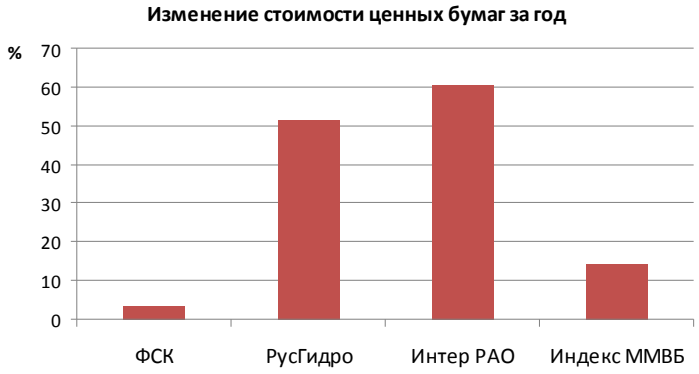
Энергетические компании: электроэнергетика России в ближайшее время может стать одной из самых прибыльных отраслей экономики

Основными системообразующими предприятиями российской энергетики являются: ИНТЕР РАО ЕЭС, ФСК ЕЭС и РусГидро. Данные предприятия превосходят других игроков российского рынка по капитализации и производственным мощностям.



Стоит отметить основные факторы определяющие стратегию развития данных компаний в среднесрочной перспективе.



ИНТЕР РАО ЕЭС представляет собой крупный энергетический холдинг, объединяющий генерирующие, распределительные и торговые активы в России и за рубежом. Трейдинговые операции ИнтерРАО не ограничиваются экспортом и импортом электроэнергии из России. Подразделения компании осуществляют торговлю электроэнергией на рынках стран СНГ и в Европе. Акции компании предоставляют возможность для покупки корзины акций практически всей российской энергетики.

Стратегия развития ИНТЕР РАО предусматривает к 2015 г. расширение установленной мощности генерирующих активов до 30 ГВт по сравнению с 18 ГВт в 2009 г. (на 66%). Интер РАО имеет возможность оптимизировать структуру портфеля, укрупнив пакеты в интересующих активах, которые могут стать предметом для размена с иностранными партнерами, либо альянса с крупным российским игроком. Потенциальное вхождение в капитал Интер РАО крупных иностранных игроков будет способствовать повышению открытости и ликвидности акций компании. ИнтерРАО объявило о проведении оценки практически всех российских генерирующих активов, принадлежащих государству, и надеется получить доли в энергоактивах ФСК, "РусГидро", "Роснефти", группы ЕСН и других частных инвесторов.

Позитивным событием для Интер Рао стал переход акций энергокомпаний, принадлежащих Росимуществу. 30 сентября 2010 года, был подписан Указ, в соответствии с которым «ИНТЕР РАО ЕЭС» передаются находящиеся в федеральной собственности акции ряда крупных компаний. Рыночная стоимость акции принадлежащих Росимуществу энергокомпаний оценивается в $2,37 млрд. В то же время капитализация самого Интер РАО составляет - $4,9 млрд. Крупнейшими активами, которые передаются "Интер РАО", являются 40% акций "Иркутскэнерго" (компания контролируется "Евросибэнерго" Олега Дерипаски) и 26,43% акций ОГК-5 (контролируется итальянской Enel). Третий крупный энергоактив Росимущества — блокпакет ТГК-5 — в схему консолидации не включен и должен быть продан до конца года. Также указ предусматривает передачу "Интер РАО" незначительных долей в 17 ОГК и ТГК, "ТГК-11 Холдинге" и Разданской энергетической компании.

На данный момент основные риски обусловлены сменой команды, разработкой новой стратегии, процессами интеграции в корпоративную структуру консолидируемых активов, что не позволят Интер РАО в обозримой перспективе реализовать планы по зарубежной экспансии, сфокусировав деятельность компании на сделках внутри РФ. Возможно снижение рентабельности за счет интеграции низкомаржинального бизнеса, а также рост стоимости обслуживания долга, вызванный наращиванием долговой нагрузки. Также существует риск размытия капитала в результате закрытых допэмиссий в пользу госкомпаний проводимых для оплаты консолидируемых госактивов, а также - привлечения средств для зарубежной экспансии.



ФСК ЕЭС» было создано в соответствии с программой реформирования электроэнергетики Российской Федерации как организация по управлению Единой национальной (общероссийской) электрической сетью (ЕНЭС) с целью ее сохранения и развития. ФСК, управляет магистральными электрическими сетямии работает в очень стабильном и прогнозируемом сегменте рынка. Протяжённость ЛЭП, тыс. км 118, кол-во подстанций 761, заявленная мощность, МВт 94 636.

В ближайшие годы компания может стать одной из наиболее прибыльных в российской электроэнергетике с операционной рентабельностью в диапазоне 30-40%. Потери электроэнергии в магистральных сетях существенно ниже показателя для распределительных сетей (в пределах 5%).

Основным фактором рентабельности компании является новая схема расчета тарифов на основании метода RAB. В 2009 для расчета тарифа на передачу электроэнергии через сети ЕНЭС используется метод экономически обоснованных затрат (метод «Затраты Плюс»). Привлекательность бумаг ФСК повысилась после того как Федеральная служба по тарифам (ФСТ) в рамках перехода ОАО "Федеральная сетевая компания" на 5-летний период регулирования RAB-тарифа в сетях установила нормы доходности на новый капитал на 2013-2014 гг. на уровне 10%. Соответствующие изменения в приказ ФСТ были зарегистрированы в Минюсте РФ 28 сентября. Нормы доходности капитала, инвестированного до начала долгосрочного периода регулирования, для 2013-2014 гг. установлены на уровне 7,8% и 9,1% соответственно. Основной принцип RAB-регулирования заключается в том, что капитал, инвестированный в естественную монополию, должен приносить как минимум отдачу, достаточную для привлечения новых инвестиций и развития предприятия, а также соответствовать уровню риска инвестирования в него. Процедура определения тарифа при использовании RAB-регулирования состоит из трех этапов: выявление текущих издержек, определение уровня инвестиций и установление нормы доходности инвестиций. Поэтапный переход на RAB-регулирование будет проходить с 2010 по 2012 годы, с 2012 года начнется полноценное использование RAB-регулирования.

Выручка компании рассчитывается на основе ценообразования RAB и заявок на предоставление мощности со стороны региональных распредсетей и крупных потребителей. Благодаря переходу на RAB тарифы ФСК должны повышаться опережающими темпами по сравнению с предыдущими годами, а также по сравнению с ожидаемым ростом тарифов и цен других компаний отрасли (МРСК, ОГК и ТГК). Утвержденные параметры RAB предполагают рост среднего тарифа на передачу электрической энергии по ЕНЭС в 2010 году на 49,2%, в 2011 году – на 32,85%, в 2012 году – на 24,72%.

Правительство также одобрило инвестпрограмму компании на 5 лет в объеме порядка 950 млрд рублей. которая будет направлена на обновление сетей, региональные программы развития и прочие проекты. Программа будет финансироваться из собственных и заемных средств, а также за счет государственных субсидий. Официальное решение ФСК ожидает в ближайшее время. Программа рассчитана исходя из инвестирования порядка 190 млрд рублей в год на период с 2010 по 2014 гг.

Главным риском для компании является возможность государства изменять параметры ценообразование на основе RAB. Правительство намерено ограничить темп роста тарифов на электроэнергию для конечного потребителя на уровне 13-15%. Однако плата ФСК составляет всего 5.5%

от конечного тарифа. Инфраструктура компании сильно изношена: 40% сетей находятся в критическом состоянии. Компания, таким образом, в ближайшие годы будет вынуждена инвестировать большие средства в поддержание существующей инфраструктуры: как минимум 180 млрд. руб. ($5.84 млрд.) из 3-летней инвестиционной программы (всего 519 млрд. руб. ($16.8 млрд.)) будет использовано только на обновление существующих сетей.



ОАО «РусГидро» является крупнейшей российской генерирующей компанией и находится на втором месте в мире среди гидрогенерирующих компаний по установленной мощности. Установленная электрическая мощность: 25 423,5 МВт Филиалы: 53 электростанции, включая геотермальные. РусГидро — лидер в производстве энергии на базе возобновляемых источников, развивающий генерацию на основе энергии водных потоков, морских приливов, ветра и геотермальной энергии.

РусГидро самая рентабельная компания в отрасли (49.3%). Компания имеет низкую себестоимость производства электричества и в состоянии выгодно реализовывать его при любой конъюнктуре топливного рынка. Удельные расходы на выработку кВтч электроэнергии составляют 45 коп. против 65-85 коп. в тепловой генерации (по данным 2009 года). Также компания имеет упрощенный доступ к финансовым ресурсам за счет квази-государственного статуса компании.

Компания планирует инвестировать 351,5 млрд. руб. в период 2010-2013 гг. и увеличить установленную мощность до 31,4 ГВт (на 23% от текущего уровня). Менеджмент РусГидро неоднократно заявлял об интересе к развитию сбытового сегмента с целью упрощения продажи электроэнергии напрямую крупным потребителям, а также к приобретению гидрогенерирующих активов, в том числе и за рубежом.

Хотя в результате аварии на крупнейшей станции РусГидро - Саяно-Шушенской, 8 из 10 генераторов вышли из строя, с того времени инвестиции по программе восстановления привели к существенному повышению уровня технологической надежности и безопасности, эффективности эксплуатации объектов, благодаря обновлению основного и вспомогательного оборудования, а также за счет внедрения передовых систем мониторинга и контроля на гидростанциях Компании. РусГидро уже получила часть оборудования нового гидрогенератора для гидроагрегата №1 Саяно-Шушенской ГЭС. Полностью изготовление узлов и деталей гидрогенератора для гидроагрегата №1 будет завершено в декабре 2010 года. Также в настоящее время продолжаются работы по изготовлению гидравлической турбины для гидроагрегата №1. Пуск ГА№1 намечен на декабрь 2011 года. Ввод в эксплуатацию ГА№3 намечен на декабрь 2010 г. Срок службы новых гидроагрегатов будет увеличен до 40 лет, при этом максимальный кпд гидротурбины составит 96,6%. Также турбины будут оснащены более эффективной системой технологических защит, действующих на автоматический останов агрегата в случае возникновения недопустимых режимных отклонений контролируемых параметров.

К основным рискам компании относятся природные катаклизмы (падение уровня воды в реке и т.д.). Тем немее негативный эффект жаркого лета этого года, компенсируется осенними паводками.

Сравнительные показатели компаний

Компания	ФСК	National Grid plc	Интер РАО	Enel S.p.A.	International Power plc	AES Corp.	РусГидро	Empresa Nacional de Electricidad	TransAlta Corp.
Страна	**РФ**	**Великобритания**	**РФ**	**Италия**	**Великобритания**	**США**	**РФ**	**Чили**	**Канада**
Сегмент	**сеть**	**сеть**	**тепло**	**тепло**	**тепло**	**тепло**	**гидро**	**гидро**	**гидро**
Динамика акции									
Изм. с начала года, %	13.79	-7.63	0.16	-3.21	-11.34	29.38	39.52	0.38	-6.94
Изм. за 3 месяца, %	7.08	12.35	11.28	7.77	20.53	26.99	3.32	0.24	9.03
Изм. за 1 месяц, %	-1.09	2.92	7.56	-0.32	7.08	1.91	-3.29	-1.38	2.06

Компания	ФСК	National Grid plc	Интер РАО	Enel S.p.A.	International Power plc	AES Corp.	РусГидро	Empresa Nacional de Electricidad	TransAlta Corp.
Финансовые показатели									
Капитализация, млн.долл.	13 958	4 430	4 648	51 149	3 175	28 543	14 249	14 700	4 705
Рост Прибыли, %	51.25	32.44	1965	-20.51	-66.10	-52.48	12.98	-30.61	844.44
Маржа прибыли,%	23.48	8.68	4.53	8.51	12.30	3.58	49.35	17.70	11.51
Рост Долга, %	-52.36	1.93	3.96	-13.47	-1.75	-2.43	12.69	-4.96	2.09
Долг/чистая прибыль	1.47	28.52	13.86	20.56	23.84	59.05	0.82	8.49	26.08
Собств. капитал/долг	18.61	0.11	1.63	0.43	0.48	0.20	13.62	0.57	0.43
Оценка стоимости									
P/E	15.94	2.02	48.04	7.30	5.03	49.55	10.31	15.48	17.90
P/S	7.49	0.35	8.71	2.49	1.24	7.10	10.18	10.96	8.24
Капитализация/Активы	0.55	0.06	1.32	0.25	0.14	0.70	0.85	1.16	0.48
Капитализация/собств.капитал	0.58	0.67	2.13	0.84	0.44	4.27	0.92	3.22	1.61
Прибыль/Собств.капитал, %	3.65	32.86	4.43	11.44	8.69	8.61	8.90	20.77	9.01
Прибыль/Активы, %	3.47	3.17	2.74	3.41	2.83	1.42	8.29	7.52	2.69

Стоимость акций ФСК с начала года выросла на 13.79%, для сравнения National Grid снизилась на 7.63%. Маржа прибыли составила 23.48%, что значительно больше, чем у National Grid (8.68%). Собственный капитал ФСК в 18 раз превышает долг, а собственный капитал National Grid равен 11% от общего долга. Коэффициент P/E ФСК составляет 15.9, а P/S 7.5, что выше, чем National Grid (P/E 2.02 и P/S 0.35), а также других энергетических компаний.

Бумаги Интер РАО с начала года прибавили только 0.16%, однако за последний месяц ее рост составил 7.56%. В свою очередь динамика западных аналогов Интер РАО за последний месяц была менее привлекательной – Enel (-0.32%), International Power (+7,08), AES Corp.(+1,91), при этом с начала года акции Enel упали на 3.21%, International Power на 11.34%, хотя бумаги AES Corp. прибавили 29.38%. При этом маржа прибыли Интер РАО (4.53%) оказалось меньше, чем Enel (8.51%) и International Power (12.3%), но выше, чем у AES Corp. (3.58%). Однако рост прибыли Интер РАО почти в 2000% несравним со синжением доходов Enel и International Power. Коэффициенты долга Интер РАО также выглядят лучше западных аналогов. В сравнении с аналогами стоимость компании Интер РАО по коэффициенту P/E (48.04) является выше Enel (7.3) и International Power (5.03), но P/E AES Corp. (49,5) также высок.

РусГидро с начала года продемонстрировала рост в 39.5%, когда динамика аналогичных компаний Empresa Nacional de Electricidad и TransAlta Corp. составила +0.38% и -6.94% соответственно. Маржа прибыли РусГидро (49.35%) существенно превосходит Empresa Nacional de Electricidad (17.7%) и TransAlta Corp. (11.51%). Соотношение собственного капитала к долгу Интер Рао составляет 13.62, в отличии от Empresa Nacional de Electricidad (0.57) и TransAlta Corp. (0.43). Коэффициент P/E РусГидро составляет 10.3, ниже Empresa Nacional de Electricidad (15.5) TransAlta Corp. (17.9).

Таким образом, мы считаем, что среди лидеров российского рынка энергетики наиболее привлекательно выглядят ФСК и РусГидро, как по фундаментальным показателям, так и дальнейшим перспективам развития.

Отдел продаж финансовых продуктов **+7 (495) 957-00-18**
e-mail sales@lanta.ru
Факс +7 (495) 959-29-59
Адрес 115184, г. Москва, ул. Новокузнецкая, д. 9, стр. 2

Настоящий аналитический обзор представляется клиентам банка исключительно в информационных целях. Содержащиеся в обзоре прогнозы и оценки ситуации на рынках подготовлены без учета инвестиционных предпочтений инвесторов и отражают мнение аналитика. Настоящая информация сформирована на основе публичных источников, за полноту и достоверность которой АКБ «Ланта-Банк» (ЗАО) ответственности не несет. Также АКБ «Ланта-Банк» (ЗАО) не несет никакой ответственности за любые прямые или косвенные убытки, полученные при использовании настоящего обзора. АКБ «Ланта-Банк» (ЗАО) не берет на себя обязательство регулярно обновлять информацию, которая содержится в обзоре или исправлять возможные неточности. При перепечатке данных материалов полностью или частично ссылка на **www.lanta.ru** обязательна.