

## Консолидация КЭС-холдинга. А стоит ли участвовать?

**Неудача объединения КЭСа (Комплексные Энергосистемы) и ГЭХа (Газпром энергохолдинг) в текущем виде вынуждает менеджеров КЭС холдинга начинать консолидацию активов на базе ТГК9. Уже на слухах об этом акции взлетели в 2 с лишним раза. Стоит ли участвовать в этом?**

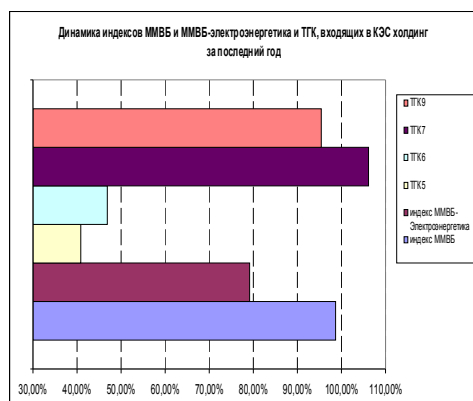
- Несколько недель назад акции ТГК, входящих в КЭС-холдинг, начали сильный рост на слухах о консолидации на базе ТГК9. После роста в 2-2,5 раза они скорректировались на половину величины роста, после чего ушли в консолидацию. Мы считаем, что на текущий момент времени отыгран первый этап, связанный с появлением первых новостей об объединении ТГК уже в ближайшем будущем. Сейчас инвесторы дожидаются более определенной ситуации относительно того, какой конкретно сценарий в итоге реализуется, для того, чтобы начать вторую волну повышения котировок по акциям тех ТГК, где обнаружится “сюрприз”.

- Мы думаем, что существует два основных сценария относительно ТГК, входящих в КЭС холдинг: либо консолидация на базе ТГК9 и последующая продажа объединенной компании ГЭХу, либо сначала продажа (обмен) акций ТГК7 и ТГК6 ИнтерРао, включая энергосбыты ТГК9, а уже потом объединение ТГК5 и ТГК9 и последующая продажа “за долги” пакета КЭСа Роснефтегазу. В любом случае, та или иная схемы произойдут в течение следующих полугода-года, так как основному акционеру КЭСа В. Вексельбергу потребуются скоро наличные денежные средства для вероятной допэмиссии Русала в 2013 году.

- Мы считаем, что более интересной на сегодня ставкой является покупка акций ТГК7 и ТГК6. Основной смысл ставки заключается в том, что крупными миноритариями здесь являются ИнтерРао и фонд Prosperity, которые способны доставить массу головной боли КЭСу в случае заниженной оценки этих ТГК. Более того, “миноритарии” (в сумме владеющие порядка 55%) могут даже перехватить контроль над ТГК6, что делает более вероятной справедливую оценку компаний при объединении на базе ТГК9 и, соответственно, цены выкупа у миноритариев. В случае продажи пакетов КЭСа в вышеозначенных компаниях ИнтерРао, миноритарии опять же не окажутся в проигрыше, так как и здесь их ждет выкуп по рыночным оценкам. В целом, мы советуем спекулятивно покупать акции ТГК7 и ТГК6 с потенциалом роста в диапазоне от 43% до 66% и от 183% до 281% соответственно.

- Что касается перспектив ТГК5 и ТГК9, то мы считаем, что они уже справедливо оценены рынком и не дают какого-то значимого потенциала роста при консолидации на базе ТГК9 (потенциал до вероятной цены конвертации для ТГК5 и ТГК9 составляет от -21% до 37% и от 1% до 37% соответственно).

	EV/мощность \$ за квт. Мощности	EV/EBITDA 2012 ож.
ТГК-5	247,9	16,6
ТГК-6	129,4	7,2
ТГК-7	273,56	14,45
ТГК-9	460,47	16,2



Как и многие другие частные российские инвесторы, КЭС холдинг надеялся “прокатиться” на волне изменений в отрасли

### Предыстория.

КЭС-холдинг начал скупать активы еще в докризисное время, причем даже раньше, чем началась волна приватизации и либерализации отрасли, инициированная А.Чубайсом. В частности, акции частей будущих ТГК начали скупаться еще в середине 2000-х годов. В результате холдинг набрал в ряде компаний по 20-30% акций. Дальше-больше: в 2007-2008 годах КЭС в рамках приватизации купил все свои текущие генерирующие активы по типичной схеме тех лет: сначала доэмиссия, которая оставалась для финансирования инвестпрограммы компании, а потом выкуп большей части оставшегося пакета у РАО ЕЭС. При этом, Вексельберг смог договориться о поэтапной оплате большей части акций, купленных у РАО ЕЭС.

В целом, как и многие другие частные российские инвесторы, холдинг надеялся “прокатиться” на волне изменений в отрасли, которые обещали высокий темп роста цен и спроса на электричество, который бы легко съедался быстрорастущей экономикой, которой являлась РФ до 2008 года (темп роста экономики доходил до 6-7% годовых). При этом, основная масса инвестиций была бы потрачена на де-факто строительство новых электростанций, тарифы на мощность по которым бы гарантировались в рамках ДПМ (договор на поставку мощности), а не на покупку старых мощностей. Пока же идет строительство новых станций можно было бы привлечь крупного иностранного стратегического инвестора, который за долю в компании помог до конца профинансировать строительство станций. А в дальнейшем можно и совсем уж сбавить активы “иностранцу”, но уже по принципиально другим ценам. В частности, основная масса приватизированных ОГК и ТГК продавалась по ценам 500-700\$ за Квт против средней докризисной оценки генерирующих активов в развитых странах на уровне 1200-1500\$ за Квт мощности.

Несмотря на ожидания, кризис поставил все на свои места. Сначала генерация оказалась среди лидеров падения на рынке акций, что оказалось первым негативным сюрпризом для инвесторов в сектор. На волне этого пессимизма во второй половине 2009 года КЭС холдинг отказался от покупки 24% ТГК6 и 32% ТГК7, которые в итоге достались ИнтерРао.

Дальше начались проблемы в регуляционном поле в 2011 году. После либерализации цен на электроэнергию и одновременного перехода ряда МРСК на RAB-регулирование наблюдался резкий скачок цен, который стал сюрпризом для властей. В результате, по мере приближения к выборам 2012 года все больше стало озвучиваться норм, которые должны были бы сдержать конечный рост цен на электроэнергию в среднесрочной и краткосрочной перспективе на околоинфляционном уровне. Наиболее остро эти меры затрагивали, как и ожидалось, сектор теплогенерирующих компаний, так как они имели, в среднем, более изношенные мощности, чем, например, ОГК. Кроме того, ТГК, имея более высокий расход топлива при производстве электроэнергии из-за параллельного производства тепла, так и не смогли этим воспользоваться из-за нежелания правительства переводить производство и передачу тепла на рыночные рельсы.

Переговоры с ГЭХом относительно объединения начались из-за разочарования Реновы в либерализации сектора

В итоге, ТГК, входящие в КЭС-холдинг, с либерализацией так и не начали приносить те прибыли, на которые была надежда. Более того, так как, ТГК имели крупные инвестобязательства в рамках ДПМ, а покупка активов до кризиса осуществлялась на заемные деньги, потребовались крупные вливания собственного капитала, которого у В.Вексельберга в нужных количествах и не было физически и не было желания инвестировать. В таких условиях родилась идея “свалить” все обязательства на госструктуру, которая бы имела свободные денежные средства и при этом имела бы интересы в электроэнергетике. Идеальным кандидатом на такую госструктуру был ГЭХ (Газпром энергохолдинг). С одной стороны, материнская структура холдинга Газпром имел более чем достаточные свободные средства, а, с другой стороны, он имел также потенциально и интерес, по крайней мере, к части активов холдинга, а именно к ТГК7 и ТГК6, которые имеют долю газа в топливном балансе 98% и 90% соответственно и при этом составляют 44% и 21% соответственно в общей мощности КЭСа.

В 2011 году начались переговоры относительно объединения двух холдингов. Сначала, на предварительных переговорах удалось договориться, что в объединенной структуре, 25%+1 акция достанется КЭСу и 75%-1 акция для ГЭХу. Однако, уже во время due diligence КЭСа в конце прошлого года выяснились неприятные подробности. Оказалось, что долги КЭСа составили 160 млрд. рублей, включая 30 млрд. долга Ренове В.Вексельберга, 25млрд. рублей на депозитах и порядка 25 млрд. рублей перед ТГК, входящими в холдинг. Естественно, что найденные долги расстроили сделку, ведь оценка всего КЭСа была сравнима с величиной долгов.

Тем не менее, желание В.Вексельберга избавиться от своих энергоактивов не угасло по объективным причинам, связанным, кроме разочарования в электроэнергетике, в назревшем конфликте с Дерипаской в рамках компании Rusal. В частности, сейчас Rusal, находясь в не лучшей финансовой форме (негативная внешняя конъюнктура+высокий долг+проблемы с профсоюзами), имеет туза в рукаве в виде блокирующего пакета в Норникеле, который Дерипаска не продает только из-за амбиций поглотить Норникель. В результате, сейчас ситуация складывается таким образом, что в ближайшее время будет осуществлена масштабная допэмиссия в алюминиевом гиганте. Вероятно, Ренова В.Вексельберга планирует поучаствовать в ней для того, чтобы с другими партнерами сначала попытаться перехватить контроль над Русалом. А уже затем наконец продать пакет Норникеля. Но для участия в допэмиссии нужны деньги (по нашим оценкам порядка 2-3 млрд.\$). Конечно, оптимально было бы продать долю в ТНК-ВР, но проблема, может быть, в недостатке времени (мы ожидаем, что выкуп доли российских акционеров в ТНК-ВР случится не раньше середины следующего года). Соответственно, остается КЭС холдинг.

Взять кредит под залог акций кредит не получится: уже все перезаложено. Остается только кому-то продать акции (оптом или в розницу), тем более, что денег, если смотреть на оценку КЭС до нахождения дополнительных долгов, в принципе должно хватить.

В итоге, мы приходим к нескольким вероятным сценариям реорганизации, которые и будут рассмотрены ниже.

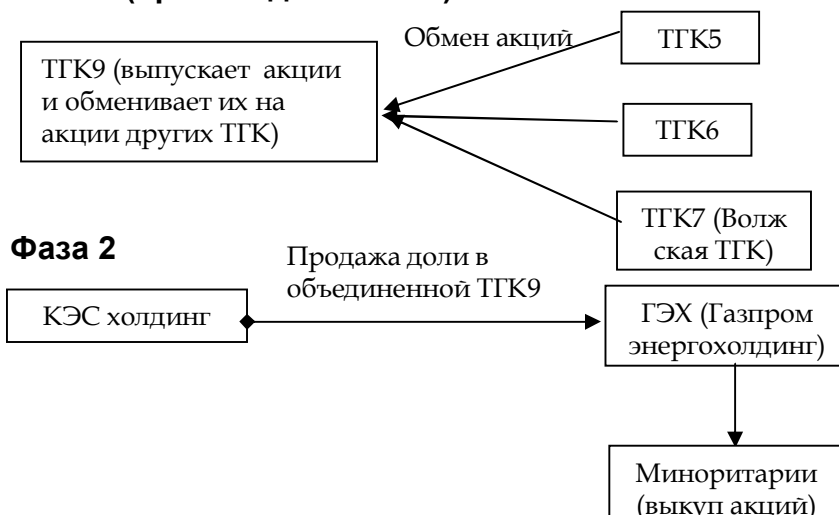
## Вариант 1. “Нет” значит “Да, но позже” и в другой конструкции.

Первый сценарий подразумевает, что ГЭХ, отказавшись от сделки в начале года, не согласился лишь с конфигурацией, а не с сутью сделки, т.е. он не согласен покупать КЭС холдинг с его колоссальными долгами, но рассмотрит сценарий покупки только акций ТГК, составляющих холдинг.

Таким образом, сначала происходит объединение активов КЭС на базе ТГК9 (при обособлении самих по себе обязательств холдинга), после чего происходит централизованная продажа доли КЭС в объединенной компании ГЭХу.

При этом, что касается времени реализации сценария, нужно понимать, что КЭСу нужно успеть к моменту наступления штрафов за неисполнение ДПМ договоров и одновременно к вероятному моменту потенциального IPO ГЭХа. Оба условия подразумевают, что все формальности должны быть улажены до начала 2014 года. Иными словами, на обе фазы у КЭС есть максимум 1,5 года. Учитывая стандартную продолжительность процедур слияния/поглощения таких крупных корпораций, на окончание Фазы 1 у КЭС остается 2-3 квартала, при этом с параллельными переговорами с ГЭХом о поглощении.

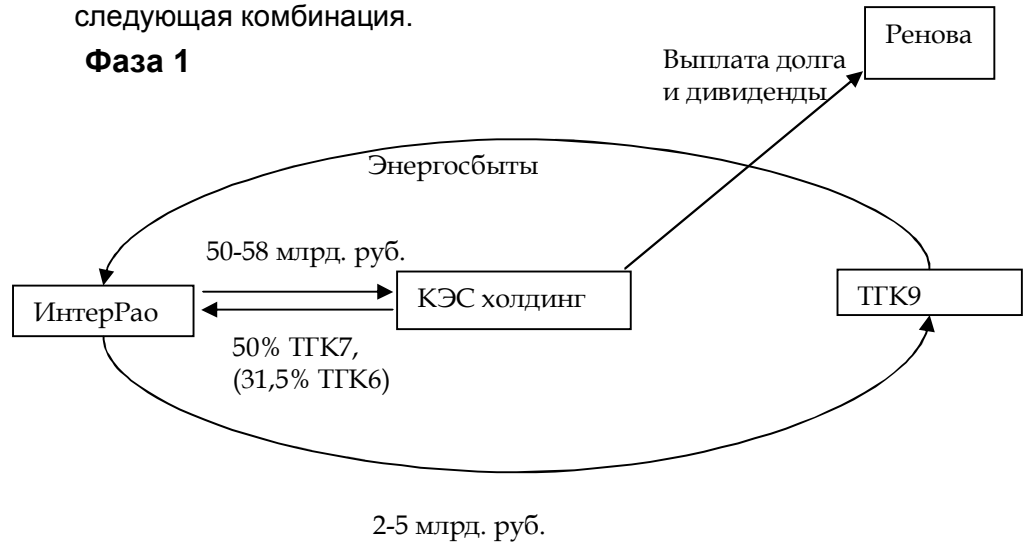
### Фаза 1 (происходит сейчас)



## Сценарий 2. “Нет” значит “Нет”.

Во втором сценарии подразумевается, что после неудачи относительно объединения с КЭС холдингом, ГЭХ отказался от поглощения всех четырех ТГК и сохранил интерес только к наиболее газовым ТГК, т.е. ТГК7 и, возможно, ТГК6. Таким образом, вероятна следующая комбинация.

### Фаза 1



Первый этап подразумевает, что параллельно будет происходить 2 процесса: обмен активами между ИнтерРао и КЭСом и консолидация оставшихся ТГК на базе ТГК9.

Обмен активами между КЭСом и ИнтерРао, в первую очередь, коснется ТГК7 (Волжская ТГК), так как здесь наиболее понятна стоимость и она больше всех интересует ГЭХ (из-за газового энергодобавления), а также ТГК6. Кроме того, вероятно, в сделке будут участвовать энергосбыты ТГК9, так как, с одной стороны, сбыты как бизнес, на текущий момент неинтересны, а, с другой стороны, ИнтерРао выступает всероссийским собирателем сбытов.

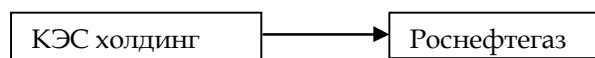
По нашим оценкам, стоимость EV ТГК7 и ТГК6 составит порядка 82,5-95 млрд. рублей (при ожидаемой величине EBITDA в 12,7 млрд. рублей в 2013 году и мультипликаторе 6,5-7,5) и 27,5-35 млрд. рублей (при ожидаемой величине EBITDA порядка 5 млрд. рублей в 2014 году и мультипликаторе 5,5-7). Дисконт по мультипликатору в ТГК6 связан с высоким риском просрочки более чем на 1 год ввода ДПМ мощностей, что приведет к санкциям со стороны регулятора. После возвратов долгов КЭСа свои дочкам и учитывая еще не оплаченную до конца инвестпрограмму и долги самих ТГК, можно предположить, что конечная рыночная капитализация будет находиться в диапазоне 80-92,5 млрд. рублей для ТГК7 и 21,5-29 млрд. рублей для ТГК6. Кроме того, приблизительная цена сбытов ТГК9 оценивается в 2-5 млрд. рублей.

В конечном итоге, покупателем ТГК7 и ТГК6 выступит все тот же ГЭХ, но КЭС холдинг получит преимущество во времени в получении наличных, в отличие от сценария со слиянием с ГЭХом всего КЭСа.

После продажи долей в ТГК7 и ТГК6, вероятно, произойдет консолидация ТГК5 и ТГК9. Мы оцениваем текущую стоимость EV и капитализации ТГК5 в 5-8 млрд. рублей и 4-7 млрд. рублей соответственно (с учетом требуемых инвестиций в 26,9 млрд. рублей в ближайшие 2 года) и ТГК9 в 56,5-65,2 млрд. рублей и 24,5-33,2 млрд. рублей соответственно (с учетом требуемых инвестиций в млрд. рублей в ближайшие 2 года).

## Фаза 2

После объединения ТГК5 и ТГК9, мы ожидаем, что КЭС холдинг будет поглощен Роснефтегазом за долги.



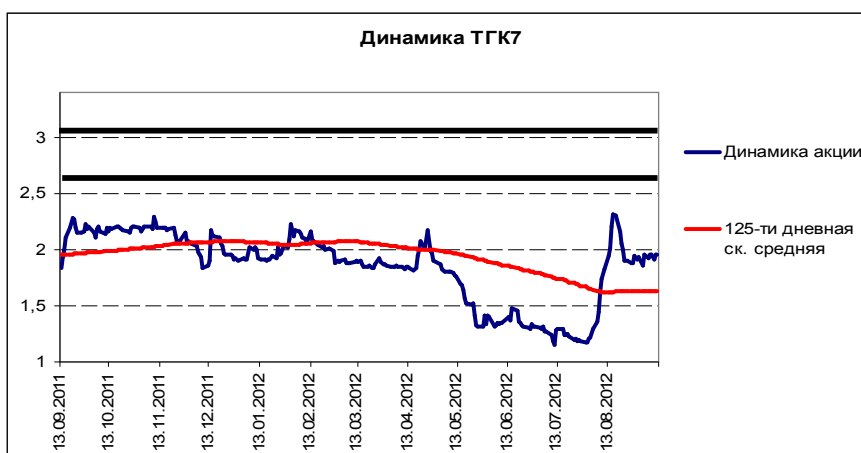
“+” для Реновы	“-” для Реновы	“+” для миноритариев	“-” для миноритариев
<b>Первый сценарий</b>			
Избавление от всех энергоактивов в один удар	Долго ждать (до момента получения живых денег пройдет минимум 2-3 года), что исключит полномасштабное участие Вексельберга в будущей допэмиссии Русала	Скорее всего будет осуществлен выкуп акций, по крайней мере в ходе объединения на базе ТГК9	Выкуп акций при объединении будет проходить, скорее всего, по полугодовой скользящей средней
Получение доли в гораздо более ликвидной компании с перспективой дорогого выхода на IPO ГЭХа	Получение в СП с ГЭХом существенно меньше 25%	Перед вероятным IPO ГЭХа в 2015 году будет проведена консолидация активов и выкуп акций у миноритариев соответственно	Также вероятно что после продажи ГЭХу будет произведена масштабная допэмиссия для финансирования инвестпрограммы
<b>Второй сценарий</b>			
Фактические деньги от продажи КЭСа (возврат долга Ренове и дивиденды) будут получены быстро, в течение полугода-года, через продажу пакетов в ТГК7 и 6 ИнтерРао.	Фактически денег будет получено меньше, чем в первом сценарии	Выкуп у акционеров ТГК7 и ТГК6, вероятно, будет происходить по цене сделки, а не по полугодовой скользящей средней.	Миноритарии ТГК5 и ТГК9, скорее всего, получат оферту только при объединении и только по полугодовой скользящей средней
		После перехода к ГЭХу в ТГК7 и ТГК6 вряд ли произойдут допэмиссии	Роснефтегаз вряд ли захочет наращивать свой пакет за счет обязательной оферты



### Какие ставки в рамках консолидации наиболее оптимальны?

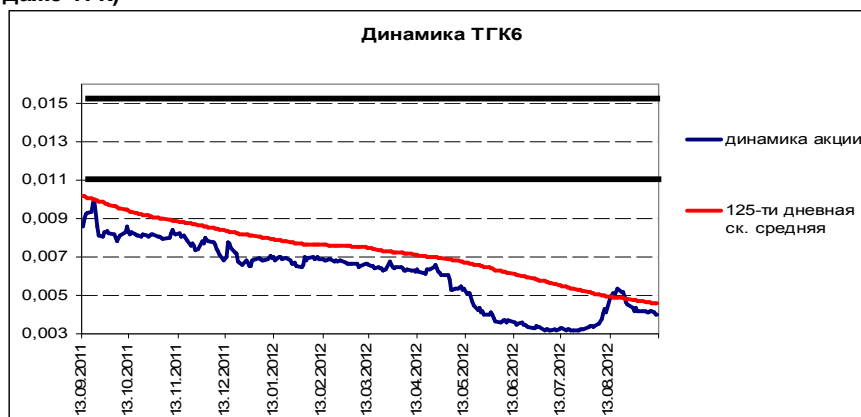
Мы считаем, что наиболее оптимальной ставкой в рамках реализации того или иного из вышеуказанных сценариев или их комбинаций является ТГК7 (Волжская ТГК) (потенциал от 43% до 66%) и чуть хуже ТГК6 (потенциал от 183% до 281%). С одной стороны, если случится первый сценарий, то оценка этих компаний будет относительно выгоднее, чем, например, у ТГК5, так как, в противном случае, ИнтерРао и фонд Prosperity попытаются перехватить контроль в ТГК6, а в ТГК7 замедлить темпы объединения. С другой стороны, во втором сценарии произойдет выкуп и явно выше, чем текущие котировки. При этом ставка на ТГК6 нами воспринимается хоть и более потенциально прибыльной, так и более рискованной, так как акционеры могут и не договориться относительно второго сценария. Кроме того, не до конца понятна оценка ТГК6 при продаже доли КЭСа ИнтерРао из-за высокого риска получения штрафа за просрочку по вводу ДПМ мощностей и начала получения полноценного денежного потока только с 2014 года.

**График 1. Динамика акций ТГК7 и полугодовой скользящей средней ( черным цветом указаны границы справедливой оценки при консолидации-продаже ТГК)**



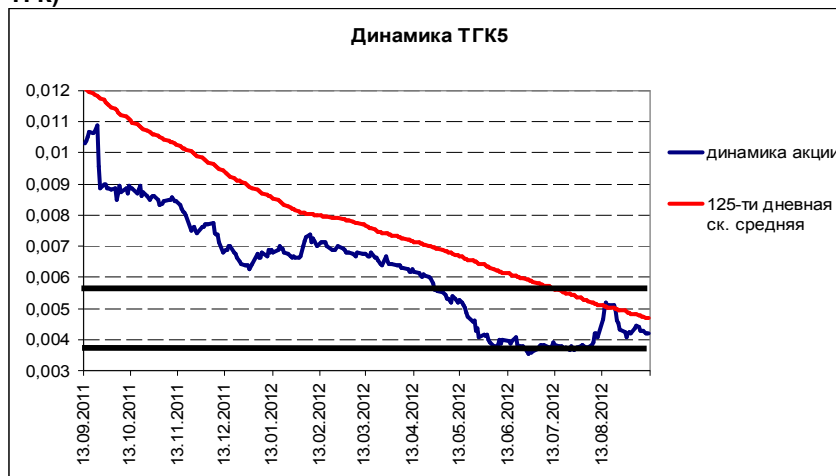
Источник: Bloomberg, расчеты ИК Проспект

**График 2. Динамика акций ТГК6 и полугодовой скользящей средней ( черным цветом указаны границы справедливой оценки при консолидации-продаже ТГК)**



Источник: Bloomberg, расчеты ИК Проспект

График 3. Динамика акций ТГК5 и полугодовой скользящей средней ( черным цветом указаны границы справедливой оценки при консолидации ТГК)

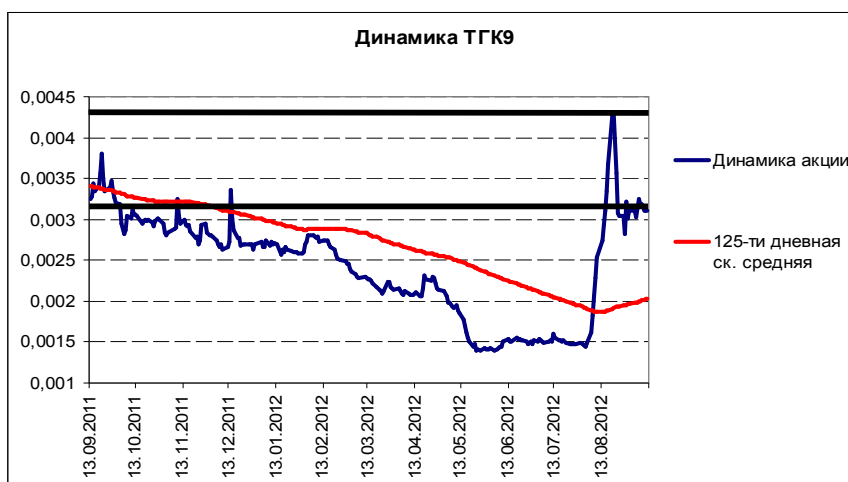


Источник: Bloomberg, расчеты ИК Проспект

Что касается ТГК5 и ТГК9, то в случае ТГК5 коэффициент априори будет ниже, как из-за более низкой доли КЭСа в компании, по сравнению с ТГК9, так и из-за отсутствия крупных заинтересованных в высокой оценке лиц. В результате, даже небольшой рост “за кампанию” с другими составными КЭСа уже через несколько недель вылился в постепенное скатывание к минимумам. Мы не видим какого-то потенциала для акций компании в среднесрочной перспективе.

В случае же ТГК9, компания, по нашему мнению, уже оценена, исходя из нижней части диапазона потенциального коэффициента конвертации, что дает незначительный потенциал роста в пределах 10%.

График 4. Динамика акций ТГК9 и полугодовой скользящей средней ( черным цветом указаны границы справедливой оценки при консолидации ТГК)



Источник: Bloomberg, расчеты ИК Проспект



## Резюме.

Мы считаем, что более интересной на сегодня ставкой является покупка акций ТГК7 и ТГК6. Основной смысл ставки заключается в том, что крупными миноритариями здесь являются ИнтерРао и фонд Prosperity, которые способны доставить массу головной боли КЭСу в случае заниженной оценки этих ТГК. Более того, “миноритарии” (в сумме владеющие порядка 55%) могут даже перехватить контроль над ТГК6, что делает более вероятной справедливую оценку компаний при объединении на базе ТГК9 и, соответственно, цены выкупа у миноритариев. В случае продажи пакетов КЭСа в вышеозначенных компаниях ИнтерРао, миноритарии опять же не окажутся в проигрыше, так как и здесь их ждет выкуп по рыночным оценкам. В целом, мы советуем спекулятивно покупать акции ТГК7 и ТГК6 с потенциалом роста в диапазоне от 43% до 66% и от 183% до 281% соответственно.

Что касается перспектив ТГК5 и ТГК9, то мы считаем, что они уже справедливо оценены рынком и не дают какого-то значимого потенциала роста при консолидации на базе ТГК9 (потенциал до вероятной цены конвертации для ТГК5 и ТГК9 составляет от -21% до 37% и от 1% до 37% соответственно).

**Аналитический отдел + 7 (495) 937 3363****Потавин Александр**

Начальник отдела  
тел.: +7 (495) 933-32-34  
доб. тел.: 6188  
[potavin@itinvest.ru](mailto:potavin@itinvest.ru)

**Самарец Ольга**

Потребительский сектор  
доб. тел.: 6170  
[samarets@prsp.ru](mailto:samarets@prsp.ru)

**Солодин Дмитрий**

Технический анализ  
тел.: +7 (495) 933-32-34  
[solodin@itinvest.ru](mailto:solodin@itinvest.ru)

**Егишянц Сергей**

Макроэкономика, мировые рынки  
тел.: +7 (495) 933-32-34  
[egishynts@itinvest.ru](mailto:egishynts@itinvest.ru)

**Наумов Александр**

Электроэнергетический сектор  
доб. тел.: 2455  
[anaumov@prsp.ru](mailto:anaumov@prsp.ru)

**Трейдинг + 7 (495) 937 3363****Лобанов Александр**

Начальник отдела  
[lobjr@prsp.ru](mailto:lobjr@prsp.ru)

**Кузнецова Ирина**

[kuznetsova@prsp.ru](mailto:kuznetsova@prsp.ru)

**Хмельник Михаил**

[hop@prsp.ru](mailto:hop@prsp.ru)

**Билялов Энвер**

[bilyalov@prsp.ru](mailto:bilyalov@prsp.ru)

**Зуев Дмитрий**

[zouev@prsp.ru](mailto:zouev@prsp.ru)

**Брокерская группа «Ай Ти Инвест - ПРОСПЕКТ»**

119180, Москва, 1-й Голутвинский пер., д. 6

Тел.: +7 (495) 937 3363

Факс: +7 (495) 937 3360

[www.prsp.ru](http://www.prsp.ru)

[www.itinvest.ru](http://www.itinvest.ru)

[www.prospect.com.ua](http://www.prospect.com.ua)

[www.plasma-prospect.com](http://www.plasma-prospect.com)

Представленная информация базируется на достоверных источниках.

Тем не менее, содержание данного аналитического обзора может использоваться только в информационных целях.

Брокерская группа «Ай Ти Инвест - Проспект» не несет ответственности за точность представленных данных.

Данный документ не является предложением на покупку или продажу каких-либо ценных бумаг.

Он также не является рекомендацией на покупку или продажу ценных бумаг, упомянутых в отчете.

Брокерская группа «Ай Ти Инвест - Проспект» и ее сотрудники, включая тех, кто готовил этот отчет, могут иметь позиции, а также покупать и продавать ценные бумаги упомянутых в отчете компаний.

Инвестирование в странах СНГ является исключительно рискованным, поэтому инвесторы должны самостоятельно тщательно проработать свое решение.

Все права на данный аналитический отчет принадлежат Брокерской группе «Ай Ти Инвест - ПРОСПЕКТ».

Перепечатка целиком или отдельными частями без письменного разрешения Брокерской группы «Ай Ти Инвест - Проспект» не допускается.