

Прогноз на 2008 год

Энергетика

от 21 января 2008 г.

Энергогенерирующие компании

В 2008 г. энергогенерация Украины останется одной из наиболее привлекательных секторов фондового рынка - **потенциал роста 30-85%**.

Основная причина – значительная недооценка относительно российских генерирующих компаний (ОГК или оптовых генерирующих компаний). По информации о последних продажах государственных пакетов российских ОГК стоимость 1кВт энергогенерирующей компании составили в среднем \$680, в то время как аналогичный показатель для украинских компаний (на текущий момент) равен \$320 за 1кВт.

Отметим, что инвестиции в украинскую генерацию, скорее всего, будут иметь долгосрочный характер, т.к. проведение реформы, аналогичной российской, в Украине планируется не скоро.

В табл. 1 приведены результаты сравнительной оценки с российскими аналогами по двум вариантам («оптимистическому» и «консервативному»). В оценке используется набор из пяти мультипликаторов: (1) EV/S; (2) EV/EBITDA; (3) P/E; (4) P/Output; (5) EV/Installed Capacity (в «оптимистическом») или EV/Used Capacity (в «консервативном»).

Таблица 1. Потенциал роста украинской генерации относительно российских аналогов (цены на 16.01.2008 г.)

Тикер	Компания	Спред, %	Цена, UAH	Таргет, UAH		Upside, %		Рекомендация
				консервативный	оптимистический	консервативный	оптимистический	
CEEN	Центрэнерго	0,03	29,3	40,4	49,7	37,9	69,7	buy
DNEN	Днепрэнерго	0,80	2 536,7	2 284,5	2 917,0	-9,9	15,0	hold*
DOEN	Донбассэнерго	3,10	193,8	290,4	359,1	49,8	85,3	buy
ZAEN	Западэнерго	0,002	597,4	780,9	865,5	30,7	44,9	buy

* с учетом допэмиссии

Особенностью «консервативного» варианта заключается в том, что учитывается коэффициент загрузки мощностей генерирующих компаний, который существенно отличается для украинских и российских компаний – в среднем по отрасли 24,8% и 56,5% соответственно (табл.2).

Поскольку 3/4 мощностей украинских энергогенерирующих компаний фактически простаивает, эффективность и прибыльность отечественных компаний ниже, чем у российских аналогов. Основные проблемы украинской генерации: (1) высокая степень изношенности мощностей (в т.ч. незадействованных); (2) ограниченные возможности экспорта электроэнергии (сейчас экспорт осуществляет только ZAEN и атомные электростанции).

Днепрэнерго - «держать» (оставлено без изменений)

В случае отмены дополнительной эмиссии, потенциал роста увеличивается до 36-73% (см. табл.3), поскольку количество акций не увеличится (останется прежним - 3,9 млн. шт.). По нашему мнению, в сложившихся условиях **отмена допэмиссии негативно отразится на развитии компании**: вырученные на открытом аукционе средства, скорее всего, будут использованы на пополнение госбюджета.

Таблица 2. Эффективность деятельности украинской и российской генерации (по итогам 2007Q3)

Тикер	Компания	Рентабельность, %	
		по чистой прибыли	по EBITDA
OGKA	OGK-1-BRD	4,0	19,3
OGKB	OGK-2-CLS	1,4	4,2
OGKC	OGK-3-CLS	4,8	10,8
OGKD	OGK-4	6,0	10,5
OGKE	OGK-5-CLS	4,6	13,7
OGKF	OGK-6	6,9	11,7
CEEN	Центрэнерго	2,4	10,5
DNEN	Днепрэнерго	2,8	11,2
DOEN	Донбассэнерго	10,6	18,7
ZAEN	Западэнерго	0,1	5,7

Западэнерго - «покупать» (оставлено без изменений)

Основной проблемой компании является сокращение экспорта электроэнергии из Бурштынского энергоострова в 2007 г. на 6,9% (но следует учесть, что в целом по Украине экспорт снизился на 11,8%). Решение конфликта Energy Capital-Укринтерэнерго путем подписания мирового соглашения, скорее всего, перечеркнуло схему продаж электроэнергии на аукционах в кратко- и среднесрочной перспективе. Тем не менее, отпускные цены для электроэнергии, производимой Бурштынским энергоостровом, будут на 20% выше цен, определяемых оптовым рынком (хотя и в 1,5 раза ниже аукционной). Таким образом, задача заключения долгосрочных контрактов на поставку э/э по-прежнему остается нерешенной. Позитивный момент – факт пересмотра в сторону увеличения контрактных цен практически по всем направлениям поставок.

Настоящий прогноз не должен рассматриваться как обязательство ИФК «АРТ-Капитал» покупать или продавать акции, однако ИФК «АРТ-Капитал» оставляет за собой право иметь открытые позиции в упомянутых в отчете ценных бумагах. Приведенные сведения были получены из различных источников, считающихся надежными, однако мы не гарантируем их полноту или точность. Хотя мы считаем рекомендации, приведенные в настоящем отчете, правильными, инвесторы должны принимать решения самостоятельно. ИФК «АРТ-Капитал» не несет ответственность за прямые или косвенные потери в результате действий, основанных на сведениях, приведенных в этом отчете. Воспроизведение этого отчета или его части без согласования с ИФК «АРТ-Капитал» запрещено. ©2008, ИФК «АРТ Капитал».

Центрэнерго, Донбассэнерго - «покупать» (оставлено без изменений)

Дополнительным аргументом в пользу наших оценок может служить тот факт, что рентабельность по указанным компаниям уже превысили российские (табл. 3). Кроме того, стимулом для дальнейшего роста котировок может стать завершение реорганизации РАО «ЕЭС России» (июль-август 2008г.). Предположительно, во втором полугодии 2008 г. иностранные инвесторы сосредоточат внимание на сопредельных рынках к российскому, в том числе – на украинском.

Таблица 3. Оценка потенциала роста Днепрэнерго (цена на 16.01.2008 г. = 2 536,7 грн.)

Вариант оценки	Target, UAH		Upside, %		
	консервативный	оптимистический	консервативный	оптимистический	
По сравнению с Россией	1. Допэмиссия остается в силе	2 284,5	2 917,0	-9,9	15,0
	2. Отмена допэмиссии	3 436,1	4 387,4	35,5	73,0
По украинскому сектору	3. Допэмиссия остается в силе	1 876,4	1 952,8	-26,0	-23,0
	4. Отмена допэмиссии	2 472,0	2 573,3	-2,5	1,4

Основными драйверами роста цен на акции отрасли в 2008 году могут стать:

- расширение деятельности **инвестиционных фондов** на развивающихся рынках, которые часто предусматривают инвестиции в энергетику;
- увеличение **уровня потребления** электроэнергии промышленностью как следствие высоких темпов прироста промышленного производства. Например, в 2007 г. потребление возросло на 3,5% (в частности, металлургия, на которую приходится около трети потребленной электроэнергии, увеличила ее потребление на 4,8%);
- планируемое **повышение тарифов** на электроэнергию в 2008г.;
- **приватизационные ожидания**, особенно на фоне процессов реорганизации РАО «ЕЭС России»;
- **участие международных организаций** в финансировании отраслевых проектов в Украине (реформа оптового рынка электроэнергии, «Проект передачи электроэнергии» и др.).

Энергораспределительные компании

По сравнению с российскими и даже европейскими (которые значительно дороже российских) компаниями, большинство украинских облэнерго на данном этапе уже переоценены.

Однако, можно увидеть некоторый потенциал для роста, разделив совокупность показателей на две группы: производственные и финансовые. У ряда распределительных компаний просматривается некоторый потенциал по первой группе показателей.

Логика размышления следующая: имея достаточные мощности, при приходе эффективного собственника (учитывая наметившиеся позитивные сдвиги в процессе приватизации), финансовое положение компании можно улучшить, и, таким образом, повысить потенциал роста. С этой точки зрения, наиболее интересными для инвесторов могут стать Днепроблэнерго, Крымэнерго (последняя, пожалуй, наиболее активно среди всех облэнерго привлекает иностранный капитал для реализации проектов реконструкции сетей), Запорожьеоблэнерго и **Одессаоблэнерго** (учитывая планируемую продажу государственного 25,01%-го пакета).

У **Донецкоблэнерго** возможен **спекулятивный рост**. На наш взгляд, шансы на выход Донецкоблэнерго в 2008г. на безубыточность весьма сомнительны, финансовое положение по-прежнему будет тяжелым, а присоединение к ДТЭК в 2008г. (через продажу государственного пакета) – маловероятно.

Тем не менее, компания остается наиболее недооцененной по сектору: (1) справедливая цена по украинскому сектору - \$14 (70,7 грн.), если учитывать только производственные показатели (Output, Network length, Transformer Power) и «закрывать глаза» на показатели прибыльности (EBITDA, Net Profit); (2) справедливая цена по сравнению с иностранными аналогами - \$12,2 (61,6 грн) при том же условии (не учитывая отрицательные EBITDA и Net Profit).

Отдельно выделим **Киевэнерго**, основное преимущество которой состоит в ее месторасположении. Столичный регион в подготовке к Евро-2012 будет инвестировать значительные средства в развитие энергосетей Киева. Дополнительный «плюс»: из бюджета Киева будет финансировать около половины проектов компании (по решениям Киеврады).

Приватизация шести облэнерго, скорее всего, пройдет, по нашему мнению, во втором полугодии 2008 г. (а не в первом квартале, как сейчас планируется).

Также как и для генерации, не исключен рост котировок энергораспределительных компаний на новостях о наполнении международными инвестиционными фондами своих портфелей, в которые (в большинстве случаев) будет входить и распределение.

На акции большинства энергораспределительных компаний мы все-таки смотрим скептически: данная отрасль нуждается в коренной модернизации основных фондов, равно как и в структурном реформировании в целом.

Настоящий прогноз не должен рассматриваться как обязательство ИФК «АРТ-Капитал» покупать или продавать акции, однако ИФК «АРТ-Капитал» оставляет за собой право иметь открытые позиции в упомянутых в отчете ценных бумагах. Приведенные сведения были получены из различных источников, считающихся надежными, однако мы не гарантируем их полноту или точность. Хотя мы считаем рекомендации, приведенные в настоящем отчете, правильными, инвесторы должны принимать решения самостоятельно. ИФК «АРТ-Капитал» не несет ответственность за прямые или косвенные потери в результате действий, основанных на сведениях, приведенных в этом отчете. Воспроизведение этого отчета или его части без согласования с ИФК «АРТ-Капитал» запрещено. ©2008, ИФК «АРТ Капитал».