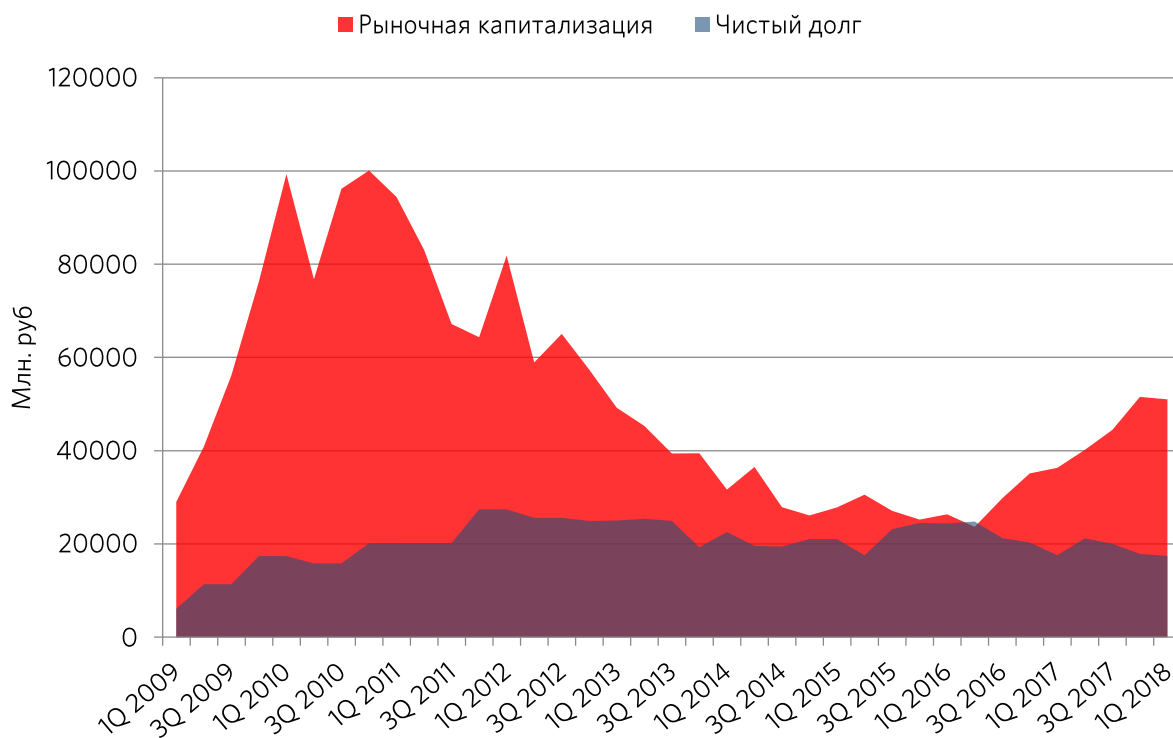


Рисунок 8. Динамика изменения рыночной капитализации и чистого долга «Энел Россия»

Несмотря на крупные затраты, компания продолжит исправно платить дивиденды акционерам. «Энел» оценивает ситуацию на ближайшие годы следующим образом:

«Принимая во внимание капитальные затраты на новое строительство и текущую дивидендную политику, Компания прогнозирует отрицательный свободный денежный поток, до выплаты дивидендов за 2018-2020 годы, в размере 3,7 млрд. рублей. Учитывая выплату дивидендов в 4 раз в размере 14,8 млрд. рублей, что составляет значительную часть свободного денежного потока от тепловой генерации, Компания ожидает суммарный отток денежных средств в размере 18,6 млрд. рублей. Чистый долг увеличится с запланированных на конец 2017 года 19,8 млрд. рублей до 38,4 млрд. рублей на конец 2020 года.»

Также предполагается увеличение соотношения чистого долга к EBITDA до 2,1 к 2020 году. Слабые сравнительные характеристики в совокупности с неудачной по цене продаж Рефтинской ГРЭС уменьшают привлекательность данной бумаги на текущих ценовых значениях, несмотря на высокую дивидендную доходность (около 10% на текущий момент).

Подводя итог, можно отметить компаний «ТГК-1» и «Интер РАО». Первая выделяется как стоимостная идея. Обновленные мощности, предстоящий в ближайшем будущем пик по платежам ДПМ в совокупности с низкими сравнительными коэффициентами расширяют потенциал роста котировок. «Интер РАО», при умеренных значениях мультипликаторов, обладает значительными возможностями по расширению бизнеса, что должно положительно сказаться на динамике цен на акции.

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

Андрей Викторович Рагозин

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

Полина Юрьевна Шарапова

Специалист по розничным продажам
(342) 210-59-89
sharapova@pfc.ru
