

Акции АО-энерго в 2004: перспективы роста.

Аринин Сергей
Arinin@finam.ru
 (095) 204-8098

Скрябин Дмитрий
Scryabin@finam.ru
 (095) 204-8275

Тенденции и перспективы

Уже принято говорить, что ушедший 2003 г. был годом электроэнергетики – как в плане реальных преобразований, так и в отношении фондового рынка. В реальном секторе были подписаны законы, формирующие правовую базу реформирования отрасли, зафиксированы основные принципы структурных перестроек, запущен сектор свободной торговли электрической энергией, увеличено влияние РАО за рубежом.

На фондовом рынке инвестиции в акции электроэнергетического сектора в 2003 году обеспечили своим владельцам несравненно более высокий доход, нежели общий рост рынка (рис.1).

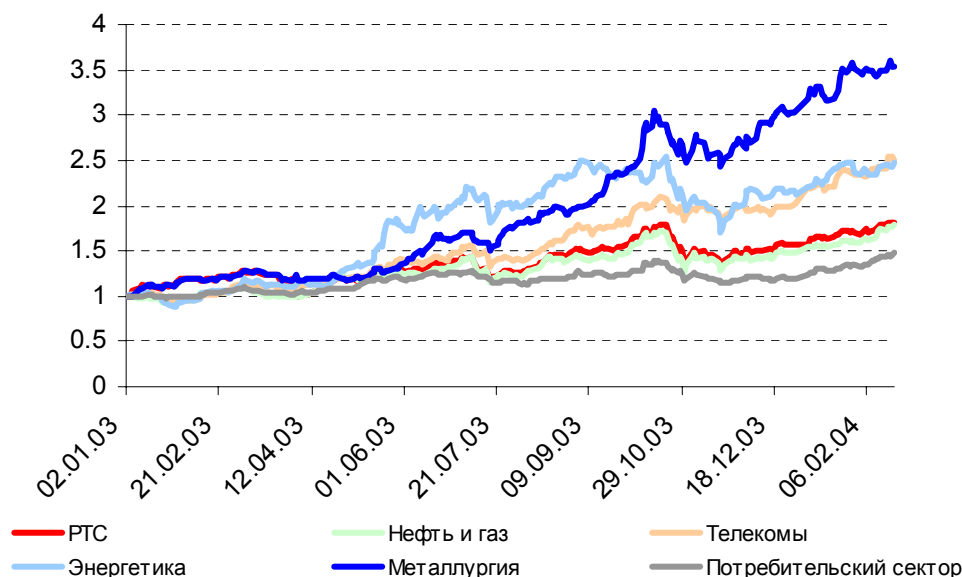


Рис.1 Индексы роста акций компаний по отраслям

Тем не менее в наступившем году отрасль еще не потеряла потенциала роста: нас ждет начало массовой структурной перестройки энергокомпаний;

утверждение правил, по которым будут создаваться эти компании; более четкое осознание возможностей и рисков владения теми или иными ценными бумагами на рынке, в том числе и привилегированными акциями энергетических компаний. Все это будет создавать определенные возможности для арбитража с акциями энергокомпаний.

Однако если в прошлом году драйвером роста электроэнергетического сектора стали бумаги РАО, подорожавшие за 12 месяцев более чем в два раза, то в последнее время тенденция несколько изменилась: мы ожидаем, что низколиквидные акции компаний «второго эшелона», каких в электроэнергетике несколько десятков, будут представлять (и уже представляют) более интересные инвестиционные инструменты.

При этом мы не считаем, что акции электроэнергетических компаний в большинстве своем потеряют ликвидность из-за разделения – сам процесс массового фактического разделения компаний начнется не ранее 2005 года. Ликвидность акций может снизиться в результате скупки бумаг, но этому будет предшествовать рост их рыночной стоимости.

Уже в текущем году на примере отдельных компаний можно отметить, что потенциал роста ряда низколиквидных акций предприятий энергетики существенно выше, чем у *blue chips*. Поэтому инвесторам, рассчитывающим на долгосрочную перспективу (от полугода и более), имеет смысл поближе ознакомиться с возможностями и рисками инвестирования в эти бумаги.

Акции энергокомпаний в 2004 г. – факторы роста

Среди основных факторов, которые будут способствовать увеличению стоимости компаний электроэнергетического сектора в следующем году и которые пока еще не нашли отражение в текущих ценах акций компаний, можно отметить три: наблюдаемая на сегодняшний день рыночная недооценка отдельных видов бизнеса энергокомпаний; продолжающийся стратегический спрос на акции отдельных АО; наконец, наиболее существенный фактор структурной перестройки – формирование территориальных генерирующих и оптовых генерирующих компаний (ТГК и ОГК) (рис.2.).

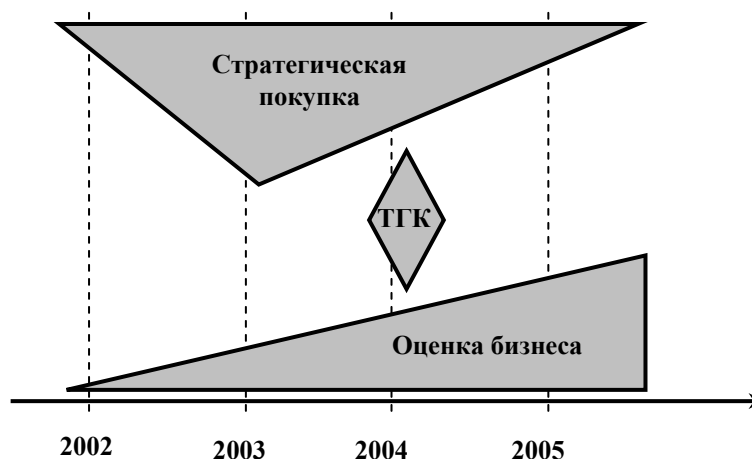


Рис. 2 Влияние различных факторов на стоимость энергокомпаний во времени.

Рассмотрим более подробно эти факторы.

Стоимость отдельных бизнесов в электроэнергетике.

Можно выделить несколько основных видов бизнеса энергетических компаний. Эти виды различаются будущими условиями функционирования (регулируемый/нерегулируемый бизнес), природой самого бизнеса (производство, сфера услуг), методами и подходами к оценке его потенциальной стоимости (метод аналогов, затратный подход, доходный метод) - рис. 3

Мы полагаем, что в 2004-2005 гг. инвесторы начнут уделять внимание не только генерации электроэнергии, но и другим сегментам деятельности компаний: распределению электроэнергии, производству тепла.

Генерация электрической энергии не может рассматриваться как основная составляющая стоимости большинства энергокомпаний, в особенности АО-энерго. Как показывают результаты оценки, из рассматриваемых нами АО-энерго в 20% случаев больше половины стоимости компании составляет бизнес по передаче и распределению электроэнергии, а также по генерации и распределению тепловой энергии.

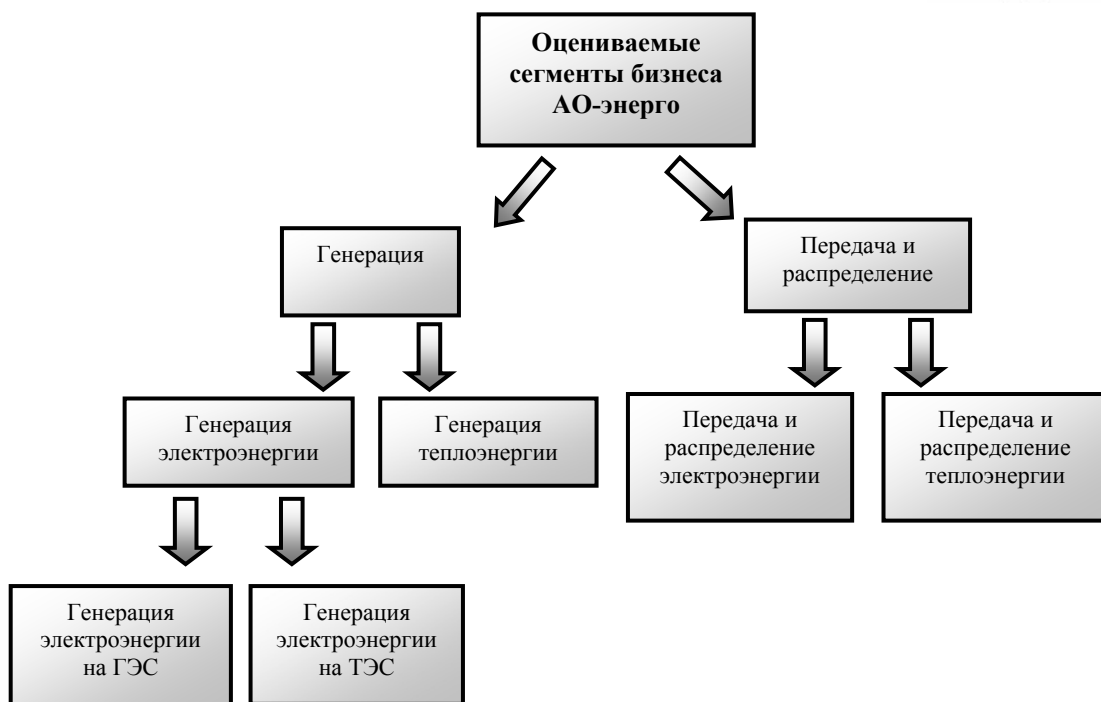


Рис. 3 Структура оцениваемых бизнесов АО-энерго.

По нашим оценкам, существует ряд в достаточной степени недооцененных с точки зрения стоимости бизнеса энергокомпаний (табл. 1), и мы ожидаем, что этот факт будет постепенно осознаваться рынком и отражаться в цене акций соответствующих АО.

Таблица 1. Компании, обладающие наибольшей инвестиционной привлекательностью обыкновенных акций.

Энергокомпания	Текущая цена * об. акций, \$	Справедливая цена об. акций, \$	Потенциал роста, %	Рекомендация
Красноярскэнерго	0.3735	1.05	180	Покупать
Бурятэнерго	0.0727	0.1723	137	Покупать
Ставропольэнерго	0.0420	0.0793	89	Покупать
Пермьэнерго	4.53	7.15	58	Покупать
Новосибирскэнерго	10.19	20.15	98	Покупать
Томскэнерго	0.0141	0.0201	43	Покупать
Кузбассэнерго	0.6205	1.20	94	Держать
Челябэнерго	0.0392	0.0474	21	Держать
*Мариэнерго	0.1097	0.1383	26	Держать

* - на 26 января 2004 г.

Продолжающийся спрос на акции со стороны стратегических инвесторов.

Очевидно, что период массовой скупки энергокомпаний остался позади – блок-пакеты практически всех стратегически привлекательных активов на сегодняшний момент уже консолидированы. Однако тот факт, что в будущем многие компании подвергнутся слиянию в процессе создания новых субъектов рынка – ТГК, и уже рассмотренный фактор различной структуры стоимости компаний в определенных случаях не позволяют говорить о том, что стратегическая скупка закончена.

В ряде энергокомпаний, учитывая предложенный правлением РАО вариант формирования ТГК, для сохранения доли в генерации не ниже блокирующего пакета при формировании ТГК необходимо владение более 50% акций первоначальной компании (АО-энерго). Соответственно, можно ожидать, что стратегический инвестор в подобных АО будет вынужден увеличивать свою долю в компании до максимально возможных значений либо искать другие пути решения проблемы, вплоть до отказа от идеи получить контроль в интересующих его активах.

Несмотря на то, что влияние этого фактора на стоимость компании велико, определить с достаточной степенью вероятности поведение инвестора весьма сложно, тем более что число компаний, для которых рассмотрение данного фактора релевантно, сокращается.

Структурная перестройка компаний и формирование ТГК и ОГК.

Одними из наиболее важных точек изменения стоимости акций энергокомпаний в 2004 году будут принятие, утверждение и фиксация процедур создания новых субъектов рынка электроэнергетики – ТГК и ОГК. В частности, это касается:

- конечной структуры и принципов формирования ТГК;
- возможностей владельцев обыкновенных и привилегированных акций РАО и АО-энерго при образовании ТГК;
- возможности организации аукционов, подобных аукционам по ОГК;
- наличия в схемах реформирования АО-энерго возможностей обмена активов (например, сети на электрогенерацию);
- схемы проведения аукционов по ОГК и права владельцев обыкновенных и привилегированных акций РАО.

Взаимосвязь факторов роста

Можно заметить, что все три вышерассмотренных фактора потенциального изменения стоимости акций электроэнергетического сектора находятся в тесной взаимосвязи (рис. 4).

Интерес со стороны потенциальных инвесторов, возникающий, в том числе и при оценке бизнеса компании, порождает интерес к рассмотрению возможности получения доли/контроля в ней; это обязательно должно быть сопряжено с прогнозом и рассмотрением структурных изменений, в частности формирования ТГК и ОГК.



Рис. 4 Взаимосвязь основных факторов роста энергокомпаний.

При формировании объединенных компаний (ТГК и ОГК) будут использованы различные коэффициенты обмена акций АО-энерго и АО-станций на акции новых обществ. Методика оценки, разработанная Deloitte & Touche, подразумевает оценку компании, построенную на применении различных подходов, в том числе и на оценке бизнеса. Соответственно, от стоимости бизнесов и активов компании будут зависеть и коэффициенты обмена.

Структура рынка предполагает возможность получения дополнительных доходов собственниками генерирующих мощностей

Предполагаемая на сегодняшний день структура будущих участников рынка электроэнергии - генерирующих компаний, а также недостаточное развитие антимонопольного регулирования в электроэнергетике создают предпосылки к формированию такого фактора увеличения стоимости энергокомпаний, как рыночная власть. По нашим оценкам, поставщики электроэнергии в ряде регионов России будут обладать существенной рыночной властью, формально оставаясь вне внимания антимонопольного регулирования. Это будет способствовать завышению цен продажи энергии на рынке, принося дополнительные доходы ее владельцам.

Изучая опыт западных стран с различными моделями ценообразования с точки зрения возможностей генераторов увеличивать цену рынка в зависимости от степени концентрации участников, мы рассчитали, что в российских условиях производители смогут увеличить цену рынка на 10-

15% сверх рыночной цены при условиях свободной конкуренции. При этом в Сибирском регионе, а также в ряде частично изолированных субъектов (таких как, например, Мурманская область и Карелия) влияние поставщиков на цену электроэнергии будет существенно выше.

Данный фактор рассматривался нами при оценке генерирующих мощностей компаний как единый для всех генераторов - от повышения цены рынка выигрывают все поставщики - и уже заложен в результатах оценки.

Перспективы роста АО-энерго

На основе имеющейся у нас модели рынка электроэнергии, позволяющей с объективной долей вероятности оценить денежные потоки, которые будет создавать тот или иной объект электрогенерации в отрасли, а также применяя особые подходы к оценке каждого вида регулируемого бизнеса (теплогенерация, передача тепловой и электрической энергии, генерация электроэнергии на ГЭС) мы оценили справедливую стоимость акций большинства АО-энерго с учетом величины чистого долга компаний (табл. 1). Прогноз стоимости представлен с расчетом на конец 2004 года.

Федеральные ГРЭС как бизнес и как способ получения долей в ОГК

Активы федеральных ГРЭС (тепловых электростанций - отдельных субъектов рынка электроэнергии), согласно постановлению правительства и программе реформирования РАО «ЕЭС России» (стратегия «5+5»), будут включены в состав ОГК, а их акционеры получают пропорциональную долю в оптовых компаниях. Соответственно, акции этих станций могут рассматриваться как альтернативное акциям РАО средство получения доли в ОГК.

Однако с введением в систему аукционов по ОГК возможности использования денежных средств, интерес к акциям федеральных ГРЭС снижается. К тому же на текущих ценовых уровнях, по нашим оценкам, стоимость получения гипотетического 1% в ОГК через акции РАО и стоимость получения того же 1% в ОГК через федеральные станции практически одинакова; при этом акции РАО являются более универсальным, гибким и ликвидным инструментом.

Мы оцениваем справедливую стоимость акций федеральных ГРЭС на основе упомянутой модели рынка, прогнозируя приведенный чистый денежный поток, который станция будет генерировать в условиях свободного рынка электроэнергии (табл. 2). Результаты оценки стоимости представлены с расчетом на конец 2004 года.

Таблица 2. Потенциал роста и целевые цены акций Федеральных ГРЭС*

Компания	Текущая цена ** об. акций, \$	Справедливая цена об. акций, \$	Потенциал роста, %	Рекомендация
Конаковская ГРЭС	0.5624	0.45	-20	Пересматривается
Черепетская ГРЭС	132	182	38	Пересматривается
Ставропольская ГРЭС	193	146	-24	Пересматривается
Костромская ГРЭС	0.1489	0.12	-19	Пересматривается

* - мы не выставляем рекомендаций и целевых цен по акциям Печорской ГРЭС

** - на 26 января 2004 г.

ГЭС - перспективы приватизации как фактор роста

Федеральное законодательство и стратегия «5+5» РАО «ЕЭС России» предусматривают в процессе реформирования РАО запрет на снижение государственной доли в ГЭС, которая составляет более 50%. Это фактически создает барьер на пути продажи частным инвесторам крупных гидроэлектростанций.

Однако мы полагаем, что заинтересованные во владении ГЭС группы инвесторов (в основном крупные финансово-промышленные компании) могут приложить достаточно усилий для изменений в нормативно-правовой базе и поиска возможности обходных путей для приватизации ГЭС либо, в крайнем случае, дождаться окончания периода реформирования РАО.

Соответственно, мы учитывали вероятность установления контроля над ГЭС со стороны частных групп инвесторов и оценили, сколько готовы платить эти инвесторы за акции рассматриваемых гидроэлектростанций.

Другой фактор, который принимался во внимание при оценке стоимости ГЭС, - стоимость бизнеса электрогенерации. Этот бизнес мы рассматривали как регулируемый, считая, что сверхприбыль ГЭС от участия на свободном рынке будет тем или иным образом регулироваться (например, фискальными методами).

Красноярскую ГЭС мы не принимали в расчет: контроль над станцией полностью принадлежит металлургическим группам, и вряд ли компания будет ориентирована на рост благосостояния миноритарных акционеров. Итоговые оценки перспектив роста стоимости ГЭС с расчетом на конец 2004 г. приведены в табл. 3.

Таблица 3. Потенциал роста и целевые цены акций Федеральных ГЭС*

Компания	Текущая цена ** об. акций, \$	Справедливая цена об. акций, \$	Потенциал роста, %	Рекомендация
Волжская ГЭС (Волжский)	0.0438	0.0397	-9	Пересматривается
Волжская ГЭС (Жигулевск)	0.0251	0.0272	8	Пересматривается
Воткинская ГЭС	0.0938	0.1480	58	Покупать
Зейская ГЭС	0.0749	0.1309	75	Пересматривается
Саяно-Шушенская ГЭС	0.2078	0.2666	28	Покупать

* - мы не выставляем рекомендаций и целевых цен по акциям Красноярской ГЭС

** - на 26 января 2004 г.

«Префы» АО-энерго - мало оптимизма

Вопрос о судьбе привилегированных акций РАО «ЕЭС России» и региональных АО-энерго по-прежнему открыт. Вариантов решения этого вопроса несколько - от конвертации в обыкновенные акции с определенным коэффициентом до пропорционального участия.

Тем не менее следует отметить, что привилегированные акции по закону об АО имеют право голоса при решении вопроса о реорганизации компании. Это не имеет значения в период разделения компаний (ценность блокирующего пакета нивелируется в результате того, что после 2005 г. решения о реорганизации АО-энерго будут приниматься простым большинством), но будет играть существенную роль при формировании ТГК. Возможные попытки повлиять на ход образования ТГК могут стимулировать рост спроса на привилегированные акции компаний.

С другой стороны, для АО-энерго, где доля «префов» низка (до 10%), существует возможность конвертации их в обыкновенные акции с применением соответствующего коэффициента обмена (подобная идея в ряду прочих высказывалась и представителями топ-менеджмента РАО). Тем не менее, точно определить значение этого коэффициента невозможно - результаты независимой оценки могут существенно различаться у различных оценщиков, к тому же велик риск занижения данного коэффициента.

Мы смотрим негативно на перспективы роста стоимости большинства привилегированных акций энергокомпаний, учитывая неопределенность их дальнейшей судьбы и, как следствие, высокие риски инвестирования в эти инструменты, полагая, что обыкновенные акции представляют больший интерес для инвестиций.

Подводя итоги...

В заключение можно сказать, что многие факторы, рассмотренные в этом обзоре, будут актуальны не только в 2004 году, но, возможно, и в последующий период.

В течение наступившего года бумаги компаний электроэнергетического сектора по-прежнему имеют все основания быть в центре внимания инвесторов в связи с сохраняющимся потенциалом увеличения стоимости и грядущими структурными преобразованиями. А принимая во внимание тот факт, что привлекательность нефтяного сектора, составляющего более 60% общей капитализации рынка, может быть несколько снижена под влиянием негативных прогнозов цен на нефть в 2004 году, а также ряда иных факторов, электроэнергетический сектор имеет шансы привлечь дополнительное внимание участников фондового рынка, что также будет стимулировать повышенный спрос на эти бумаги.

Информация и выводы, содержащиеся в настоящей публикации, были подготовлены специалистами ЗАО «ФИНАМ» и предназначены клиентам компании. Данная публикация была подготовлена исключительно в информационных целях. Ни сама ЗАО «ФИНАМ», ни кто-либо из ее сотрудников не несет ответственности за любой прямой или косвенный ущерб, наступивший в результате использования настоящей публикации. Информация и мнения, содержащиеся в настоящей публикации, могут быть изменены без предварительного уведомления.