

РОССИЙСКАЯ ЭЛЕКТРОЭНЕРГЕТИКА

Превращение в прекрасного лебедя

Интер РАО **ПОКУПАТЬ**
Целевая цена **4,5 руб.**
Потенциал роста **47%**

Юнипро **ПОКУПАТЬ**
Целевая цена **3,5 руб.**
Потенциал роста **25%**

Русгидро **ПОКУПАТЬ**
Целевая цена **1,0 руб.**
Потенциал роста **35%**

Энел Россия **ДЕРЖАТЬ**
Целевая цена **1,0 руб.**
Потенциал роста **15%**

(\$ млн)	IRAO	UPRO	HYDR	ENRU
Цена (акц., руб.)	3,1	2,80	0,76	0,87
Рын.кап.	\$3 934	\$2 708	\$4 261	\$470
Free float	19%	16%	28%	11%
Рын.ст-ть. free float	\$752	\$441	\$1 205	\$50
Ср.дн.об.торг.за 12М	\$2,1	\$1,4	\$4,6	<\$1
ОЦЕНКА (17П)	IRAO	UPRO	HYDR	ENRU
P/E (x)	4,6	6,8	6,8	7,6
EV/EBITDA (x)	2,3	3,6	3,6	3,9
EV/Sales (x)	0,2	1,9	1,1	0,7
EV/кВт, \$/кВт	\$87	\$220	\$185	\$90
16Е EBITDA, \$/кВт	\$38	\$24	\$35	\$21
P/BV (x)	0,5	1,8	0,4	0,8
ROIC (%)	11%	21%	5%	8%
Дох. FCF 16П (%)	19%	9%	отр.	отр.
Див.дох.16П (%)	6%	10%	9%	4%
ДИНАМИКА	IRAO	UPRO	HYDR	ENRU
1М (%)	17%	-3%	10%	3%
3М (%)	23%	2%	24%	30%
12М (%)	192%	-4%	23%	10%
52-нед.макс.	3,25	3,32	0,83	0,90
52-не.мин.	1,05	2,40	0,56	0,64

После пяти лет отставания от рынка из-за сильного ужесточения регулирования в предвыборном 2011 году российский сектор электроэнергетики стал лидером роста по результатам с начала года. Несмотря на рост отраслевого индекса на 71%, он лишь частично отыграл снижение после распродажи 2011-13 гг. Более того, его фундаментальные факторы этого сектора существенно улучшились, и мы ожидаем, что они будут далее укрепляться. Учитывая это, мы полагаем, что акции российских генерирующих компаний предполагают огромный потенциал роста. Мы начинаем аналитическое освещение четырех генерирующих компаний, при этом «Интер РАО» и «Юнипро» являются нашими фаворитами, и мы присваиваем им рекомендацию **ПОКУПАТЬ**. Также мы присваиваем рекомендацию **ПОКУПАТЬ** «Русгидро», поскольку нам импонируют ее дивидендная политика и контроль затрат, хотя весьма вероятное размещение акций ограничивает ее потенциал. Мы присваиваем акциям «Энел Россия» рекомендацию **ДЕРЖАТЬ**, поскольку мы не видим каких-то катализаторов для ее акций, которые предполагают скромные дивиденды в следующем году.

Парадигма изменилась; больше не гадкий утенок. Высокие капитальные затраты снижаются, долг сокращается, некоторые компании («Юнипро», «Интер РАО») уже в чистой денежной позиции, и в результате компании имеют солидный FCF, которого не было видно несколько лет из-за фазы интенсивных инвестиций. Соответственно, с 2015 года возобновились солидные дивидендные выплаты. Эта парадигма абсолютно отличается от той, которая много лет давила на рыночную капитализацию сектора. Более того, в основе сектора лежит стабилизовавшаяся регуляторная среда.

«Интер РАО»: к черту ралли, акции по-прежнему дешевы. Даже после ралли около 180% с начала года, благодаря чистой денежной позиции «Интер РАО» продолжает выглядеть дешево, особенно на базе показателя EV: ее мультипликатор EV/EBITDA 2017П равен 2.3x, в то время как доходность FCF 2016П составляет 19%. «Интер РАО» имеет достаточно ресурсов, чтобы начать выплачивать хорошие дивиденды начиная со следующего года. Вероятное включение в индекс MSCI Russia – еще один потенциальный катализатор для акций, а баланс дивиденды/капзатраты является основной неопределенностью и ключевым риском для инвестиционного профиля «Интер РАО».

«Юнипро»: плохие новости учтены в цене, позитивные новости впереди. Хотя «Юнипро» показала худшую динамику в 2016 году, мы считаем, что негативные новости уже все учтены в цене. Кроме этого, акции компании предлагают самую высокую дивидендную доходность, а сама компания может похвастаться самым эффективным в секторе контролем затрат, и мы ожидаем, что показатель EBITDA 2017П увеличится более чем в два раза по сравнению с 2016 годом. Основным риском является более длительное и более затратное, чем ожидается, восстановление энергоблока 800 МВт.

«Русгидро»: хороший контроль затрат, отсутствие ясности в отношении размещения акций. Поскольку «Русгидро» – единственная государственная энергетическая компания, которая выполняет требование правительства о выплате в качестве дивидендов 50% прибыли, она сохранит высокие дивидендные выплаты, которые также будут поддержаны впечатляющей оптимизацией затрат. Кроме того, поддержку акциям компании может оказать прогресс с превращением «РАО ЭС Востока» в материнскую компанию «Русгидро» и освобождение последней от проблемного бизнеса на Дальнем Востоке, а также крупной допэмиссии акций. Отрицательный FCF до 2018 года и отсутствие ясности в отношении размещения акций – основные препятствия для роста акций.

«Энел Россия»: продажа Рефтинской ГРЭС может способствовать высоким дивидендам. Торгующиеся с ограниченным потенциалом роста акции «Энел Россия» в настоящий момент имеют лишь один катализатор – потенциальную продажу Рефтинской ГРЭС, ее крупнейшей и единственной работающей на угле электростанции на Урале мощностью 3,8 ГВт. Это может потенциально привести к росту дивидендов, без сделки дивиденды в следующем году будут очень скромными (доходность 4% за 2017П).

Необходимо помнить о риске 2017! Накануне следующего президентского цикла инвесторы все чаще задают себе вопрос, а не повторится ли в следующем году история 2011 года, когда инвестиционный климат в отрасли сильно пострадал. Поскольку генерирующие компании в гораздо меньшей степени подвергаются риску регулирования тарифов для конечных пользователей, этот риск представляется ограниченным. Более того, поскольку компании приближаются к концу своего инвестиционного цикла, надобность в сильном росте тарифов с целью окупаемости инвестиций отсутствует.

Все цены указаны на момент закрытия торгов 16 сентября 2016, если не указано иное.

Инвестиционный вывод: больше не гадкие утята

Мы начинаем аналитическое освещение четырех российских генерирующих компаний с трех рекомендаций ПОКУПАТЬ и одной рекомендации ДЕРЖАТЬ. Хотя сектор вырос на 71% с начала года – самая яркая история роста на российском фондовом рынке в 2016 году – он лишь частично отыграл падение своей капитализации в результате распродажи 2011-13 гг. Кроме того, учитывая значительно улучшившиеся фундаментальные факторы сектора, которые, как мы ожидаем, будут далее становиться только лучше, акции российских энергокомпаний по-прежнему, на наш взгляд, предлагают существенный потенциал роста. «Интер РАО» и «Юнипро» – наши фавориты в этом сегменте. Нам нравятся их привлекательные мультипликаторы и дивидендные истории, а также высокая эффективность по затратам. Мы присваиваем «Русгидро» рекомендацию ПОКУПАТЬ и ожидаем, что акции компании окажутся в фокусе рынка, если в сделке по превращению «РАО ЭС Востока» в материнскую компанию будет замечен прогресс. Мы присваиваем «Энел Россия» рекомендацию ДЕРЖАТЬ. Мы не видим возможных катализаторов для акций компаний, и нас не впечатляют перспективы дивидендных выплат в следующем году, поэтому мы ожидаем ограниченный потенциал роста котировок компании.

Рис. 1. Оценка и основные инвестиционные выводы

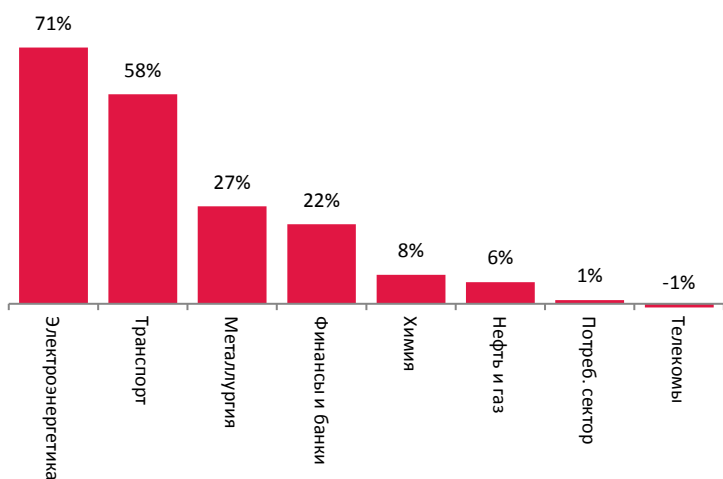
	Интер РАО	Юнипро	Русгидро	Энел Россия
Тикер Bloomberg	IRAO RX	UPRO RX	HYDR RX	ENRU RX
Рекомендация	ПОКУПАТЬ	ПОКУПАТЬ	ПОКУПАТЬ	ДЕРЖАТЬ
12M целевая цена, руб.	4,5	3,5	1,0	1,0
Текущая цена акций, руб.	3,1	2,8	0,8	0,9
Потенциал роста, %	47%	25%	35%	15%
Фаворит «Атона»	+	+	-	-
Инвестиционный профиль	Располагающий большой кэш позицией и эффективный генератор, предлагающий привлекательные мультипликаторы с солидными перспективами дивидендов; вероятно включение в индекс MSCI	Негативные новости учтены в цене; акции предлагают самую высокую дивидендную доходность; рост EBITDA 2017П >2.0x	Дивидендная история (коэффициент выплат 50%) плюс возможная сделка с «РАО ЭС Востока». Впечатляющий контроль затрат.	Не участвовала в ралли в секторе э/энергетики в 2016; отсутствие катализаторов; справедливо оценена
Преимущества	Сильный FCF наряду с дивидендными возможностями; эффективный и прозрачный менеджмент; эффективность по затратам	Самая худшая динамика в 2016; лучшая дивидендная история в секторе; самая высокая эффективность по затратам; очень сильный рост прибыли в 2107-18	Впечатляющий контроль затрат и сокращение капзатрат; возможная сделка с «РАО ЭС Востока» сделает профиль «Русгидро» более привлекательным; ставка на дивиденды сохраняется	Хороший рост прибыли в 2017; продажа Рефтинской ГРЭС может стать катализатором
Недостатки	Баланс капзатраты/дивиденды пока не ясен; сильное вовлечение в геополитику; волатильный торговый бизнес	Энергоблок Березовской ГРЭС не будет запущен до середины 2018; дополнительные капзатраты на восстановление в размере 25 млрд руб.	Выпуск акций в пользу госбанка все еще в подвешенном состоянии; сделка с «РАО ЭС Востока» представляет собой некоторые риски; отрицательный FCF до 2018	Низкие дивиденды в следующем году; фокус на экологические проекты с сомнительной стоимостью; продажа Рефтинской ГРЭС - риск
Оценки				
EV/EBITDA 2017П	2,3	3,9	4,2	3,6
P/E 2017П	4,6	6,6	5,2	5,0
Доходность FCF 2016П, %	19%	9%	отр.	отр.
Див. доходность, 2016П, %	6%	10%	9%	4%
EV/кВт, \$/кВт	\$87	\$220	\$185	\$90
Параметры акций				
52-нед. диапазон	8,4-14,5	2,40-3,32	0,56-0,83	0,64-0,90
Динамика с начала года, %	177%	-12%	11%	22%
Ср.дн.оборот торгов, \$ млн	2,1	1,4	4,6	<1
Рын. капитализация, \$ млн	\$3 934	\$2 708	\$4 261	\$470
Free float, %	19%	16%	28%	11%
Чистый долг/EBITDA 2016П	-0,9x	-0,4x	1,9x	1,9x
EBITDA 2016П/кВт	\$38	\$24	\$35	\$21
Установленная мощность, МВт	33 918	11 145	35 049	9 507
КИУМ, %	46%	55%	37%	53%
Выработка э/энергии, млн кВт	137 516	53 767	114 265	44 420
Мощность, прод. по ДПМ, МВт	3 514	1 600	92	829
Основной акционер	Роснефтегаз (27,6%), ФСК (18,6%)	Uniper (83,7%)	Российская Федерация (66,8%)	Enel (56,4%)

Источник: Bloomberg, оценки Атона

Восставшие из пепла; лидер роста в 2016 году

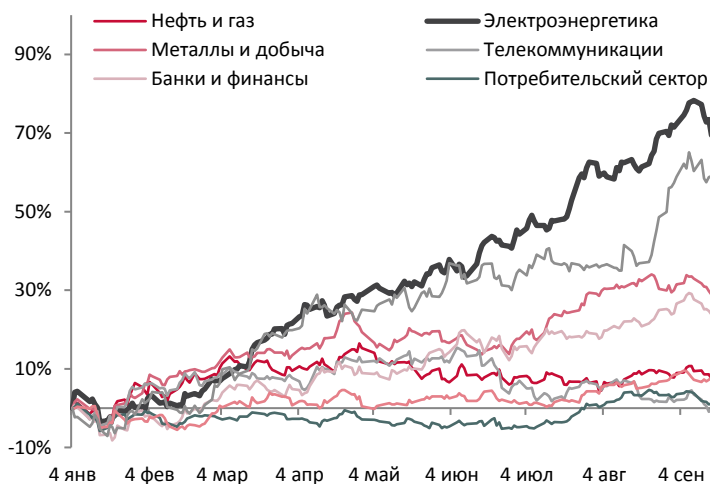
Сектор стал лидером роста на российском фондовом рынке – 71% с начала года. После пяти долгих лет, возможно, самой худшей динамики среди других секторов, вполне разумной апатии инвесторов и отсутствия позитивных новостей, российский сектор электроэнергетики удивил всех в этом году. Сектор взлетел на 71% с начала года, а «Интер РАО», «Россети», «ФСК» и «Мосэнерго» стали лидерами роста. Сектор продемонстрировал самую лучшую динамику в этом году, намного лучше транспортного сектора, рост в котором обеспечил исключительно скачок акций «Аэрофлота».

Рис. 2. Сектор стал лидером роста на российской фондовом рынке в 2016; индексы на ММВБ по секторам, с начала года



Источник: Bloomberg

Рис. 3. Российский сектор э/энергетики обогнал все другие секторы с начала года



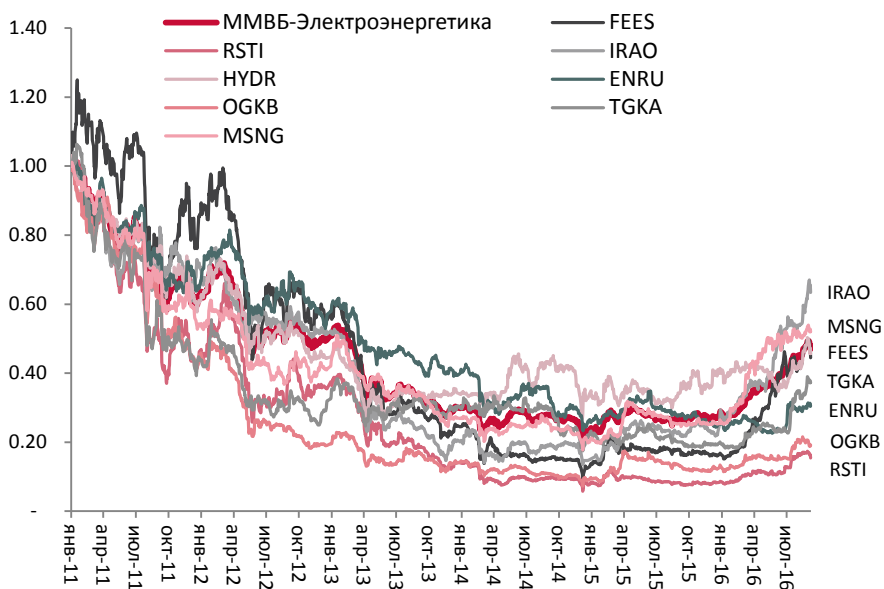
Источник: Bloomberg

Обвал после распродажи 2011-13 гг. отыгран лишь частично

Несмотря на стремительный рост в секторе электроэнергетики с начала года, он лишь частично компенсировал падение своей капитализации после 2011 года. Это был предвыборный год, когда правительство ужесточило тарифное регулирование, что отрицательно сказалось не только на прибыли сектора, но и, что более важно, на вере инвесторов в стабильные правила игры в секторе, установленные после реформы Чубайса.

Рис. 4 говорит сам за себя. Ралли, наблюдаемое в акциях большинства компаний сектора электроэнергетики, представляет собой лишь частичное восстановление, если смотреть более широко: акции лишь частично отыграли снижение после масштабной распродажи 2011-13 гг., особенно такие компании как «Россети» и «ФСК». В последнем случае это не удивительно; являясь полностью регулируемым бизнесом, сетевые компании пострадали больше всего от предвыборного ужесточения регулирования.

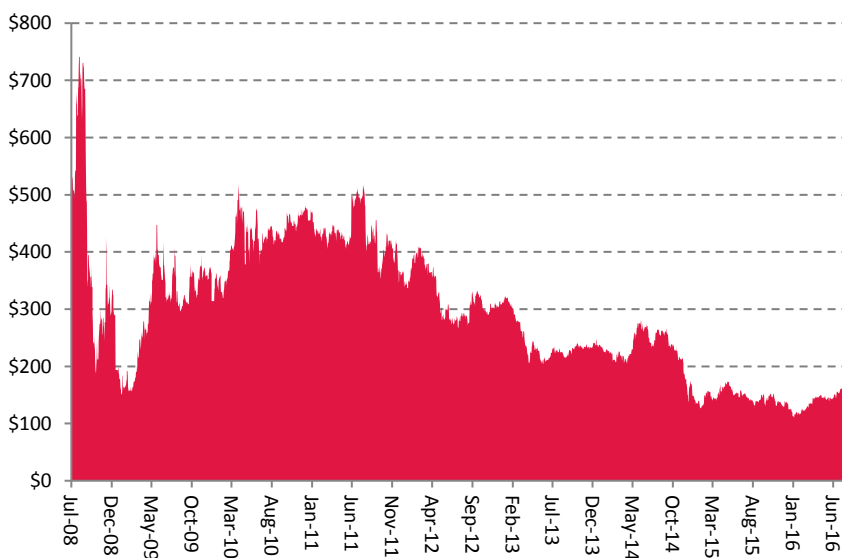
Рис. 4. Сектор электроэнергетики лишь частично отыграл свои убытки после распродажи предвыборного 2011, который спровоцировал дальнейшее падение в 2012-13 гг.



Источник: Bloomberg

Давайте посмотрим на ситуацию с несколько другого угла зрения и обратим внимание на генерирующие компании. Если смотреть на мультипликатор EV/кВт, который был очень популярен во время приватизации генерирующих компаний в 2007-08, очевидно, что генерирующие компании лишь частично отыграли свое снижение в результате ралли в секторе в 2016 году (см. Рис. 5). Это выглядит особенно многообещающим, учитывая, что они стали крупнее (благодаря вводу в эксплуатацию новых мощностей), более эффективными (за счет сокращения затрат на действующих активах, запуска современного высокоэффективного генерирующего оборудования, вывода устаревших и отслуживших мощностей) и снизили долговую нагрузку, поскольку казавшаяся вечной инвестиционная фаза подходит к концу.

Рис. 5. Динамика мультипликатора EV/кВт российских генерирующих компаний, \$/кВт



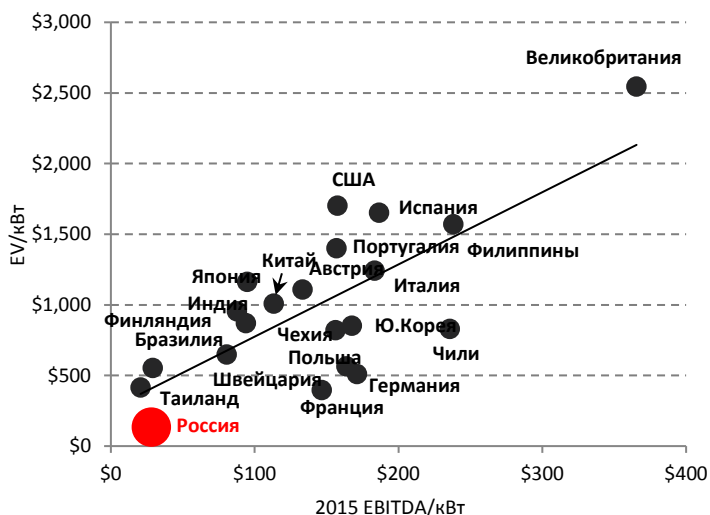
Источник: оценки Атона

Российские генерирующие компании по-прежнему дешевы и имеют существенный потенциал роста денежных потоков и стоимости

Российские генерирующие компании по-прежнему торгуются с более дешевыми мультипликаторами, чем их аналоги. Более подробную информацию можно найти на Рис. 16, где представлено комплексное сравнение с международными аналогами. Здесь мы фокусируемся на мультипликаторе EV/кВт, сравнивая российские компании с их международными конкурентами.

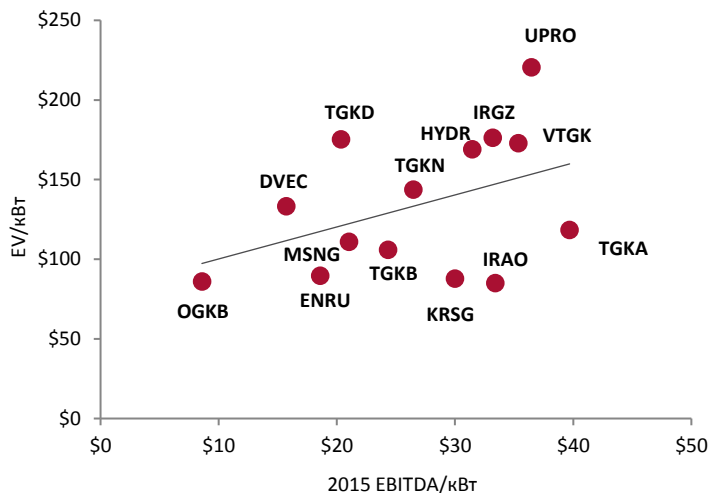
Быстрый взгляд на Рис. 6 позволяет понять, насколько исключительно дешевыми выглядят российские компании по сравнению с международными аналогами. Есть очень сильная статистическая корреляция между двумя коэффициентами: EV/кВт, т.е. рыночной оценки на единицу мощности, и EBITDA/kW, который представляет способность компании генерировать операционные денежные потоки. Логично, что чем выше коэффициент EBITDA/kW, тем более высокий мультипликатор присваивает рынок. Россия существенно отстает от своих международных аналогов и поэтому имеет потенциал улучшения и роста генерации денежных средств. Нет необходимости говорить, что это предполагает значительный потенциал роста акций.

Рис. 6. У России есть потенциал роста генерации ДС на



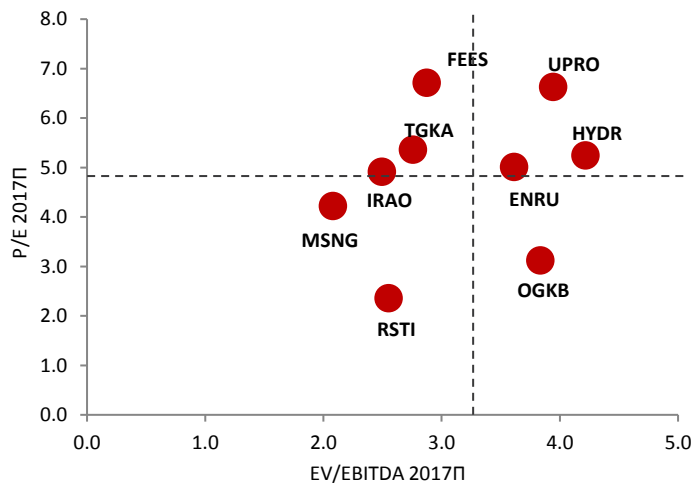
Источник: Bloomberg, оценки Атона

Рис. 7. Российские публичные генерирующие компании



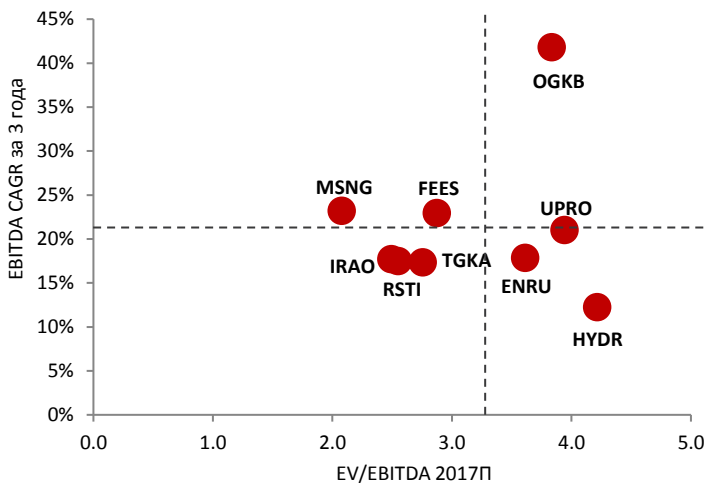
Источник: Bloomberg, оценки Атона

Рис. 8. Российский сектор э/энергетики: мультипликаторы EV/EBITDA и P/E



Источник: Bloomberg, оценки Атона

Рис. 9. Российский сектор э/энергетики: EV/EBITDA и 3-летние среднегодовые темпы роста EBITDA



Источник: Bloomberg, оценки Атона

Больше не гадкие утята, но изменилась ли парадигма?

Итак, почему рынок изменил свой взгляд на сектор, который много лет казался списанным со счетов? Действительно ли что-то существенно изменилось или это всего лишь спекуляции без значимых фундаментальных изменений, и те, кто не зафиксировал прибыль, вскоре будут горько сожалеть? К счастью, ответ – да, многое изменилось, и сектор в настоящий момент предлагает гораздо более благоприятные фундаментальные факторы.

В таблице ниже мы резюмируем основные изменения в фундаментальных факторах сектора.

Рис. 10. Новая парадигма сектора – что именно изменилось и как

	Тогда (в 2011)	Сейчас
Капзатраты	Стадия интенсивных капиталовложений (см. Рис. 11-12). Российские ген.компании имели обязательства по капзатратам в связи со строительством новых мощностей, в основном через механизм ДПМ.	Капзатраты падают, генераторы завершают оставшиеся проекты и постепенно переходят в режим обслуживания и ремонта. Больших потребностей в новых мощностях сейчас нет.
Долговая нагрузка	Значительная долговая нагрузка, наращиваемая за счет роста инвестиций, результатом чего стал отрицательный FCF, средний коэффициент «чистый долг/ЕБИТДА» в секторе в начале 2011 равнялся 0,6х.	Компании начали масштабное снижение долговой нагрузки после сокращения капзатрат наряду с ростом FCF. Некоторые компании отчитались о чистой денежной позиции («Интер РАО», «Юнипро»), хотя средний коэффициент «чистый долг/ЕБИТДА» в секторе пока остается
Генерация FCF	Генерирующие компании имели отрицательный FCF-в течение нескольких лет подряд из-за интенсивных капиталовложений	Компании начали демонстрировать положительный и растущий FCF после завершения обязательных инвестпрограмм. Некоторые генкомпании сейчас торгуются с доходностью FCF 2016П, измеряющейся двузначными показателями.
Дивиденды	Дивиденды от энергокомпаний? Вы, наверное, шутите? Если серьезно, то лишь единицы выплачивали символические дивиденды в то время, большинство компаний не платило ничего.	Российские энергокомпании сейчас начинают выглядеть так, как они должны, согласно классической парадигме – они начали выплачивать солидные дивиденды из прибыли за 2015, а некоторые генерирующие компании продолжают предлагать привлекательную дивидендную доходность.
Необходимость в инвестициях	Огромный недостаток инвестиций в сектор после распада СССР в конечном итоге привел к дефициту мощностей и масштабным отключениям электроэнергии во многих регионах, что усугубилось экономическим ростом в России в 2000-х. Это объясняет высокую потребность сектора в инвестициях, включая замещение старых мощностей новыми и эффективными, и в устранении «узких мест» в сетевой инфраструктуре.	После цикла интенсивных капиталовложений в секторе в 2008-2012, страна сейчас имеет существенный избыток мощностей и дальнейших инвестиций в новые мощности не требуется. Модернизация и реабилитация старых мощностей – единственное, на чем сейчас сосредоточатся генерирующие компании.
Риски регулирования	Высокие законодательные риски в целом. Рынок мощности находится на самой начальной стадии своей эволюции, аукционы конкурентного отбора мощности (КОМ) проводятся только на год вперед. Договоры о предоставлении мощности (ДПМ) только начали работать, и в тот момент был высокий риск неблагоприятных изменений их условий, что несло серьезную угрозу разрушения акционерной стоимости из-за инвестиций в новые мощности.	Инструмент ДПМ работает эффективно вот уже несколько лет, обеспечивая адекватную норму доходности для инвесторов. Россия начала долгосрочные КОМ, которые дают ориентиры по ценам мощности на 2017-2019. КОМ-2020 пройдет в этом месяце.
Риск ужесточения регулирования	Накануне президентских выборов 2012 имел место высокий риск, который быстро материализовался – на инвестиционном профиле сектора негативно сказалось вмешательство государства в механизмы ценообразования. Это привело к сильному отставанию сектора электроэнергетики в 2011-2015, когда инвесторы потеряли веру в планы правительства по дальнейшему развитию рыночных отношений в электроэнергетике.	2017 год может напоминать предыдущий предвыборный год, что предполагает высокий риск потенциального ужесточения регулирования в секторе. Однако мы отмечаем, что генерирующие компании, в отличие от сетевых компаний, не так сильно регулируются государством в плане ценообразования, поэтому они менее подвержены этому риску. Это не делает их совершенно невосприимчивыми к этому риску: возможные неблагоприятные корректировки в ценах по ДПМ и изменения в механизмах КОМ – основные потенциальные риски для генерирующих компаний. Также стоит добавить, что 2017 год благоприятно отличается от 2011, поскольку инвестиционный цикл генерирующих компаний подходит к концу, соответственно снижается риск, что новые мощности станут разрушительными для стоимости.

Источник: оценки Атона

Высокие капитальные затраты уменьшаются, долг сокращается, некоторые компании («Юнипро», «Интер РАО») отчитались о чистой денежной позиции, и в результате компании имеют солидный FCF, который не наблюдался несколько лет из-за фазы интенсивных инвестиций. Соответственно, с 2015 года возобновились неплохие дивидендные выплаты. Эта парадигма абсолютно отличается от той, которая много лет давила на рыночную капитализацию сектора. Более того, в основе сектора лежит стабилизовавшаяся регуляторная среда в сегменте генерации электроэнергии после долгожданного запуска долгосрочного рынка мощности.

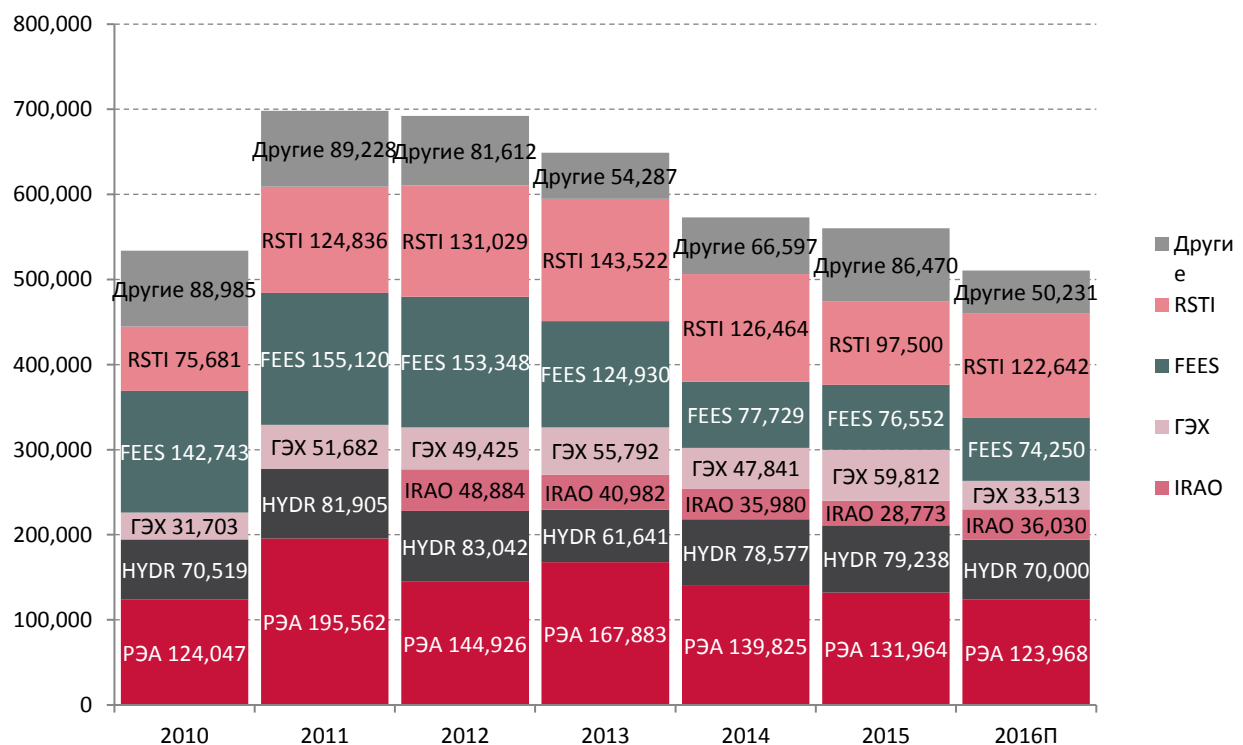
В преддверии предвыборного года; что это может значить?

Следующие выборы президента в России состоятся в 2018 году, и 2017 год, скорее всего, будет напоминать предвыборный 2011 год, что предполагает высокий риск потенциального ужесточения регулирования в секторе. Тем не менее, стоит отметить, что генерирующие компании, в отличие от сетевых компаний, не так сильно регулируются государством в плане ценообразования, поэтому они менее подвержены этому риску. Это не делает их совершенно невосприимчивыми к этому риску: возможные неблагоприятные корректировки в ценах по ДПМ и изменения в механизмах КОМ – основные потенциальные риски для генерирующих компаний в следующем году. Также стоит добавить, что 2017 год благоприятно отличается от 2011, поскольку инвестиционный цикл генерирующих компаний подходит к концу. Соответственно, для вводимых в строй новых мощностей (кроме тех, которые уже запущены или окупаются через действующие ДПМ) не требуется существенного роста цен и как следствие конечного тарифа на электроэнергию. Это ограничивает риски регулирования, на наш взгляд, в значительной степени вновь смещая его в сторону полностью регулируемого бизнеса, т.е. сетевых компаний.

Капзатраты заметно упали...

На рисунке ниже иллюстрируется завершение инвестиционной фазы. Достигнув пика в 2011 году, капитальные затраты сектора в последние пять лет снижаются.

Рис. 11. Капзатраты в российском секторе э/энергетики заметно упали после пика в 2011, млрд руб.*

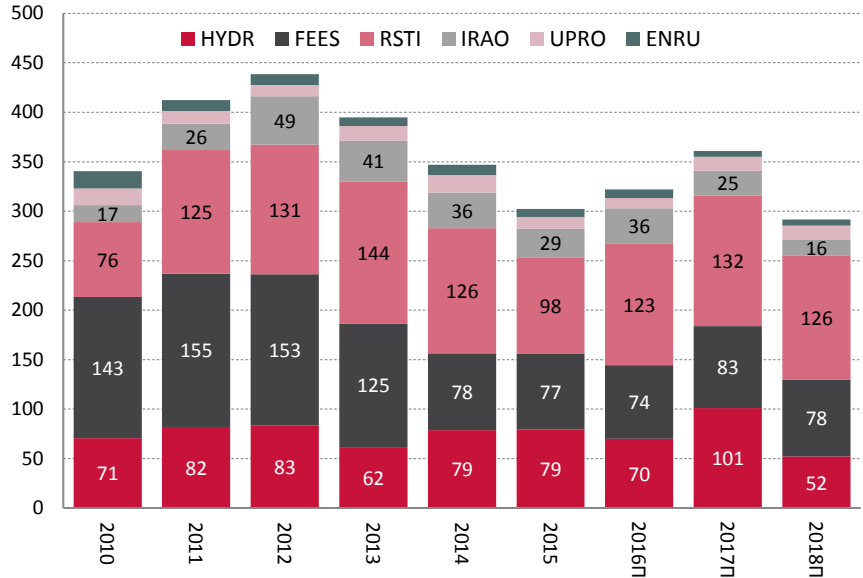


*Примечание: для некоторых компаний данные показаны не по всем годам из-за проблемы масштабирования

**Примечание: РЭА - Росэнергоатом

Мы ожидаем, что капитальные затраты продолжат снижаться, некоторые локальные всплески, ожидаемые в 2017, в основном будут обусловлены сетевыми компаниями («Россети» и «ФСК») и «Русгидро».

Рис. 12. Сетевые компании («Россети» и «ФСК») остаются основными драйверами капзатрат сектора электроэнергетики в 2016-18, ген.компании продолжают снижать капзатраты*, млрд руб.



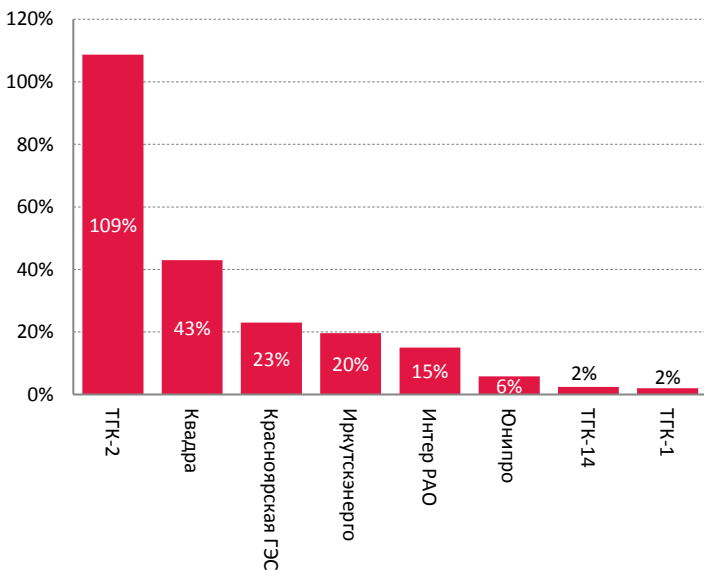
*Примечание: для «Россетей» и «ФСК» мы используем их инвестиционные программы, для генерирующих компаний – наши прогнозы

Источник: отчеты компании, Bloomberg, оценки Атона

...обусловив рост FCF

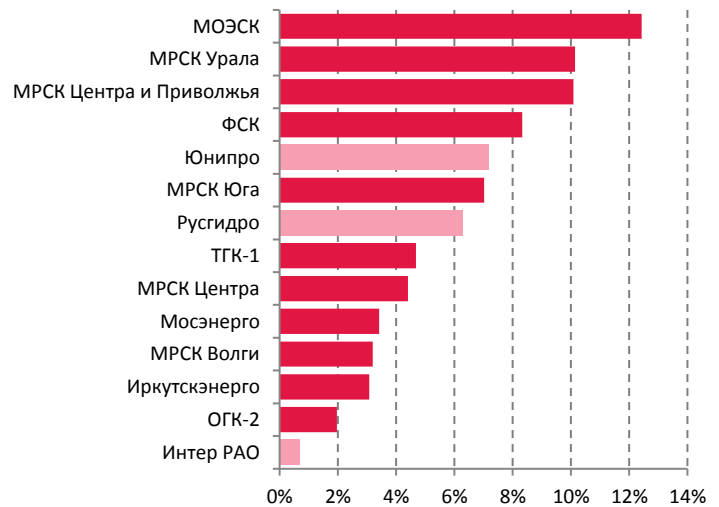
В связи с сокращением капзатрат растет FCF. Рис. 13 показывает, что некоторые генерирующие компании уже демонстрируют солидную доходность FCF, и 2016 год должен стать еще более успешным в этом плане: «Интер РАО», например, сейчас предлагает доходность FCF 2016П равную 19%, по нашим оценкам.

Рис. 13. Доходность FCF генерирующих компаний в 2015



Источник: Bloomberg, отчеты компаний, оценки Атона

Рис. 14. Реальная дивидендная доходность в 2016 (из прибыли за 2015)



Источник: Bloomberg, отчеты компаний, оценки Атона

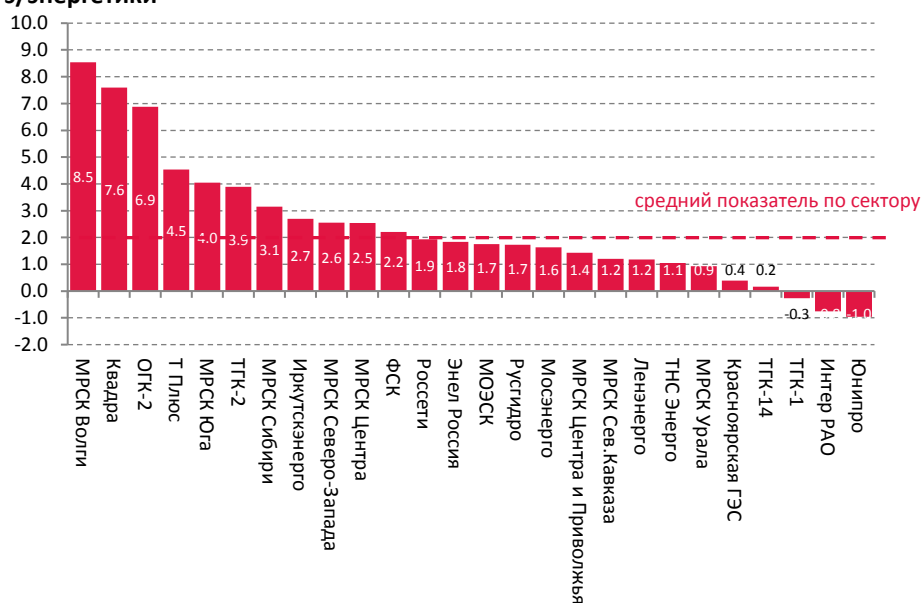
Дивиденды возвращаются

В 2016 году впервые некоторые компании сектора электроэнергетики выплатили очень серьезные дивиденды, предложив высокую дивидендную доходность, в некоторых случаях даже измеряемую двузначными показателями. Сетевые компании возглавили этот дивидендный список, как видно из Рис. 14, хотя некоторые генерирующие компании также оказались среди лидеров – самыми щедрыми из них стали «Юнипро» и «Русгидро».

Долговая нагрузка остается ощутимой

Как видно на Рис. 15, долговая нагрузка сектора по-прежнему сравнительно высока, хотя генерирующие компании начали значительно снижать долговую нагрузку после прохождения пика инвестиционного цикла. В результате некоторые компании либо совсем не имеют долга («Юнипро»), либо недавно существенно его снизили («Интер РАО») и сейчас имеют чистую денежную позицию. Некоторые региональные ТГК («Квадра», «Т Плюс», «ТГК-2») и региональные ТГК по-прежнему имеют аномально высокую долговую нагрузку, а некоторые компании даже балансируют на грани неплатежеспособности. «ТГК-2» – исключительный случай, в котором стала виновата слабая платежная дисциплина, в основном со стороны потребителей тепловой энергии в регионах, где работает эта компания.

Рис. 15. Текущий коэффициент «чистый долг/ЕБИТДА» в российском секторе э/энергетики



Источник: данные компании, оценки Атона

Рис. 16. Российские генерирующие компании и мировые аналоги

Компания	Страна	Рын.кап. (\$ млн)	EV/S			EV/EBITDA			P/E			EV/кВт \$/кВт
			2016П	2017П	2018П	2016П	2017П	2018П	2016П	2017П	2018П	
Российские ген.компании												
Русгидро	Россия	\$4 261	1,1х	1,1х	1,0х	4,9х	4,2х	3,8х	5,5х	5,2х	4,8х	\$185
Интер РАО	Россия	\$3 934	0,2х	0,2х	0,2х	2,3х	2,3х	2,3х	3,2х	4,6х	4,2х	\$87
Юнипро	Россия	\$2 708	1,9х	1,9х	1,6х	5,9х	3,9х	3,7х	9,7х	6,6х	6,3х	\$220
Энел Россия»	Россия	\$470	0,8х	0,7х	0,7х	4,1х	3,6х	3,7х	9,3х	5,0х	4,9х	\$90
ОГК-2	Россия	\$586	0,8х	0,8х	0,7х	4,9х	3,8х	3,2х	10,5х	3,1х	2,6х	\$89
ТГК-1	Россия	\$473	0,9х	0,8х	0,8х	2,9х	2,8х	2,1х	4,1х	5,4х	4,2х	\$135
Мосэнерго	Россия	\$1 028	0,4х	0,4х	0,4х	2,4х	2,1х	1,8х	5,9х	4,2х	3,8х	\$112
Ср.по росс.ген.компаниям (взвеш.)			0,9х	0,9х	0,8х	4,1х	3,4х	3,1х	6,0х	5,2х	4,8х	\$143
Росс.ген.компании, медиана			0,8х	0,8х	0,7х	4,1х	3,6х	3,2х	5,9х	5,0х	4,2х	\$112
Ген.компании EM												
Huaneng Power International	Китай	\$14 296	2,1х	2,1х	2,1х	4,9х	6,2х	6,6х	9,1х	11,1х	13,6х	\$423
CLP Holdings Ltd	Китай	\$25 809	3,2х	3,1х	3,0х	11,9х	11,3х	10,9х	16,5х	15,9х	15,3х	\$1 808
China Resources Power	Китай	\$8 949	2,6х	2,7х	2,7х	5,0х	5,8х	5,9х	7,1х	7,9х	8,5х	\$673
CGN Power Corp	Китай	\$14 236	7,5х	6,4х	5,1х	14,4х	12,7х	10,9х	13,2х	11,8х	9,8х	\$2 029
Huadian Power International	Китай	\$6 958	2,4х	2,4х	2,3х	5,2х	6,0х	6,2х	8,2х	9,8х	11,1х	\$480
Datang International Power Gen Co	Китай	\$6 733	3,8х	3,9х	3,8х	7,9х	8,8х	8,8х	14,3х	12,9х	13,2х	\$756
China Yangtze Power Co	Китай	\$44 232	7,9х	8,0х	7,9х	18,7х	9,3х	9,6х	14,8х	15,7х	15,8х	\$2 303
NTPC	Индия	\$19 034	2,9х	2,7х	2,4х	12,4х	12,3х	10,4х	14,0х	12,9х	11,2х	\$879
KEPCO	Ю.Корея	\$33 317	1,5х	1,5х	1,5х	5,1х	3,9х	3,9х	4,3х	4,3х	4,5х	\$852
Ratchaburi Elec Gen Holding	Таиланд	\$2 121	1,6х	1,6х	1,6х	11,3х	11,0х	11,6х	11,6х	10,7х	10,2х	\$377
CEMIG	Бразилия	\$3 230	1,3х	1,2х	1,1х	6,1х	7,0х	6,6х	12,0х	8,1х	6,1х	\$923
Eletrabras	Бразилия	\$9 021	1,4х	1,8х	1,6х	N/M	7,7х	16,3х	12,4х	21,1х	11,6х	\$462
Empresa Nacional De Electric	Чили	\$5 679	3,0х	2,9х	2,8х	4,0х	8,1х	7,4х	11,2х	10,9х	10,3х	\$460
Enersis Americas	Чили	\$8 120	1,6х	1,5х	1,5х	3,8х	4,9х	4,9х	11,1х	10,6х	9,9х	\$2 771
PGE	Польша	\$5 472	0,9х	0,9х	0,9х	3,4х	3,8х	4,0х	7,8х	8,8х	8,4х	\$520
EDP	Португалия	\$11 781	2,0х	2,0х	2,0х	8,6х	8,5х	8,4х	11,3х	11,1х	11,0х	\$1 466
EDP Renovaveis	Португалия	\$6 683	6,1х	5,6х	5,2х	9,8х	8,6х	8,0х	40,2х	32,6х	28,6х	\$1 230
CEZ	Чехия	\$9 375	1,7х	1,7х	1,7х	5,3х	5,6х	6,1х	11,9х	14,9х	15,7х	\$820
Ср.по ген.компаниям EM (взвеш.)			3,7х	3,6х	3,5х	9,7х	8,2х	8,3х	12,4х	12,6х	12,0х	\$1 328
Ген.компании EM, медиана			2,2х	2,2х	2,2х	6,1х	7,9х	7,7х	11,7х	11,1х	11,0х	\$836
Ген.компании DM												
Verbund	Австрия	\$5 317	2,9х	3,0х	2,9х	9,6х	9,9х	11,1х	17,4х	21,8х	22,2х	\$995
EDF	Франция	\$24 148	0,7х	0,7х	0,7х	2,7х	2,9х	3,0х	6,5х	7,6х	7,7х	\$396
E.ON	Германия	\$14 190	0,5х	0,5х	0,5х	2,5х	3,6х	3,4х	15,0х	11,7х	11,7х	\$442
RWE	Германия	\$9 688	0,5х	0,5х	0,5х	3,2х	4,0х	4,0х	13,5х	12,0х	13,0х	\$505
A2A	Италия	\$4 272	1,4х	1,4х	1,3х	6,7х	6,7х	6,7х	11,4х	13,1х	11,9х	\$848
Enel	Италия	\$44 054	1,4х	1,4х	1,3х	6,8х	6,8х	6,6х	12,4х	11,6х	10,6х	\$1 267
Fortum	Финляндия	\$13 185	3,1х	2,9х	2,8х	9,2х	9,9х	9,9х	20,6х	21,0х	19,0х	\$869
Endesa	Испания	\$21 910	1,1х	1,1х	1,1х	7,4х	7,0х	7,1х	15,4х	16,4х	16,1х	\$1 644
Iberdrola	Испания	\$42 127	2,1х	2,0х	2,0х	9,5х	8,8х	8,6х	14,5х	14,3х	13,5х	\$1 653
Centrica	Великобритания	\$16 069	0,6х	0,6х	0,6х	6,0х	7,3х	7,1х	15,2х	13,8х	12,5х	\$3 497
Drax Group	Великобритания	\$1 638	0,5х	0,5х	0,4х	7,1х	8,9х	7,2х	60,1х	33,9х	14,2х	\$452
SSE	Великобритания	\$19 980	0,6х	0,7х	0,7х	8,0х	8,6х	9,2х	11,9х	12,8х	12,3х	\$2 737
American Electric Power	США	\$31 868	3,2х	3,2х	3,1х	9,5х	9,5х	9,3х	17,5х	16,8х	15,8х	\$1 418
Dominion Resources	США	\$46 970	6,2х	5,8х	5,5х	14,0х	13,3х	12,4х	20,2х	19,6х	17,5х	\$3 379
DTE Energy Company	США	\$16 788	2,5х	2,5х	2,5х	10,3х	10,6х	10,0х	18,4х	17,6х	16,4х	\$2 174
Duke Energy Corp	США	\$54 846	4,1х	4,0х	3,9х	10,8х	10,3х	10,0х	17,3х	16,5х	15,7х	\$1 734
Edison International	США	\$23 810	3,1х	2,9х	2,8х	9,2х	8,5х	7,8х	18,4х	17,4х	16,5х	\$6 081
PG&E Corp	США	\$31 460	2,8х	2,7х	2,6х	10,0х	8,4х	7,7х	16,9х	16,9х	15,9х	\$6 436
Southern Co	США	\$50 863	4,4х	4,0х	3,7х	12,1х	11,2х	10,2х	18,9х	17,9х	17,1х	\$1 856
Xcel Energy	США	\$20 928	3,0х	2,9х	2,8х	10,9х	10,1х	9,6х	18,7х	17,8х	16,9х	\$479
Tokyo Electric Power Co	Япония	\$6 517	1,2х	1,3х	1,2х	8,4х	6,8х	8,3х	2,3х	4,0х	5,1х	\$1 044
Chubu Electric Power Co	Япония	\$10 970	1,3х	1,4х	1,4х	11,0х	7,1х	8,6х	7,8х	9,7х	15,6х	\$1 013
Kansai Electric Power Co	Япония	\$8 331	1,5х	1,6х	1,6х	18,3х	8,1х	8,9х	6,2х	8,5х	9,6х	\$1 241
Ср.по ген.компаниям DM (взвеш.)			2,7х	2,6х	2,5х	9,4х	8,9х	8,6х	15,8х	15,4х	14,7х	\$2 173
Ген.компании DM, медиана			1,5х	1,6х	1,6х	9,2х	8,5х	8,6х	15,4х	16,4х	15,6х	\$1 267

Источник: Bloomberg, оценки Атона

Раскрытие информации

Настоящий отчет (далее по тексту – «Отчет») подготовлен аналитиком (-ами) ООО «АТОН», чье имя (чьи имена) указано(-ы) на титульном листе Отчета. Каждый аналитик подтверждает, что все позиции, изложенные в настоящем Отчете в отношении какой-либо ценной бумаги или компании, точно отражают личные взгляды этого аналитика касательно любой анализируемой компании/ценной бумаги. Каждый аналитик и (или) лица, связанные с любым аналитиком, могли взаимодействовать с трейдерами и другими сотрудниками для сбора, формирования и толкования и толкования рыночной информации.

Любые рекомендации или мнения, представленные в настоящем Отчете, являются суждением на момент публикации настоящего Отчета. Если дата настоящего Отчета неактуальна, взгляды и содержание могут не отражать текущее мнение аналитика. Настоящий Отчет был подготовлен независимо от компании, и любые рекомендации и мнения, представленные в настоящем Отчете, отражают исключительно точку зрения аналитика. При всей осторожности, соблюдаемой для обеспечения точности изложенных фактов, справедливости и корректности представленных рекомендаций и мнений, ни один из аналитиков, ни компания, ни ее директора и сотрудники не устанавливали подлинность содержания настоящего Отчета и, соответственно, ни один из аналитиков, ни компания, ни ее директора и сотрудники не несут какой-либо ответственности за содержание настоящего Отчета, в связи с чем информация, представленная в настоящем Отчете, не может считаться точной, справедливой и полной.

Ни один из аналитиков, ни компания, ни ее директора и сотрудники не несут какой-либо ответственности за какие-либо потери, возникшие в результате какого-либо использования настоящего Отчета или его содержания, либо возникшие в какой-либо связи с настоящим Отчетом. Каждый аналитик и/или связанные с ним лица мог (могли) предпринять действия в соответствии с настоящим Отчетом либо использовать информацию, содержащуюся в настоящем Отчете, а также результаты аналитической работы, на основании которых составлен настоящий Отчет, до его публикации. Информация, представленная в настоящем документе, не может служить основанием для принятия инвестиционных решений любым его получателем или иным лицом в отношении ценных бумаг. Настоящий Отчет не является оценкой стоимости бизнеса компании, ее активов либо ценных бумаг.

Никакая часть полученного вознаграждения не была, не является и не будет связана прямо или косвенно с определенной рекомендацией(-ями) или мнением(-ями), представленными в данном Отчете. Вознаграждение аналитиков определяется в зависимости от деятельности и услуг, направленных на обеспечение выгоды инвесторам, являющимся клиентами ООО «АТОН». Как и все сотрудники ООО «АТОН», аналитики получают вознаграждение в зависимости от рентабельности деятельности ООО «АТОН», которая включает выручку от ведения прочих видов деятельности подразделениями Компании.

Аналитики, либо их аффилированные компании, либо иные лица являются или могут являться членами группы андеррайтеров в отношении предлагаемых к продаже ценных бумаг компании. Аналитики имеют право в будущем участвовать в публичном выпуске ценных бумаг компании.

Выпуск и распространение аналитического Отчета и иной информации в отношении ценных бумаг в определенных юрисдикциях может ограничиваться законом. Если прямо не указано обратное, настоящий Отчет предназначен только для лиц, являющихся допустимыми получателями данного Отчета в той юрисдикции, в которой находится или принадлежит получатель настоящего Отчета. Несоблюдение подобных ограничений может представлять собой нарушение законодательства такой юрисдикции о ценных бумагах. Настоящий Отчет не предназначен для доступа к нему с территории Соединенных Штатов Америки (включая зависимые территории и Округ Колумбия), Австралии, Канады и Японии.

Инвестиционная рекомендация

Инвестиционная рекомендация представляет прогноз ООО «АТОН» по совокупной доходности (прогнозное повышение стоимости и дивидендная доходность на следующие 12 месяцев, если в отчете прямо не указано иное).

Инвестиционные рекомендации могут быть:

Покупка (ожидаемая совокупная доходность 15% и более);

Держать (ожидаемая совокупная доходность 0-15%);

Продажа (отрицательная ожидаемая совокупная доходность).

В отдельных случаях стандартные диапазоны доходности не применимы к ценным бумагам компаний, представляющих развивающиеся рынки, и рекомендации могут быть присвоены на основании суждения аналитика о ценных бумагах. Инвестиционные рекомендации присваиваются в момент начала аналитического освещения деятельности долевых ценных бумаг либо в момент изменения теоретической цены по тем или иным долевым ценным бумагам компании. За исключением указанных случаев ожидаемая совокупная доходность может в результате изменения курсовой стоимости выходить за рамки диапазонов, актуальных в момент присвоения рекомендации и предусмотренных соответствующей рекомендацией. Такие временные отклонения допустимы, но подлежат рассмотрению руководством Аналитического управления. Может возникнуть необходимость временно присвоить рейтинг «рекомендация пересматривается», и в этот период ранее присвоенная рекомендация может не отражать актуальное суждение аналитиков. Применительно к компаниям, в отношении которых ООО «АТОН» не выразило прямо намерение освещать деятельность на регулярной основе, в целях информирования аналитики могут подготовить отчеты, освещающие значимые события или содержащие информацию общего характера, без присвоения инвестиционной рекомендации. Решение о покупке или продаже ценных бумаг должно основываться на собственных инвестиционных целях инвестора и должно приниматься после оценки ожидаемого изменения стоимости ценных бумаг и риска.

© ООО «АТОН», 2016. Все права защищены.

Данный Отчет служит только информационным целям и не представляет собой фидуциарных отношений или совета, его не следует рассматривать в качестве предложения или предложения оферты, или пригласения или побудительной причины принять участие в инвестиционной деятельности, и на него нельзя рассчитывать как на заверение того, что какая-либо конкретная транзакция может быть осуществима по оговоренной цене. Данный документ не является рекламой ценных бумаг. Выражаемые в нем мнения могут отличаться или противоречить мнениям, выражаемым другими подразделениями бизнеса или группами ООО «АТОН» в результате использования других предположений и критериев. Вся такая информация и мнения подлежат изменению без уведомления, и ни ООО «АТОН», ни какое-либо из его дочерних предприятий или филиалов не несут никакой ответственности за обновление информации, содержащейся здесь или в любом ином источнике.

Описания любой упоминаемой здесь компании или компаний или их ценных бумаг, или рынков, или событий не претендуют на полноту. Настоящий документ и/или информация не должны расцениваться получателями в качестве замены их собственного суждения, поскольку данная информация не имеет отношения к конкретным инвестиционным целям, финансовому положению или определенным потребностям какого-либо конкретного получателя. Применение законов о налогообложении зависит от отдельных обстоятельств инвестора и, соответственно, до принятия инвестиционного решения каждый инвестор должен обратиться к услугам независимых профессиональных консультантов. Содержащиеся здесь информация и мнения были собраны или получены на основании информации, полученной из источников, которые, как мы полагаем, являются надежными и достоверными. Такая информация не была независимо проверена и представляется на основании «как есть», и не предоставляется никаких представлений или гарантий, явно выраженных или подразумеваемых, относительно точности, полноты, достоверности или пригодности такой информации и мнений, кроме случаев, когда такая информация имеет отношение к ООО «АТОН», его дочерним предприятиям и филиалам. Все изложения мнений и все предполагаемые показатели, прогнозы или утверждения, касающиеся ожиданий относительно будущих событий или возможных будущих показателей будущих инвесторов, представляют собой собственную оценку и интерпретацию доступной в настоящее время ООО «АТОН» информации.

Описываемые ценные бумаги могут не подходить для продажи во всех юрисдикциях или определенным категориям инвесторов. Опционы, производные продукты и фьючерсы не подходят для всех инвесторов, и торговля этими инструментами считается рискованной. Прошлые показатели не являются гарантией будущих результатов. Стоимость инвестиций может упасть или вырасти, при этом инвестор может не вернуть себе сумму первоначальных инвестиций. Некоторые инвестиции могут стать неосуществимыми в связи с неликвидностью рынка ценных бумаг или отсутствием вторичного рынка интереса инвестора, и поэтому оценка инвестиций и определение рисков инвестора могут не поддаваться количественной оценке. Инвестиции в неликвидные ценные бумаги подразумевают высокую степень риска и приемлемы только для опытных инвесторов, нечувствительных к таким рискам и не требующих легкого и быстрого преобразования инвестиций в наличные средства. Деноминированные в иностранной валюте ценные бумаги подвержены колебаниям в зависимости от обменных курсов, что может негативно сказаться на стоимости или цене инвестиций, а также получаемых от инвестиций доходов. Иные факторы риска, влияющие на цену, стоимость или доходы от инвестиций, включают, но не обязательно ограничиваются политическими рисками, экономическими рисками, кредитными рисками, а также рыночными рисками. Инвестиции в такие развивающиеся рынки, как Россия, другие страны СНГ, африканские или азиатские страны и ценные бумаги развивающихся рынков имеют высокую степень риска, и инвесторы перед осуществлением инвестиций должны предпринять тщательное предварительное обследование.

Исключая существенное доверительное управление ценными бумагами, где ООО «АТОН» взяло на себя обязательство обеспечить непрерывное покрытие какой-либо компании или ее ценных бумаг, ООО «АТОН» и его филиалы, их директора, представители, сотрудники (исключая брокера-дилера в США, если иное не оговаривается отдельно) или клиенты могут иметь или имели интересы в ценных бумагах компаний, описанных в Анализе Капиталовложений, или длинные или короткие позиции в каких-либо ценных бумагах, упоминаемых в Анализе Капиталовложений или иных связанных финансовых инструментах в любое время, и могут осуществить покупку и/или продажу, или предложить осуществить покупку и/или продажу любых таких ценных бумаг или иных финансовых инструментов время от времени на открытом рынке или иным образом, в каждом случае в качестве принципалов или агентов. В случаях, когда ООО «АТОН» не принимало на себя обязательство обеспечивать непрерывное покрытие какой-либо компании или ее ценных бумаг, ООО «АТОН» и его филиалы (исключая брокера-дилера в США, если иное не оговаривается отдельно) может действовать или действует как маркет-мейкер по ценным бумагам или другим финансовым инструментам, описываемым в Анализе Капиталовложений, или по связанным с такими ценными бумагами ценным бумагам. Сотрудники ООО «АТОН» или его филиалов могут являться официальными лицами или директорами соответствующих компаний. Приведенная здесь информация не предназначена для публичного распространения и не может быть воспроизведена, передана или издана, полностью или частично, для какой-либо цели без письменного разрешения ООО «АТОН», и ни ООО «АТОН», ни какой-либо из его филиалов не принимают на себя какой-либо ответственности за действия третьих лиц в этом отношении. Данная информация не может использоваться для создания каких-либо финансовых инструментов или продуктов, или каких-либо индексов. ООО «АТОН» и его филиалы, ни их директора, представители, или сотрудники не несут никакой ответственности за какие-либо прямые или косвенные убытки или ущерб в связи с использованием всей содержащейся здесь информации или любой ее части.