

Новации правительства, которые могут существенно изменить оценку электроэнергетики в 2013-2014 годах

В последнее время сектор электроэнергетики заметно оживился на ожиданиях того, что изменения в госрегулировании, вероятно, окажутся гораздо более благоприятными для инвесторов, чем это изначально казалось. Мы попытались кратко перечислить те изменения, которые могут произойти в секторе в ближайшие кварталы, и, в таком случае, способны изменить оценку как всего сектора в целом, так и отдельных субсекторов.

• Опасения по поводу изменения методики расчета ДПМ-тарифа. В прошлом году появились опасения относительно пересмотра вниз ДПМ тарифов на мощность из-за повышения прогноза по ценам электроэнергии на РСВ (рынок на сутки вперед) и несколько завышенного коэффициента использования мощности относительно реального. В частности, на промежутке 2013-2015 годов тариф на мощность бы сокращался для существенной части ДПМ проектов на 20-30%, после чего одномоментно компенсировался бы в 2016-2017 годах путем увеличения тарифа на 50-70%. В результате, даже, если не учитывать, что такой рост тарифов за такой небольшой промежуток времени неприемлем в любом случае, итоговая доходность ДПМ контракта понижалась бы с нормативных 14,3% на 1-2%, в зависимости от станции (или 35-70 млрд. рублей в денежном выражении), что по сути бы означало признание полудефолта всей схемы ДПМ. Тем не менее, в ноябре прошлого года заместитель главы правительства Дворкович заявил, что пересмотра ДПМ контрактов не будет, что говорит о том, что опасения оказались напрасными, а генераторы, прилично потерявшие из-за этого, уже сейчас прибавляют в цене.

• Введение социальной нормы потребления. Смысл ввода нормы заключается в уменьшении величины перекрестного субсидирования между населением и прочими потребителями, путем установления предела потребления электроэнергии на душу населения, оплачиваемого по льготным тарифам. В этом году норма заработает с апреля в 12 пилотных регионах, после чего с 2014 года норма начнет работать и в остальной стране. В целом, на текущий момент времени, конечный тариф для населения меньше аналогичного, но для прочих потребителей на 25%. По нашим оценкам, величина субсидирования сократится примерно наполовину, и, как результат, ТЭС (тепловые электростанции) в сумме получают порядка 24 млрд. рублей дополнительной EBITDA в виде увеличения доли электроэнергии и мощности, продаваемой по общим основаниям.

наши top picks в секторе

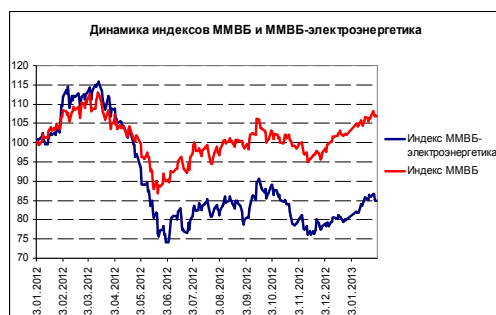
тикер	справедливая цена (руб. за акцию)	потенциал роста, %
OGKB	1,11	170
EONR	4,75	72
TGKA	0,0119	50
MSNG	2,03	30
MRKP	0,42	123
MRKV	0,17	118
MSRS	2,42	41

Источник: ИК Проспект

Динамика мультипликаторов в секторе
2012 (ож.) 2013 (ож.)

EV/EBITDA	5,8	4
P/BV	0,45	0,4
P/S	0,71	0,68
ROE	4,2	7,7

Источник: ИК Проспект



Источник: Bloomberg

Тем не менее, так до конца и не стало понятно, кто все-таки будет высчитывать эти нормы, федеральные или региональные власти, так как в зависимости от этого перекрестное субсидирование или серьезно сократится, или же сокращение сойдет на нет.

•Модернизация энерго мощностей или ДПМ. По мере того как программа по строительству ДПМ проектов постепенно подходит к завершающей фазе (а значит сектор в целом скоро получит свободные денежные средства), а также того, что износ в секторе так и остается существенным (возраст 75% оборудования уже превышает нормативный), все больше и больше разговоров идет относительно механизма модернизации устаревших мощностей. В целом, как мы понимаем, суть механизма станет известна уже в этом году и будет состоять в разделении модернизации на 2 типа. Малобюджетную (300-500\$ за квт и 1-2 года времени), больше связанную с продлением ресурса турбины, и крупнобюджетную (70-80% от цены нового строительства, 3-4 года), связанную уже с заменой турбины. В любом случае, инвестиции будут компенсировать через, вероятно, повышенный тариф на мощность на условиях, близких к текущим в ДПМ проектах. Подробности в принятии этой программы способны изменить оценку сектора достаточно существенно, так как, начиная с 2015-2016 годов в секторе генерации в целом, благодаря окончаниям ДПМ проектов, возможно начало выплат ощутимых дивидендов акционерам, и соответственно, вопрос заключается в том, какую долю от чистой прибыли они займут. Также здесь же стоит упомянуть и о том, что в этом году ожидается принятие более жестких правил по допуску на ОРЭМ (оптовый рынок электроэнергии и мощности), что позволит в перспективе 2014-2020 годов вывести существенную часть старой и немодернизированной мощности из эксплуатации, оставив лишь резерв мощности для единой энергосистемы. По нашим прикидкам, в целом по ТЭС таким образом может быть выведено 10-20% от общего кол-ва мощностей.

•Ввод тарифа “альтернативной котельной” для ТЭЦ и RAB для теплосетей. Параллельно с разговорами относительно ввода механизма по модернизации энерго мощностей планируется также и переход тарифов на тепло с ТЭЦ с принципа “издержки+” на “альтернативную котельную”, подразумевающего наименьшую цену на теплоэнергию, при которой в данной точке окупается проект (без доходности) строительства новой котельной, замещающей теплоснабжение от централизованных источников. Также рынок тепла ожидает в 2013-2014 годах переход теплосетей на RAB. Исходя, из той законодательной базы, которая уже опубликована по RABу и заявлений тех крупных инвесторов, которые либо начали инвестировать в сети, либо готовы скоро начать, можно заключить, что крупные будущие инвесторы ожидают, что IRR проектов будет приближаться к 20%, при доходности инвестированного капитала не ниже 12% (будет варьироваться в зависимости от УТМ 8-10-ти летних ОФЗ), сроке амортизации в 20 лет, а также механизме передачи экономии на операционных издержках, ремонтах и потерях теплоэнергии инвестору в заранее определенных масштабах на протяжении последующих 5-ти лет, после достижения оной.

Конечно, говорить пока о величине роста тарифа при переходе на эти принципы пока рано, так как непонятны величины бенчмарков, а также диапазоны в которых будут находиться величины наценки/дисконта относительно бенчмарка. Тем не менее, мы оцениваем, что темп роста конечного тарифа может составить в итоге 20-40% по Центральной России (только за счет этого фактора и без учета роста тарифов на газ и инфляцию). Иными словами, учитывая, что максимальный темп конечного тарифа на теплоэнергию не превысит 15% в год, переход на новые принципы составит 3-5 лет, в зависимости от региона.

•Консолидация ТСО на балансе МРСК. В последние годы в котловом тарифе энергосетей, пожалуй, самая растущая часть – это тарифы ТСО (в частности за последние 4 года при росте тарифа МРСК по стране в целом на 57%, тариф ТСО вырос в 2,4 раза). Более того, доля ТСО в общем котловом тарифе достигла 20% (120 из 620 млрд. руб. в 2012 году), что сопоставимо с выручкой ФСК. При этом, существенная часть тарифа по сути “пропадает” непонятно где, а часть ТСО вообще по сути бесхозны.. В результате, в ближайшее время может быть принято решение по принудительному лицензированию сетевой деятельности в течение 2013 года, направленное на укрупнение и дальнейшее поглощение (как в случае с ОЭКом) или присоединение к соответствующим МРСК мелких сетей.

В целом, мы считаем, что в случае реализации консолидации ТСО может выступить существенным позитивом для региональных МРСК, так как они смогут сократить собственные расходы ТСО, а, в дальнейшем, и перевести их на RAB, что позволит как повысить маржу, так и повысить базу IRAB.

•Приватизация/переход в управление МРСК. В 2013 году планируется приватизировать/перевести в частное управление 1-2 региональные МРСК. Мы считаем, что первыми претендентами на переход сначала в управление, а потом и на приватизацию являются МОЭСК и МРСК Северного Кавказа, претендентами на которые являются Газпромбанк и УК “Курорты Северного Кавказа” соответственно. С нашей точки зрения, смена менеджмента и потенциально собственника - это позитивный знак как для самих компаний, так и для отрасли в целом, так как даст надежду на установление тренда на снижение собственных издержек МРСК, которые превышают в среднем аналогичные частные (Иркутская Электросетевая компания) в 2-3 раза на 1 условную единицу. В результате, по нашему мнению, может начаться переоценка МРСК по мультипликаторам.

•**Решение проблемы “последней мили”(ПМ).** Переход большей части крупных потребителей в прошлом году и ранее на прямые отношения с ФСК ЕЭС нанес удар по выручке и EBITDA целого ряда МРСК, а особенно МРСК Сибири и МРСК Урала (ПМ в целом по МРСК оценивается нами в 55-58 млрд. рублей за 2012 год или почти 10% от общей котловой выручки). На текущий момент проблему ПМ планируют решить как через увеличение темпа роста тарифа для мелких и средних потребителей, так и через потенциальное сохранение принципа ПМ, но с её постепенным уменьшением в течение следующих 3-5 лет до нуля. Текущие оценки компаний МРСК на рынке подразумевают, что ПМ компенсирована не будет. Таким образом, если компенсацию все-таки будет, то оценка ряда компаний (МРСК Центра, МРСК Северо-Запада, МРСК Урала, МРСК Сибири, МРСК Юга) может быть пересмотрена серьезно вверх.

•**Ввод модели “идеального” энергосбыта.** После того, как в прошлом году были отменены прочие доходы энергосбытов,, сектор последние кварталы перебивается с хлеба на воду и, во многих случаях, остается устойчиво убыточным. Как результат, долги сбытов на ОРЭМе устойчиво растут и уже превысили 40 млрд. рублей. Решением проблемы, которая уже выродилась в не только периодические суды между МРСК и энергосбытами, но и в рост дебиторской задолженности у генераторов, будет расщепление платежей, поступающих от потребителей между всеми игроками на рынке и создание модели “идеального” сбыта. Ввод модели позволит как привести как сбытовую надбавку к некоему усредненному диапазону и по сути снять со сбытов ответственность относительно неплатежей, что позволит получать компаниям в секторе стабильный доход от своей деятельности, а остальным участникам энергорынка сократить размер дебиторской задолженности и, таким образом, освободить существенный объем средств.

Аналитический отдел + 7 (495) 937 3363**Солодин Дмитрий**

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

Самарец Ольга

Потребительский сектор
доб. тел.: 6170
samarets@prsp.ru

Наумов Александр

Электроэнергетический сектор
доб. тел.: 2455
anaumov@prsp.ru

Егишянц Сергей

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

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

Начальник отдела
lobjr@prsp.ru

Кузнецова Ирина

kuznetsova@prsp.ru

Зуев Дмитрий

zouev@prsp.ru

Билялов Энвер

bilyalov@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

www.itinvest.ru

www.prospect.com.ua

www.plasma-prospect.com

Представленная выше информация базируется на данных источников, которые, по мнению Брокерской группы «Ай-Ти-Инвест – Проспект», являются достоверными. Тем не менее, ни Брокерская группа «Ай Ти Инвест – Проспект», ни какое-либо лицо, причастное к составлению, подготовке, выпуску настоящего обзора, не принимают на себя никакой ответственности в отношении точности и/или полноты всей информации, содержащейся в обзоре. Любая информация и любые суждения, содержащиеся в данном обзоре, могут быть изменены без предупреждения.

Содержание данного аналитического обзора может использоваться исключительно в информационных целях. Информация, содержащаяся в обзоре, не должна расцениваться как публичная оферта, просьба, приглашение или предложение приобрести или продать какие-либо ценные бумаги, другие финансовые инструменты или услуги.

Риск наступления негативных последствий в результате использования представленных выше рекомендаций, мнений, суждений и утверждений, в полном объеме несет сам адресат информации. Брокерская группа «Ай Ти Инвест - Проспект» не несет ответственности за какие-либо убытки (прямые или косвенные) в форме реального ущерба и упущенной выгоды, возникшие в результате использования вышеизложенных сведений и материалов.

Брокерская группа «Ай Ти Инвест - Проспект» и ее сотрудники, включая тех, кто принимал участие в подготовке данного обзора, могут иметь позиции, а также покупать и продавать ценные бумаги упомянутых в отчете компаний.

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.