Матвей ТАЙЦ,
старший аналитик по электроэнергетике, «УРАЛСИБ Кэпитал»

Несмотря на завершение реорганизации РАО ЕЭС, корпоративные процессы в энергетической отрасли не утихают, вместе с тем инвестиционная активность в секторе повысилась. У инвесторов появилось понимание уровня риска и дохода как в генерирующих, так и в сетевых компаниях. После волатильности денежных потоков, которая наблюдалась в 2011–2012 годах и была связана с предвыборной кампанией, мы ожидаем стабилизации этого показателя. В то же время, в условиях более жесткого ограничения роста тарифов на ближайшие три-пять лет и высокой потребности в инвестициях компании сектора могут повысить свою активность на долговом рынке.

Андрей КУЛАКОВ,
аналитик по долговым рынкам, «УРАЛСИБ Кэпитал»

После выборного цикла

ЦЕНЫ

Сектор электроэнергетики остается во многом государственным, как с точки зрения регулирования тарифов, так и с точки зрения прав собственности — государство контролирует все крупнейшие сетевые активы и более 55% генерирующих мощностей. В предвыборный период больше внимания стало уделяться тарифному регулированию и сдерживанию конечных цен для потребителей. Так, при прогнозе роста на 2011 год на 13–15% фактический рост составил 13.5%. В 2012 году фактический рост цен на электроэнергию, с учетом десяти прошедших месяцев, ожидается на уровне 6,5%. Из-за незапланированного значительного повышения конечных цен в первом квартале 2011 года правительство пошло на жесткое ограничение роста тарифов — фактически до середины 2012 года он был заморожен. За счет административного ресурса удалось также сдержать рост цен на оптовом рынке электроэнергии. Очень хорошо видно, как сказался такой подход на финансовых показателях компаний электроэнергетики. В генерации EBITDA во втором полугодии 2011 года сократилась на 28% год к году, в первом полугодии 2012 года EBITDA также снизилась в среднем на 22%. У сетевых компаний EBITDA во втором полугодии 2011 года не изменилась год к году, в первом полугодии 2012 года EBITDA также снизилась в среднем на 8%.

В последнем прогнозе Минэкономразвития, опубликованном в сентябре, министерство ожидает рост тарифов в 2013–2015 годах на уровне 11–13%. Вряд ли фактическое повышение тарифов значительно превысит эти уровни. Базируясь на прогнозах Минэкономразвития, мы ожидаем стабилизации денежных потоков компаний на перспективу 2013–2020 годов: 11.2% CAGR EBITDA генерирующих компаний и 10.2% EBITDA в электросетевых компаниях. Дополнительный рост EBITDA сетевых компаний может стать следствием сокращения издержек, которое в долгосрочной системе тарифного регулирования будет положительно влиять на операционную рентабельность предприятий отрасли на протяжении всего пятилетнего периода регулирования. Запланированная приватизация одной-двух МРСК в 2013 году может стать еще одним стимулом для повышения эффективности в секторе распределительных сетевых компаний. Что касается генерирующих предприятий, то рост EBITDA будет достигнут в основном за счет ввода новых, более эффективных мощно-

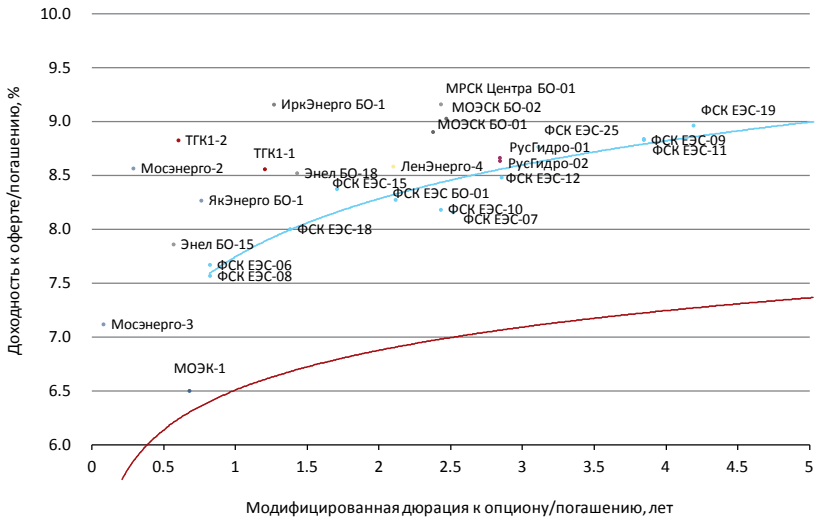

Рисунок 1

Рублевые облигации компаний электроэнергетической отрасли, 31.10.2012

> ДЛЯ ФИНАНСИРОВАНИЯ ИНВЕСТИЦИОННЫХ ПРОГРАММ КОМПАНИЯМ СЕКТОРА В 2012–2016 ГОДАХ НЕОБХОДИМО ПРИВЛЕЧЬ 540 МЛРД РУБ. ДОЛГОВОГО ФИНАНСИРОВАНИЯ

стей, а также за счет модернизации существующих энергоблоков.

КОРПОРАТИВНЫЕ ПРЕОБРАЗОВАНИЯ

Разговоры о роли «Роснефтегаза» в секторе электроэнергетики по-прежнему не утихают. Долгое время муссировались слухи о возможной передаче долей государственных компаний ФСК и холдинга МРСК, «РусГидро» и «Интер РАО» на баланс «Роснефтегаза» и активном участии последнего в финансировании инвестиционных программ путем вливания денежных средств в уставные капиталы государственных энергетических компаний.

В дальнейшем эти планы подверглись критике со стороны правительства, которое предпочитает само выступать непосредственным инвестором. Таким образом, денежные средства могут быть выведены в виде дивидендов из «Роснефтегаза» и направлены на докапитализацию энергетических компаний уже из бюджета.

По последней информации, «Роснефтегаз» тем не менее может получить около 14% в «РусГидро» в обмен на 40-процентную долю в «Иркутскэнерго», которую «Роснефтегаз» готов выкупить за 50 млрд руб. у «Интер РАО». Вопрос об объединении ФСК и холдинга МРСК по-прежнему не решен, однако от идеи перехода на единую акцию, похоже, отказались. Судя по заявлениям высокопоставленных чиновников, планируется создать единый центр управления распределительно-сетевого комплекса. В качестве предложений рассматривается создание единой управляющей компании или внесение пакета ФСК в уставный капитал холдинга МРСК. «Интер РАО» завершило формирование единого контура и перешло на единую акцию с крупными дочерними генерирующими компаниями ОГК-1 и ОГК-3, завершается консолидация генерирующих активов «Башкирэнерго».

ВЛИВАНИЯ В УСТАВНЫЕ КАПИТАЛЫ В ОСНОВНОМ ЗА СЧЕТ ГОСУДАРСТВА И ГОСУДАРСТВЕННЫХ КОМПАНИЙ

«Газпром энергохолдинг», как основной акционер, принял решение увеличить уставный капитал ОГК-2 почти в три раза для привлечения 49.5 млрд руб. с целью финансирования дефицитной инвестиционной программы компании. Холдинг МРСК также объявил о проведении дополнительной эмиссии объемом 36 млрд руб. в размере 26% для финансирования важных для государства инвестиционных проектов в Санкт-Петербурге, Сочи и на Северном Кавказе. В свою очередь, «РусГидро» объявило о дополнительной эмиссии размером 26% от уставного капитала, в результате которой компания может получить в рамках дополнительной эмиссии 50 млрд руб. от государства и 40-процентный пакет «Иркутскэнерго» от «Роснефтегаза» или от «Интер РАО».

ПРИВАТИЗАЦИЯ

В 2013 году возможна приватизация одной-двух дочерних компаний холдинга МРСК. Схемы приватизации еще не утверждены. Так как работа по большому счету еще не начата, возможны несколько схем проведения приватизации.

В одном из вариантов возможна приватизация с одновременным выделением приватизируемой МРСК из холдинга, в этом случае акционеры холдинга МРСК получат акции приватизируемой компании, по аналогии с реорганизацией РАО ЕЭС России. Возможны также прямые продажи контрольных долей холдинга МРСК в дочерних компаниях. В таком случае холдинг может направить полученные от приватизации деньги на финансирование важных государственных и социальных проектов. В целом при проведении приватизации дочерних компаний холдинга МРСК мы можем увидеть значительный интерес со стороны отечественных и иностранных стратегических инвесторов, таких как «Система», «ЕвроСибЭнерго», Enel, EDF, Fortum. При-

ватизация может пройти с премией к текущим рыночным ценам, объем приватизационных сделок составит до $1 млрд в 2013 году.

Приватизация же более крупных компаний откладывается до 2014 года. Речь идет о продаже долей в «РусГидро», ФСК и «Интер РАО». Задержка с приватизацией в 2013 году, на наш взгляд, связана по-прежнему с неопределенной ситуацией относительно роли «Роснефтегаза» в судьбе электроэнергетического комплекса, а также с огромной инвестиционной нагрузкой, которая может препятствовать осуществлению приватизационных планов. Риски, например, «РусГидро» при реализации инвестиционной программы на Дальнем Востоке состоят в отсутствии в текущем регулировании механизмов возврата на инвестируемый капитал в этом регионе. На наш взгляд, наиболее подготовленной к приватизации компанией является «Интер РАО», которое имеет понятный портфель привлекательных инвестиционных проектов и источники финансирования инвестиционной программы. Однако использование компании для реализации масштабных международных проектов может понизить ее привлекательность для частных инвесторов.

ИНВЕСТИЦИОННАЯ ПРОГРАММА

Инвестиционная программа сектора, за исключением «Росэнергоатома», на 2012–2016 годы составляет порядка 2.7 трлн руб. Из них 1.4 трлн руб. приходится на генерирующие и 1.3 трлн руб. — на распределительные компании, в том числе в 690 млрд руб. оценивается инвестиционная программа ФСК. По нашим оценкам, для финансирования инвестиционных программ компаниям сектора в 2012–2016 годах необходимо привлечь 540 млрд руб. долгового финансирования.

ОБЛИГАЦИИ

В целом облигации электроэнергетического сектора недостаточно широко представлены на публичном долговом рынке. Большинство компаний либо не присутствует на рынке вовсе, либо в их выпусках отсутствует торговая ликвидность, что не позволяет находить или реализовывать торговые идеи в них. Наибольший объем в обращении среди облигаций электроэнергетического сектора приходится на бумаги распределительных компаний, и прежде всего, разумеется, на облигации ФСК ЕЭС. Ее бумаги, обладающие рейтингами инвестиционного качества, воспринимаются как квазигосударственный долг, предлагающий премию около 140–160 б.п. (в зависимости от срочности) к суверенному внутреннему долгу и являющийся его хорошей заменой с точки зрения размещения свободной ликвидности. Облигации ФСК отличаются наличием длинных выпусков (до 5.6 года по модифицированной дюрации), столь нехарактерных для локального долгового рынка. Мы позитивно оцениваем кредитное качество компании, однако видим возможность для расширения кредитного спреда ввиду грядущего роста долговой нагрузки (из-за реализации указанной выше масштабной инвестпрограммы). С другой стороны, отказ правительства от идеи слияния ФСК и холдинга МРСК должен быть позитивно воспринят держателями облигаций компании, так как это позволит ей избежать снижения рентабельности и возможного понижения рейтинга. Также грядущая либерализация долгового рынка, на наш взгляд, может привлечь больший спрос на высококачественные корпоративные выпуски инвестиционного рейтинга (к коим относится и ФСК), нежели на суверенный долг.

Однако более интересным может оказаться рынок первичных заимствований — учитывая высокую необходимость в привлечении долгового финансирования на реализацию инвестпрограммы, ФСК достаточно активно предлагает новые займы. И хотя часто размещения проходят достаточно агрессивно, порой все же появляется возможность заработать дополнительные 10–30 б.п. спекулятивной премии к вторичному рынку. В этом же контексте могут быть интересны бумаги других сетевых компаний. Так, например, при недавнем размещении МОЭСК озвучила интересные ориентиры, предлагающие премию к вторичному рынку, несмотря на положительную конъюнктуру. При этом на вторичном рынке потенциал сужения спреда уже во многом отсутствует. Хорошим драйвером нивелирования спреда распределительных компаний, «дочек» холдинга МРСК, к кривой ФСК мог бы послужить фактор слияния двух компаний, однако, как мы уже указывали выше, он, видимо, утратил свою актуальность.

«ПРИ ПРОВЕДЕНИИ ПРИВАТИЗАЦИИ ДОЧЕРНИХ КОМПАНИЙ ХОЛДИНГА МРСК МЫ МОЖЕМ УВИДЕТЬ ЗНАЧИТЕЛЬНЫЙ ИНТЕРЕС СО СТОРОНЫ ОТЕЧЕСТВЕННЫХ И ИНОСТРАННЫХ СТРАТЕГИЧЕСКИХ ИНВЕСТОРОВ, ТАКИХ КАК «СИСТЕМА», «ЕВРОСИБЭНЕРГО», ENEL, EDF, FORTUM»