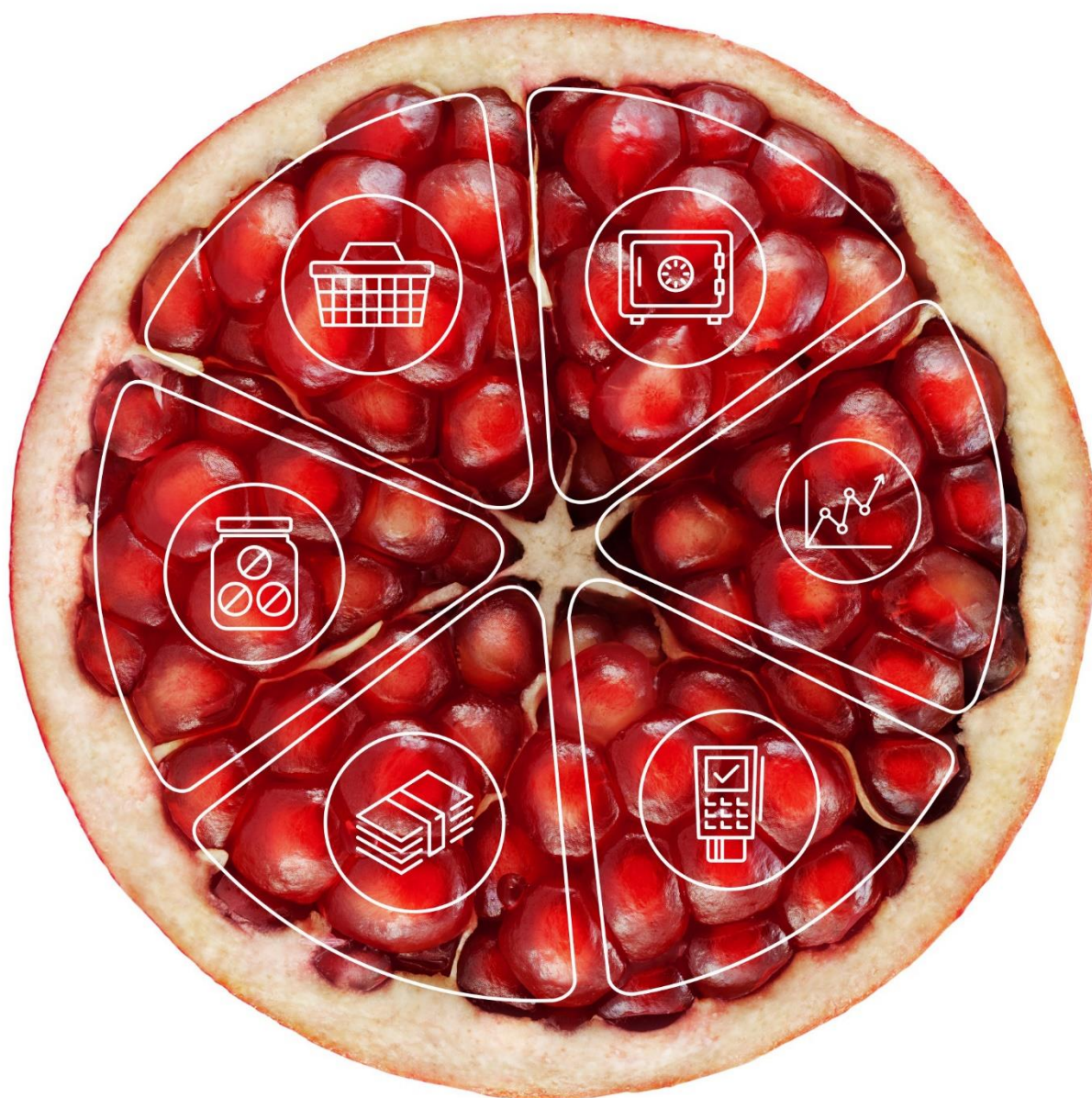


UTILITIES — НЕ ЗАЩИТНЫЕ, НО ДОХОДНЫЕ



Utilities – незащитные, но доходные

Мы выделяем следующие ключевые прогнозы и тенденции в электроэнергетике:

1. Энергорынок РФ восстанавливается благодаря холодной зиме. Мы видим рост энергопотребления и спотовых цен, что обеспечит компаниям сильный операционный рычаг и позитивно скажется на рентабельности.
2. В целом акции коммунального сектора не смогли дать инвесторам необходимой защиты во время кризиса 2020 года, несмотря на низкие операционные риски и сохранение практики выплаты дивидендов. На данном этапе в российском секторе складывается неоднозначная ситуация: несмотря на выход рынка из кризиса, ряд генкомпаний может испытать давление из-за окончания ДПМ и вступления инвестиционной программы в активную фазу. Кроме того, атомная энергетика расширяет рыночную долю, создавая конкуренцию для ТЭС.
3. Средняя дивидендная доходность по ликвидным бумагам сектора составляет в среднем 6,5% в этом сезоне. Случай приостановки выплат «Энел Россия» вряд ли распространится на другие компании, так как ENRU живет сейчас своей жизнью.
4. Американские Utilities могут стать более стабильным вариантом на фоне ожиданий роста прибыли за счет повышения цен и энергопотребления, эффективного менеджмента расходов и роста дивидендов. Мы также отмечаем выгодную оценку по P/E и дивдоходности в сравнении с историческими значениями.
5. Альтернативная энергетика в РФ находится в зачаточном состоянии. Наш прогноз по развитию этой ниши – ВИЭ не получит существенной доли в энергобалансе страны, так как угольные и газовые ТЭС обеспечивают спрос на сырье.
6. Фактор «озеленения» электроэнергетики будет одним из ключевых в контексте развития отрасли в Китае, Европе и США. Регионы в ближайшие годы узурпируют лидерство по объемам ввода ВИЭ мощностей, что в значительной степени будет поддерживаться регулирующими институтами, программами углеродной нейтральности и приходом к власти в США Джо Байдена.
7. Ядерные реакторы показали высокий уровень стабильности электроснабжения относительно прочих видов генерации, что может повлиять на изменение отношения к «мирному атому» в правящих кругах ряда развитых стран. Учитывая это и высокую долю атомной электроэнергии в энергобалансе отдельных государств, мы прогнозируем, что в ближайшие годы ставка на атомную генерацию сохранится.

Наши текущие рекомендации по акциям отраслевых эмитентов

Эмитент	Страна	Рекомендация	Таргет	Текущая цена	Потенциал	TSR
Интер РАО	Россия	Покупать	6,38	5,08	26%	29%
РусГидро	Россия	Покупать	1,09	0,8	36%	43%
Россети-ао	Россия	Покупать	1,89	1,7	11%	17%
PPL	США	Покупать	31,5	27,5	15%	21%
Con Edison	США	Держать	83,78	67,4	24%	29%

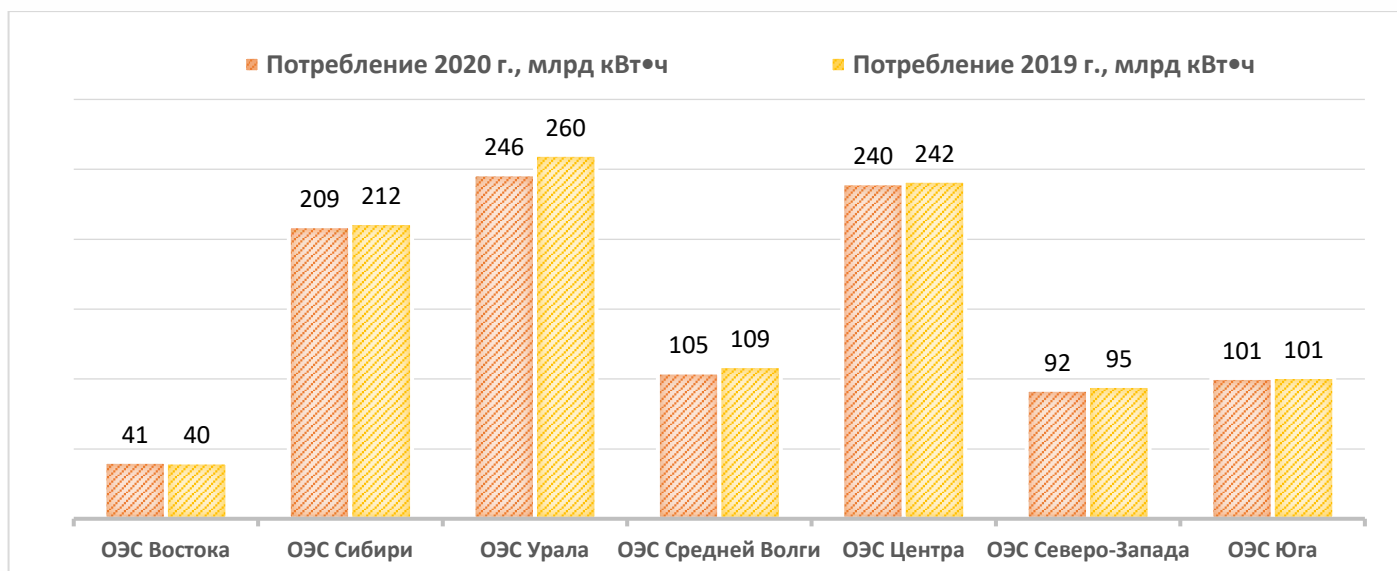
Duke Energy	США	Покупать	96,64	87,3	11%	15%
-------------	-----	----------	-------	------	-----	-----

Utilities RU: кризис не отменяет генерации дивидендов

Защитный актив или нет?

Вирусный кризис неблагоприятно повлиял на сектор Utilities в прошлом году вследствие сокращения энергопотребления, ухудшения платежной дисциплины клиентов, а также задержек по инвестиционным проектам. Мы также отмечаем риски отражения обесценений активов по итогам прошлого года в отчетах МСФО, так как кризис создает благодатную почву для переоценки активов в меньшую сторону, но мы видим, что сектор в целом неплохо пережил кризис и сохранил способность генерировать дивиденды.

По России потребление электроэнергии в 2020 году составило 1050,4 млрд кВтч, что эквивалентно сокращению на 2,3% (г/г). Среди региональных ОЭС рост наблюдался лишь на Дальнем Востоке, в зоне промышленного развития.



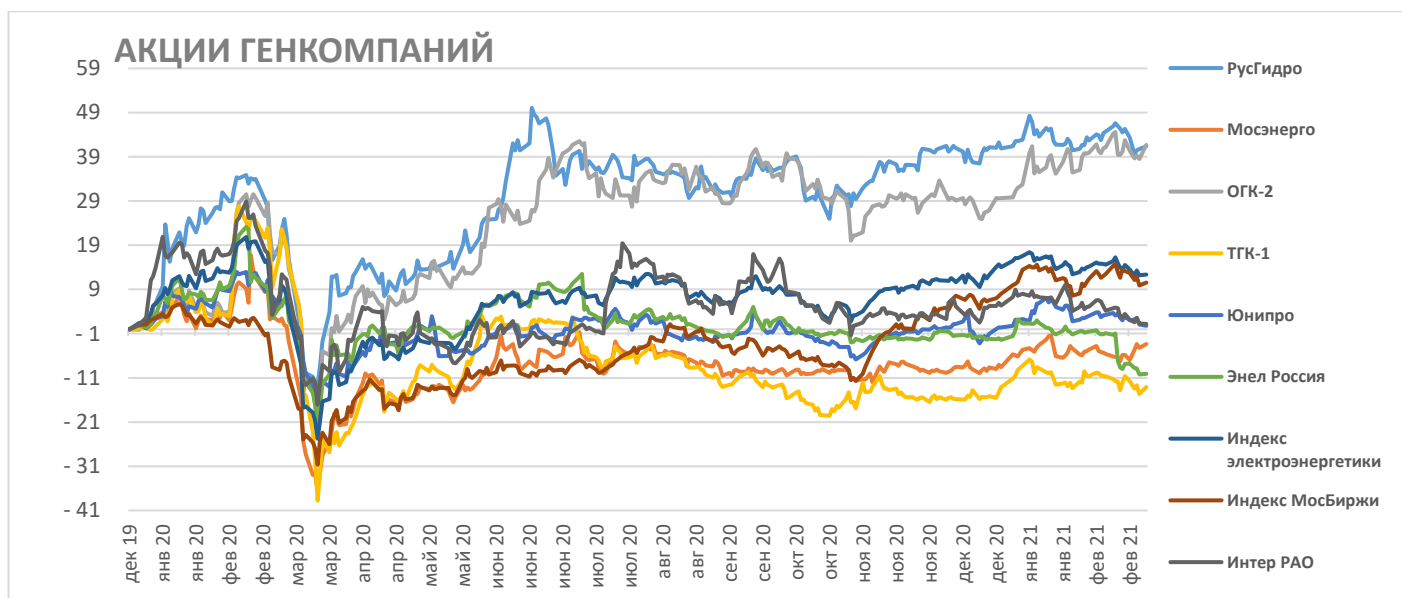
Источник: данные СО ЕЭС

Финансовые отчеты отразили снижение выручки и прибыли по сектору. Наиболее уязвимыми оказались операторы ТЭС: общий спад спотовых цен и тепло-энергопотребления, в том числе экспортного, на фоне кризиса и нетипично мягкой зимы совпал с сокращением загрузки топливных станций в условиях высокой водности в 1-м полугодии.

Вирусный кризис запустил переоценку ожиданий по прибыли и дивидендам по итогам 2020 года. Доходность сектора снизилась, и часть компаний вошла в период стагнации доходов после достижения пиковой прибыли в предыдущие годы. Аутсайдерами стали акции «Мосэнерго», «ТГК-1» и «Энел Россия», показавшие самый сильный спад по прибыли. На результаты «Энел России» также оказала влияние полная перестройка бизнеса – продажа угольной генерации в прошлом году и строительство нескольких ветропарков, а также ожидания окончания тепловых ДПМ с 2021 года. Инвестпрограмма «Энел России» находится в активной фазе, и на фоне снижения прибыли и ухудшения долговых метрик, менеджмент решил отменить дивиденды по итогам 2020 года, отдав приоритет инвестициям. Отказ от дивидендов мы считаем необычным явлением для современной

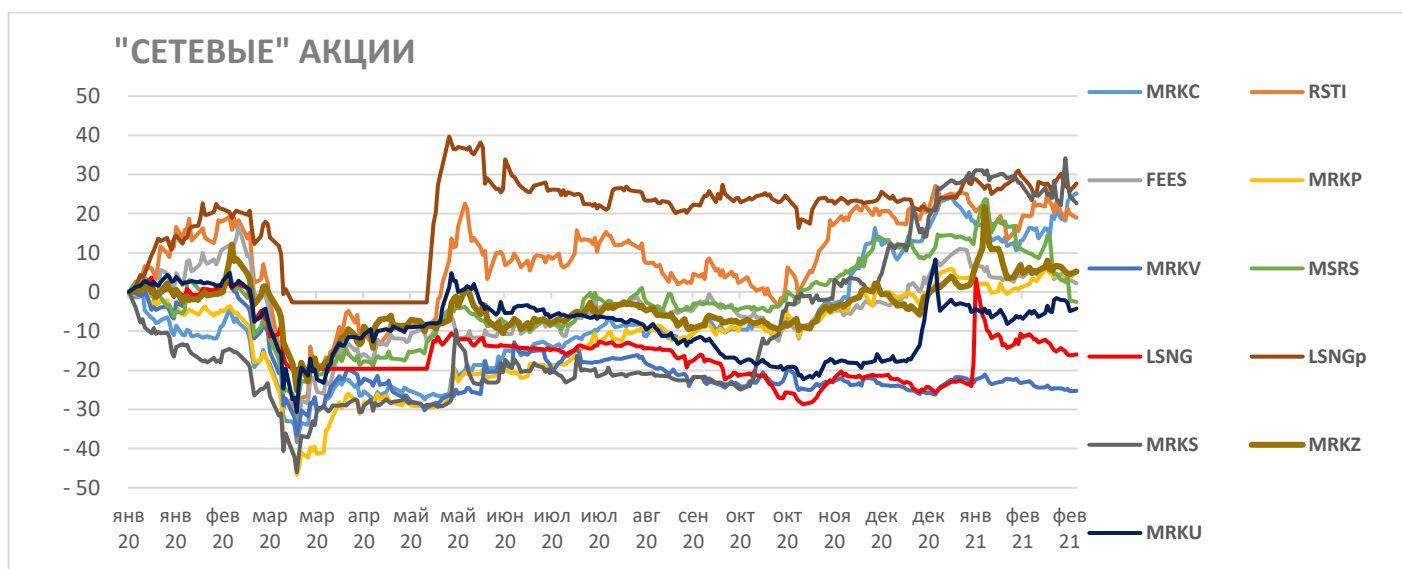
публичной электроэнергетики, но не ожидаем, что это распространится на другие кейсы, так как ENRU, можно сказать, живет сейчас своей жизнью.

Единственной компанией, отразившей рост прибыли, стала «РусГидро», благодаря высокой водности в 1-м полугодии, запуску новых мощностей, в том числе по ДПМ, финансовому доходу от переоценки форварда и нерегулярных статей. «РусГидро» прошла операционный разворот в прошлом году, завершив строительство приоритетных проектов и улучшив тарифы для ТЭС в ДФО, и сейчас восстанавливает позиции.



Источник: Bloomberg

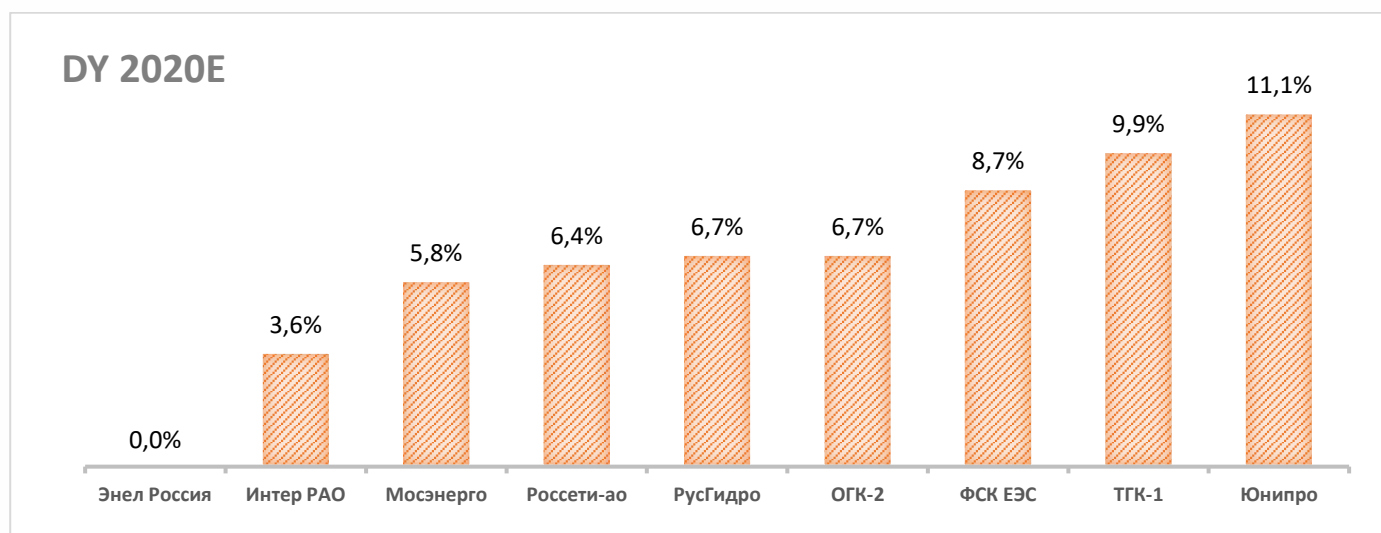
Относительно неплохо пережили кризис сетевые компании: прибыль акционеров по холдингу «Россети» уменьшилась на 21% (г/г) по итогам 9 мес. 2020 года. «Сети» также прошли через пик неплатежей и спад отпуска во время карантинов. Смягчающим фактором для прибыли стала экономия на покупной энергии на фоне падения рыночных цен на нее и программы по уменьшению потерь в сетях. Мы также отмечаем, что отраслевые акции были менее уязвимы из-за низкой оценки по мультипликаторам и ожиданий «сетевых» реформ (повышение платы за льготное техприсоединение, введение платы за резерв мощности).



Источник: Bloomberg

По нашим прогнозам, в этом сезоне сектор сможет предложить инвесторам довольно интересную доходность, около 6,5%, что на текущий момент немного превышает рыночную доходность ~5,4%.

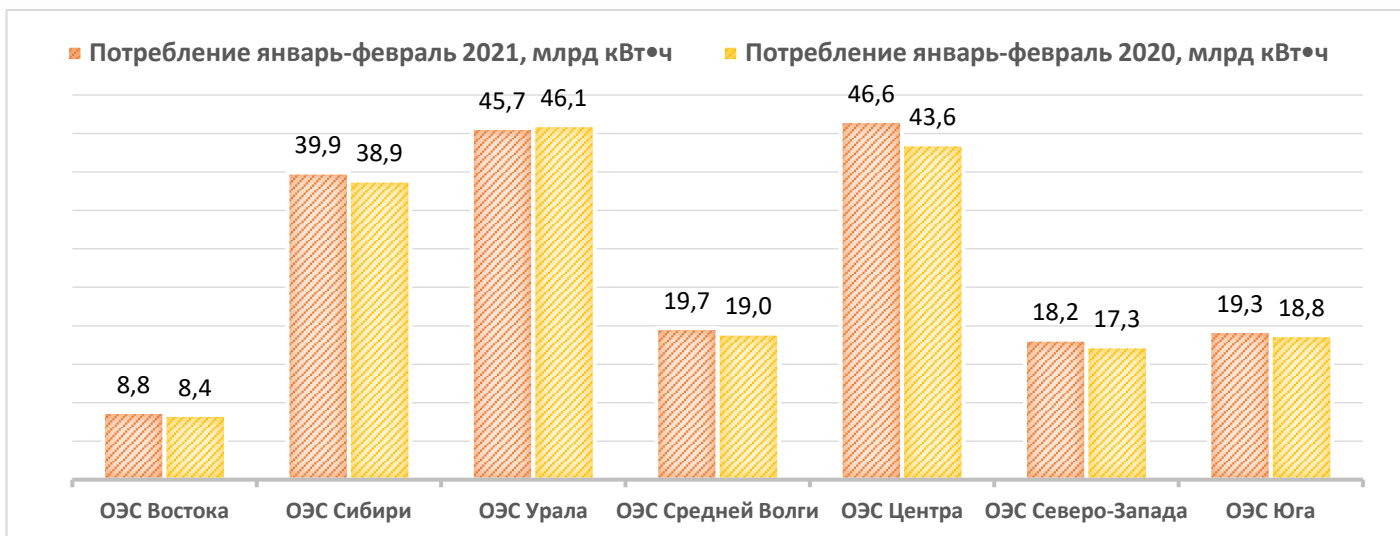
Лидером по доходности могут стать «Юнипро» и «ТГК-1». DY 11% и 10% выглядят заманчиво, но на наш взгляд, это может быть сопряжено с рисками. В кейсе «Юнипро» многое будет зависеть от запуска 3-го аварийного энергоблока Березовской ГРЭС, который должен компенсировать окончание повышенных платежей по ДПМ. Акции ТГКА, в свою очередь, могут впоследствии нескоро закрыть дивидендный гэп ввиду ожиданий снижения прибыли в текущем году, и соответственно следующего дивиденда.



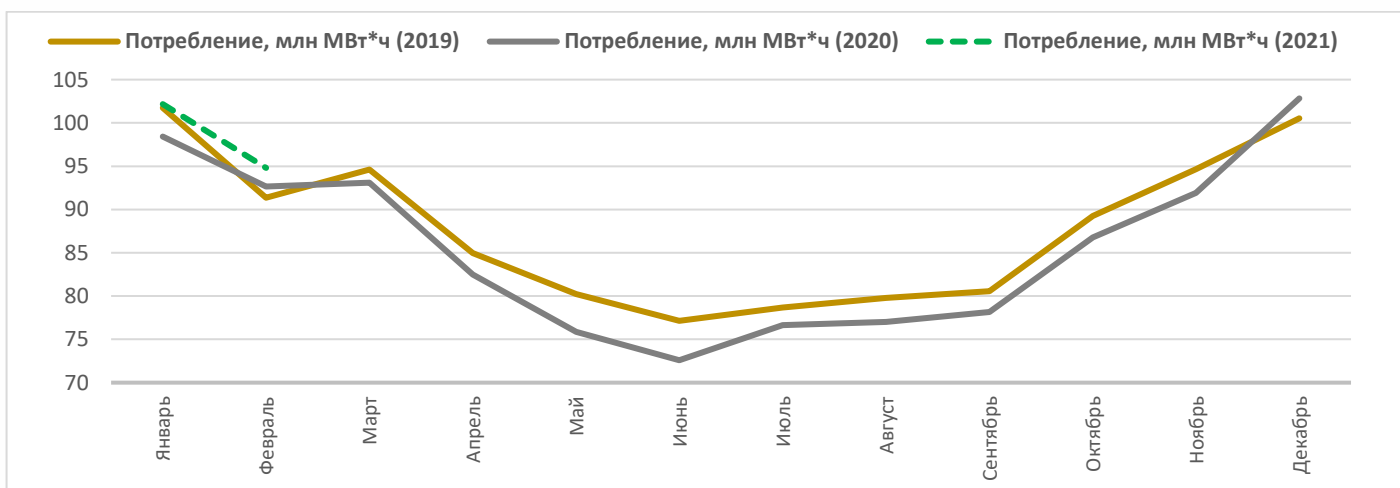
Источник: оценки ГК «ФИНАМ»

Драйверы роста — 2021

Рост спроса на электроэнергию ожидается за счет восстановления деловой активности, которое в большей степени проявится во второй половине 2021 года, а также более низких температурных режимов. В январе 2021 г. потребление увеличилось на 4,8% (г/г) по стране, в ОЭС Востока – на 6,8% (г/г). Улучшение наблюдалось во всех региональных подсистемах ЕЭС России. В феврале 2021 года наблюдалась аналогичная ситуация: потребление даже с учетом дополнительного дня 2020 года выросло во всех регионах, кроме Урала (-2,4% г/г). Наибольший рост потребления наблюдался в ОЭС Центра (6,9% г/г), Средней Волги (3,8% г/г) и Северо-Запада (5,8% г/г). На повышение показателей также оказало влияние температурных режимов: усредненная температура в январе и феврале, по данным Гидрометцентра России, была ниже климатической нормы на 1 и 9 градусов соответственно.



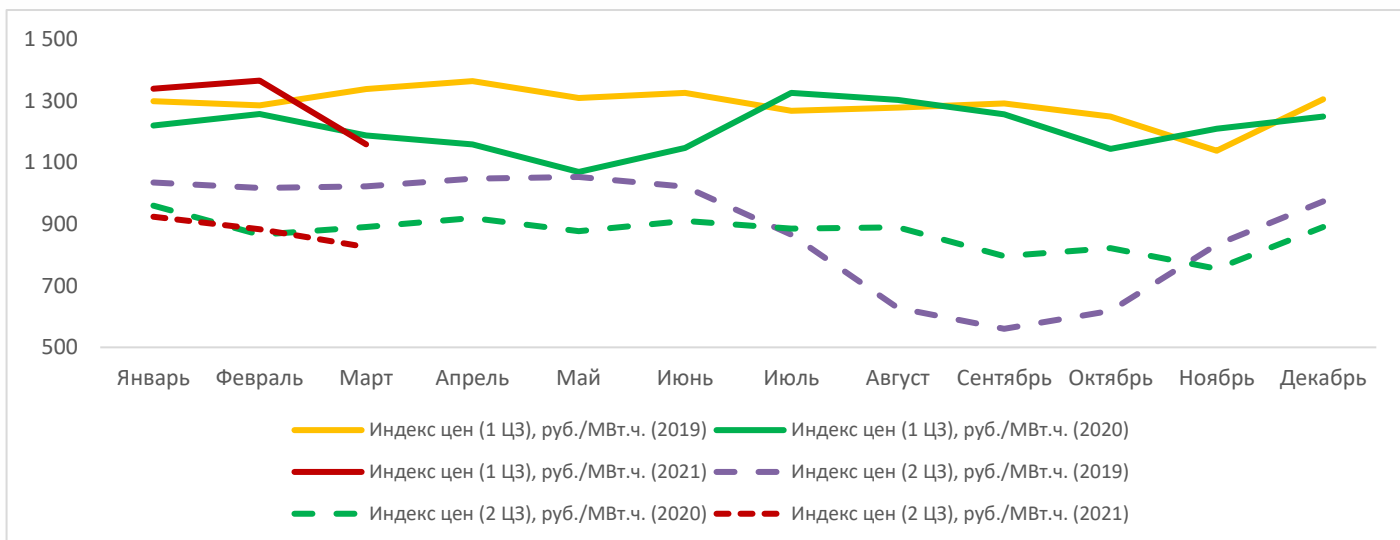
Источник: данные СО ЕЭС



Источник: данные СО ЕЭС

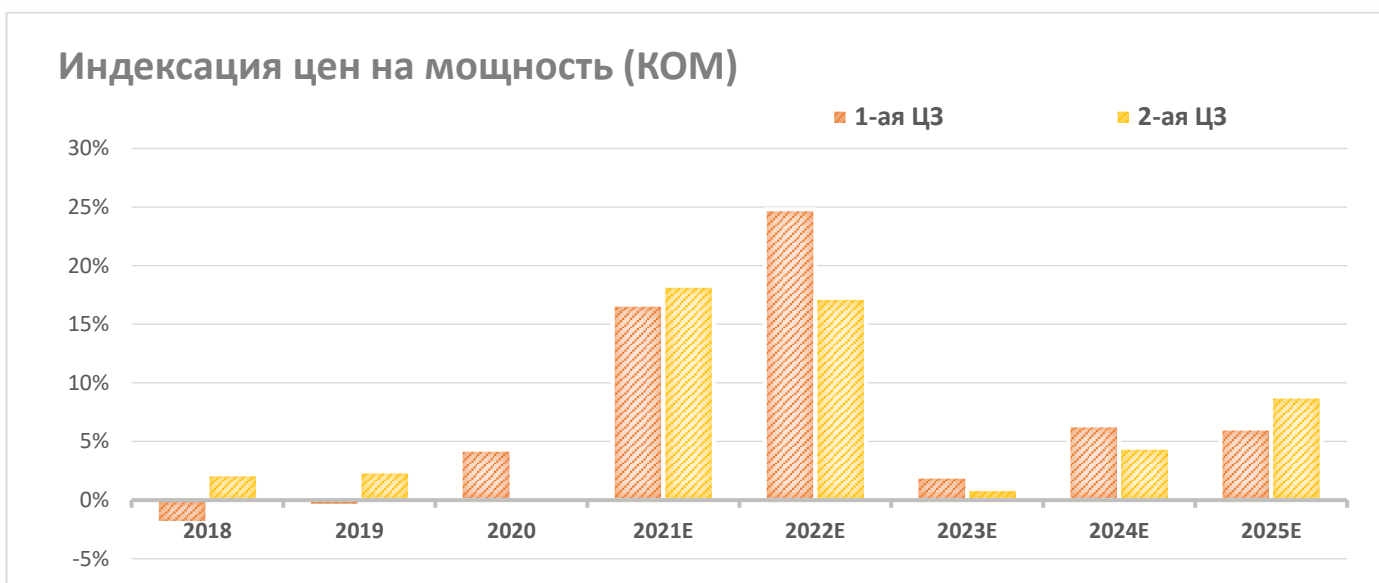
Рост спотовых цен на электроэнергию даст операционный рычаг и повысит операционную рентабельность генерации.

Цены в сегменте РСВ (рынок на сутки вперед) в начале 2021 года (январь и февраль) в первой ценовой зоне находятся на максимумах с 2019 года, что является дополнительным стимулирующим фактором для генерирующих компаний. Учитывая растущий спрос, температурный фактор и увеличение загрузки ТЭС, стоит ожидать увеличения операционных показателей электроэнергетических компаний в первом квартале 2021 года до уровней аналогичного периода 2019 года.



Источник: данные СО ЕЭС

Индексация цен на мощность КОМ. Со 2-го полугодия ожидается резкий рост цен на мощность КОМ. Приводим ниже график цен на мощность в сегменте КОМ в 1 и 2 ценовых зонах (без учета поправки на инфляцию):



Источник: данные СО ЕЭС

Установка «умных» счетчиков позволит «сетям» сократить объем потерь и улучшить операционную рентабельность. По нашим оценкам, расходы сетевых компаний, входящих в периметр холдинга «Россети», на оплату потерь составили в 2020 году около 147 млрд руб. По простым подсчетам сокращение объема потерь на 1% может дать экономию в 1,5 млрд руб. и повысить операционную рентабельность на 15 б.п. Мы считаем, что меры «Россетей» по уменьшению потерь станут одним из ключевых драйверов роста прибыли в будущие годы, что позволит наращивать прибыль и дивиденды даже в условиях ограничения индексации тарифов. Добавим также, что счетчики будут также фиксировать баланс потерь, что позволит избежать судебных споров со сбытовыми компаниями, которые обычно проявляются в отчетах резервами.

Установка интеллектуальных счетчиков находится на начальном этапе реализации, но в ближайшие годы их доля будет стремительно увеличиваться, поскольку с 2022 года электросетевые и сбытовые компании обязаны устанавливать только счетчики нового поколения. Важным параметром контроля уровня потерь в ближайшие

годы станет использование компаниями Big Data для измерения вероятности хищений электроэнергии отдельными потребителями. Технологии искусственного интеллекта будут активно внедряться в ближайшие годы для координации работ мобильных бригад, что позволит не только фактически снизить риски хищений, но и поспособствуют более эффективной работе по предотвращению таковых.

Риски

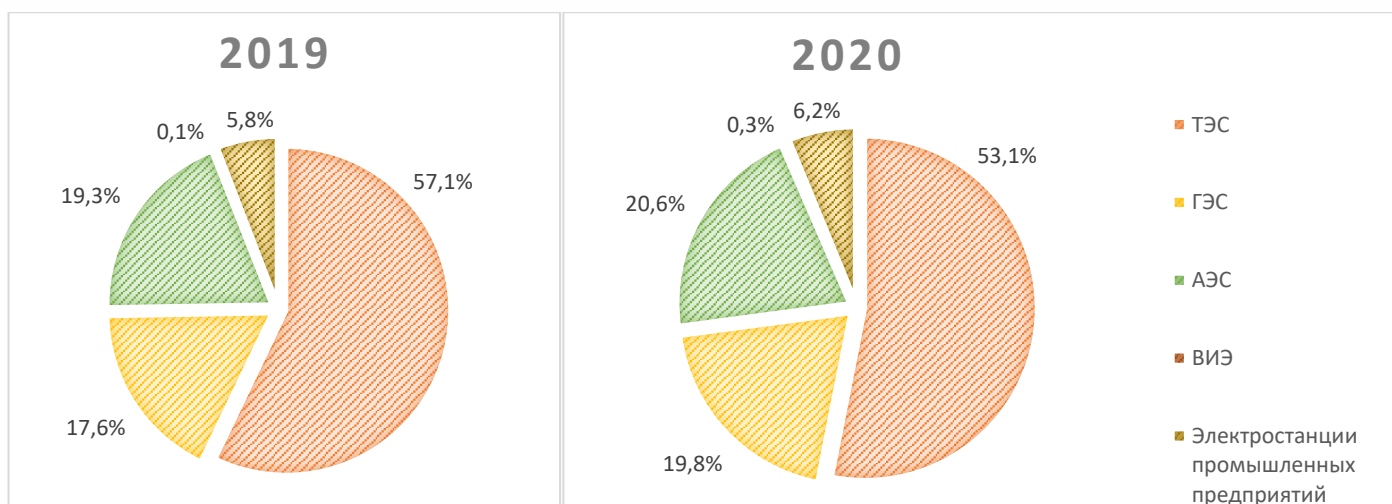
Окончание сроков ДПМ окажет давление на прибыль генкомпаний. У «Юнипро» в 4К 2020 истек срок ДПМ 7-го блока Шатурской ГРЭС (400 МВт), 5-го блока Яйвинской ГРЭС (448 МВт), в 3К 2021 года заканчиваются сроки ДПМ 2-х блоков Сургутской ГРЭС-2 (суммарно около 800 МВт). После окончания ДПМ мощность с этих активов будет поставляться по расценкам «старой» мощности, которые в разы ниже, и эмитент может пережить еще год с негативной динамикой прибыли, если не запустит аварийный 3-й энергоблок Березовской ГРЭС. Это естественно поставит размер дивидендов под вопрос. Мы считаем, что этот риск еще не отражен в ценах и очередной перенос сроков запуска станет триггером к снижению капитализации UPRO. Не стоит также забывать и о риске делистинга акций после получения «Фортумом» полного операционного контроля над материнской компанией Uniper.

«Энел Россия» закончила получать повышенные платежи по тепловым ДПМ в прошлом году на фоне чего прибыль продолжит снижаться и в текущем году.

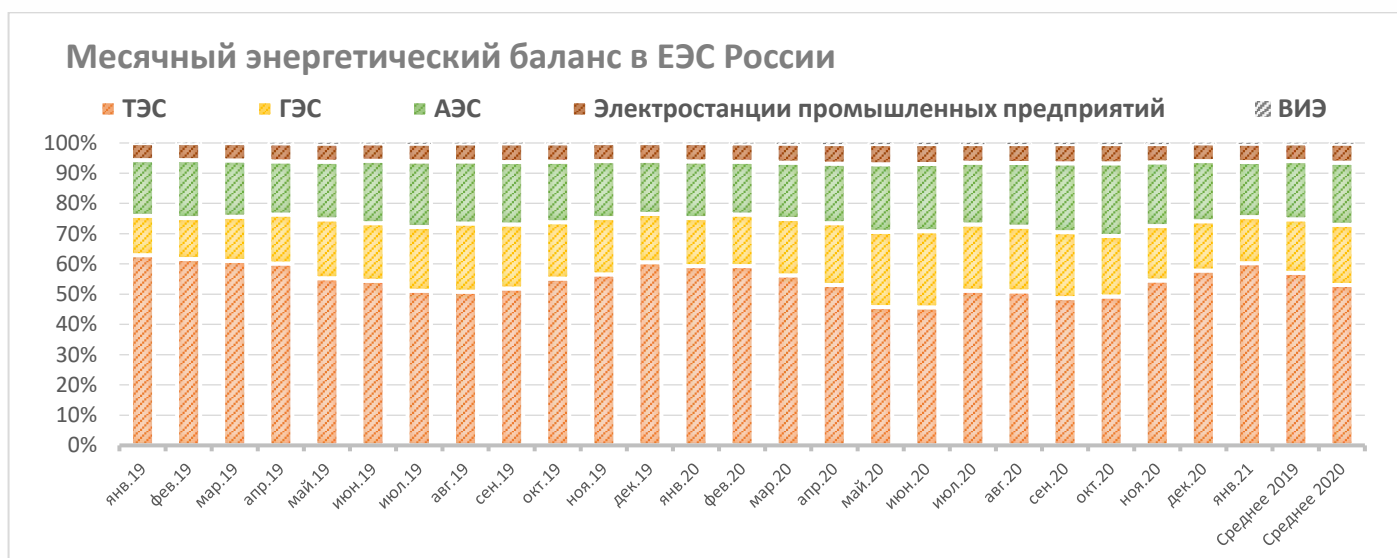
В ноябре 2021 года у «ОГК-2» заканчивается ДПМ по ПГУ-800 Киришская ГРЭС (800 МВт). Объем оплачиваемой мощности по ДПМ «Интер РАО» сократится на 620 МВт в совокупности по 3-м объектам, у «ТГК-1» – на 665 МВт.

Атомная энергетика расширяет рыночную долю, создавая конкуренцию для ТЭС. За 2020 год атомные электростанции России, контролируемые госкорпорацией «Росатом», увеличили долю в топливном балансе страны с 17,6% до 20,6%. Этому способствовал комплекс факторов, в числе которых рост КИУМ АЭС, новые вводы и дешевая цена вырабатываемой электроэнергии относительно других видов генерации. При этом в 2021 году планируется дополнительный ввод 150 МВт ядерной мощности за счет замещения реактора РБМК-1000 №2 Ленинградской АЭС на реактор ВВЭР-1200 (начало промышленной эксплуатации в марте 2021 года) с брутто мощностью 1150 МВт. Кроме того, продолжается строительство 2-х энергоблоков Курской АЭС, которые за счет замещения двух РБМК-1000 принесут на энергетический рынок дополнительные 510 МВт к 2025 году.

Приводим ниже данные по генерации в ЕЭС России по типу топлива:



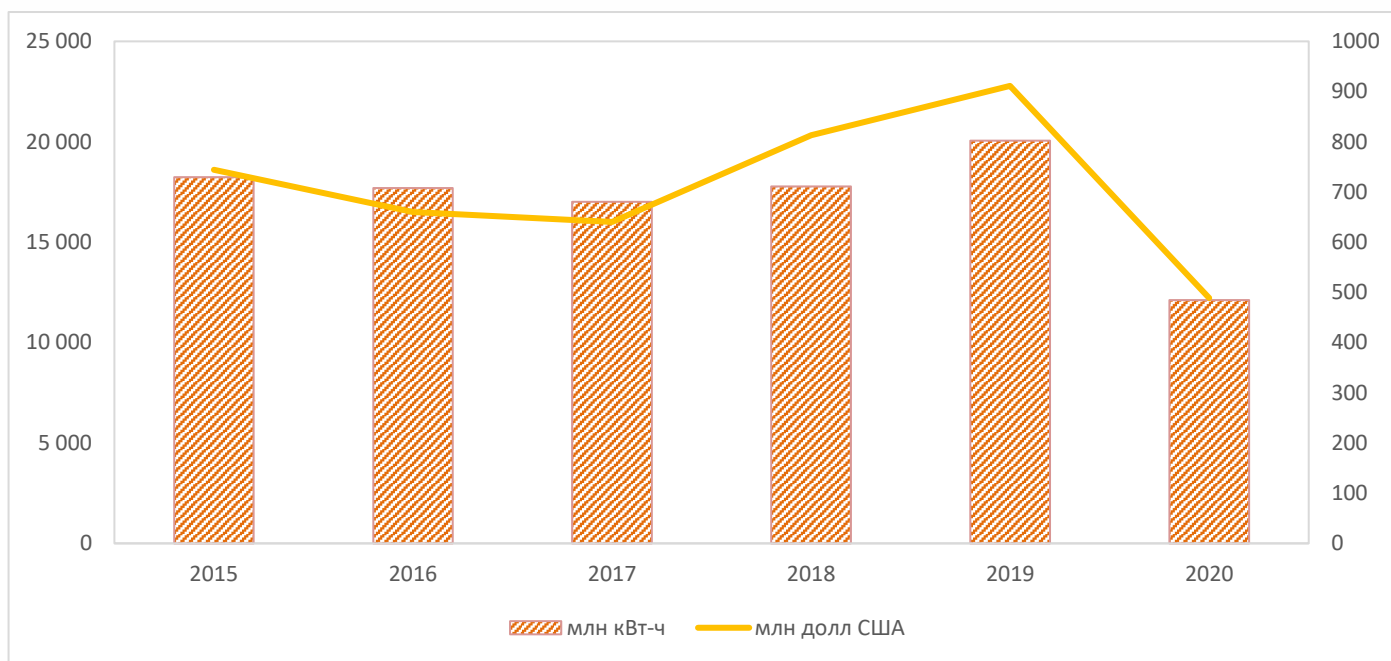
Источник: данные СО ЕЭС



Источник: данные СО ЕЭС

Уход потребителей на собственную генерацию. Динамика цены на мощность, формирующей структуру тарифа на ОРЭМ вместе с ценой на РСВ, в последние годы все сильнее определяется нерыночными надбавками. В 2020 году доля последних в структуре платы за мощность составила 68,9%, а в 2021 году, по оценкам «Совета рынка», доля нерыночных надбавок может увеличиться до 81% платежа за мощность, достигнув 667 млрд рублей в год. Рост цены на мощность в 2020 году оказался связан с ростом нерыночных надбавок, значимыми компонентами которых являются вводы по программам ДПМ (в том числе объектов ВИЭ). Увеличение надбавок, в свою очередь, вынуждает потребителей все активнее уходить на собственную генерацию или закупать электроэнергию у небольших розничных ТЭС, которым, к слову, также выгоднее поставлять э/э напрямую потребителю. Данная тенденция отчетливо прослеживается на графике выше: если доля электростанций промышленных предприятий в энергобалансе страны за 2019 год составляла 5,8%, то в 2020 выросла до 6,2%.

Потеря импортеров российской электроэнергии. В январе 2021 года финский сетевой оператор Fingrid опубликовал четыре сценария долгосрочного развития энергосистемы страны. Финляндия, являясь крупнейшим импортером российской электроэнергии, планирует к 2035 году выйти на углеродную нейтральность. При этом в трех сценариях из четырех предусматривается прекращение импорта электроэнергии. Ниже приводим данные по экспорту электроэнергии из России в 2015-2020 гг.:



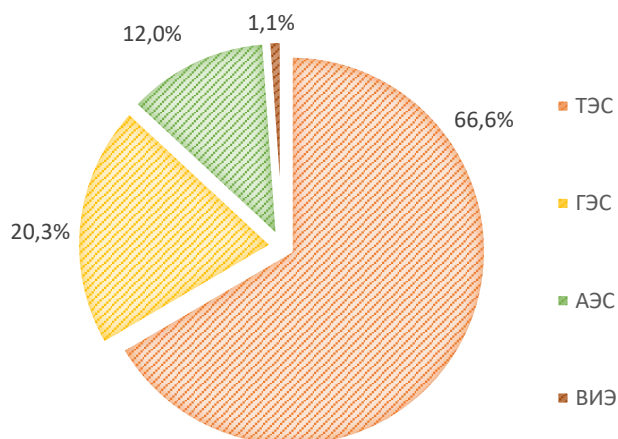
Источник: данные ФТС РФ

Сокращение экспорта в 2020 году в связи с неблагоприятной ценовой конъюнктурой на рынке Nord Pool внесло наибольший вклад в снижение совокупного экспорта на 7,93 млрд кВтч, что эквивалентно 0,76% от общей генерации в 2020 году. Данная величина является значительной в масштабах любой отечественной компании, следовательно, риск дальнейшего ухода импортеров электроэнергии довольно велик.

Позеленеет ли российский энергорынок?

В 2021 году совокупная мощность введенных зеленых мощностей должна составить около 950 МВт в результате чего на конец 2021 года мощность ВИЭ достигнет ~3,7 ГВт. Крупнейшим вводом станет Мурманская ВЭС-21 ПАО «Энел Россия», большая же часть новой генерации придется на «Фортум» (ветропарки 15,16,17,18,21, 22 общей мощностью 250 МВт, а также ветропарки 37,38,41,42,48,49 на 227 МВт).

Ниже приводим структуру установленной мощности ЕЭС России по состоянию на 01.01.2021:



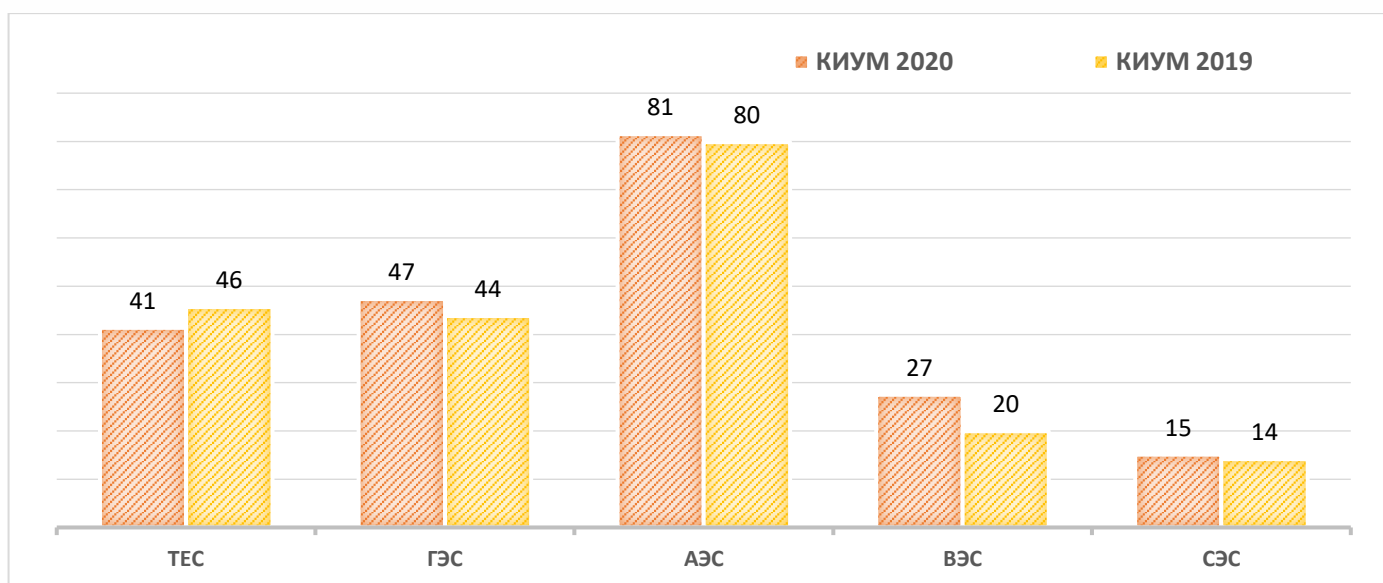
Источник: данные СО ЕЭС

Необходимо отметить, что при этом Министерство энергетики рассматривает вопрос о предоставлении нештрафуемой отсрочки вводов, запланированных с 30 июня по 31 декабря (то есть, всех вводов ВИЭ в 2021 году, поскольку старт электростанций был запланирован на 1 декабря). Это может привести к фактическому невыполнению и без того скромных планов, в результате чего объем мощностей ВИЭ в отечественной экономике не достигнет даже 1,5% к концу года. При этом к 2024 году, согласно ДПМ ВИЭ, совокупная мощность «зеленой» генерации в ЕЭС РФ должна достигнуть 5,4 ГВт.

Фактором более медленного развития отрасли ВИЭ до 2035 года может стать вероятное сокращение объемов финансирования программы ДПМ-2 на 30%. В данный момент Министерство Энергетики РФ обсуждает вопрос о снижении нагрузки на энергорынок за счет урезания программы поддержки до 305,93 млрд рублей (до 2035 года).

С другой стороны перспективы отрасли, возможно, не ограничиваются программами ДПМ. «Россети» и ГК «Хэвел» в 2020 году подписали соглашение о развитии солнечной генерации в удаленных районах и изолированных территориях. Детали сотрудничества не разглашаются, однако эффект проекта очевиден и в среднесрочной перспективе способен принести вклад в решение проблемы перекрестного субсидирования.

Наш прогноз по развитию отрасли — в среднесрочной перспективе ВИЭ не получают существенной доли в энергобалансе страны. КИУМ установленного оборудования ВИЭ остается на самом низком уровне среди всех источников топлива, что объясняется дискретным принципом работы станций.



Источник: данные СО ЕЭС

Возрастающая проблема перекрестного субсидирования также создаст преграды для отрасли. Урезание программы ДПМ-2 ВИЭ говорит о том, что Минэнерго «нашло виноватых» в росте нерыночных надбавок тарифов ОРЭМ. Использование зеленых тарифов для конечных социально незащищенных потребителей исключено в связи с потенциально колоссальным ростом платежей. Развитие зеленых сертификатов скорее позиционируется как решение проблемы углеродного налога для отечественных экспортеров. При этом отношение европейских партнеров к российским сертификатам на данный момент не так однозначно. Кроме того, весьма остро стоит проблема скрытого энергопрофицита в российской экономике. По нашим оценкам, абсолютный скрытый профицит по оборудованию ТЭС, ГЭС и АЭС в 2019 году составлял 101,4%, а в 2020 году возрос до 109,2%. Если

исключить формальности технического использования оборудования и факторы ускорения амортизации инфраструктуры, то данные показатели говорят о том, что установленные мощности могут покрыть двойной размер потребления 2020 года без дополнительных вводов и использования ВИЭ, а также собственной генерации предприятий.

Наши фавориты в секторе РФ – «РусГидро», «Интер РАО» и «Россети»

«РусГидро». Открытая в конце 2019 года рекомендация на «покупку» акций генерирующей компании «РусГидро» обеспечила инвесторам доходность свыше 55% с учетом дивидендов за год, и мы считаем, что потенциал бумаги не ограничивается этим и произошедшие операционные перемены в кейсе со временем транслируются в дальнейший рост капитализации.

Годовая прибыль в 2020 г. акционеров вышла на рекордный уровень 46,3 млрд руб., что в 9 раз выше низкой базы 2019 года. Это единственная генкомпания, которая смогла показать заметный рост доходов в кризисном году. Драйверами стала высокая водность в 1-м полугодии, обеспечившая значительный рост выработки и загрузки ГЭС, запуск объекта ДПМ Зарамагская ГЭС-1, финансовый доход от переоценки форварда на сумму 11,4 млрд руб., а также практически двукратное сокращение обесценений. Менеджмент подтвердил, что не ожидает обесценений в 2021-2022 гг. на фоне отсутствия вводов новых объектов. Денежный поток составил 40 млрд руб. за счет сильной динамики прибыли и сокращения капвложений. Исходя из дивидендной политики платеж за 2020 год может составить рекордные 0,053 руб. на акцию с доходностью 6,6%.

Мы придерживаемся целевой цены 1,09 руб. на сентябрь 2021 года, которая предполагает потенциал порядка 36% или 43% с учетом дивидендов. В прошлые годы акция закрывала дивидендный реестр с медианной доходностью 5,2%, и таким образом, равновесная цена акций должна составить не менее 1,02 руб. на дату отсечки в предстоящем сезоне.

На наш взгляд, худшее для компании позади. Компания прошла операционный разворот в прошлом году, завершив строительство станций в ДФО в рамках правительственных указов и добившись долгосрочных тарифов для ТЭС в неценовых зонах и возврата недополученной в предыдущие годы тарифной выручки. Черда крупных списаний должна была завершиться в прошлом году с введением последнего из 4х приоритетных объектов в ДФО, которые выступали социальной нагрузкой для эмитента и занижали отчетную прибыль из-за списаний.



Источник: finam.ru

«Интер РАО». Нам импонирует долгосрочная стратегия развития, которая обеспечит компании операционный и финансовый рост, а также расширение рыночной доли за счет органических проектов и сделок M&A. Развитие будет финансироваться за счет генерации собственного высокого денежного потока, накопленной «подушки ликвидности», и, возможно, продажи казначейского пакета акций.

Среди генерирующих компаний вряд ли найдется другой эмитент, который сможет в будущем достичь сопоставимую прибыль и показать инвесторам наличие крупного портфеля потенциально выгодных инвестиционных проектов. Норма дивидендных выплат, вероятно, застынет на уровне 25% прибыли по МСФО во время интенсивной стадии инвестиций, но на акции ИРАО мы смотрим, как на историю роста.

В этом году мы ожидаем позитивных тенденций в отрасли — повышения энергопотребления, улучшения динамики спотовых цен, резкого роста цен на мощность в сегменте КОМ, что должно повысить показатели операционной рентабельности и прибыли. Мы также видим увеличение загрузки ТЭС, что выгодно для «Интер РАО». Мы придерживаемся рекомендации «покупать» по акциям «Интер РАО» с целевой ценой 6,38 руб. Прибыль с инвестиций может составить порядка 26% без учета дивидендов.



Источник: finam.ru

Нам также кажутся интересной идеей **обыкновенные акции «Россетей»**. С момента начала покрытия в июне прошлого 2020 года акции принесли инвесторам доходность около 9% и практически достигли наш таргет в 1,89 руб. В среднесрочном периоде доходность может составить 17% с учетом дивидендов за 2020 год (0,106 руб. на акцию). В долгосрочном плане акция может принести более высокую доходность. Ранее были разговоры о частичной приватизации и проведении SPO акций в будущем. На наш взгляд, это вопрос времени, хотя для реализации данного сценария должен выполняться ряд условий.

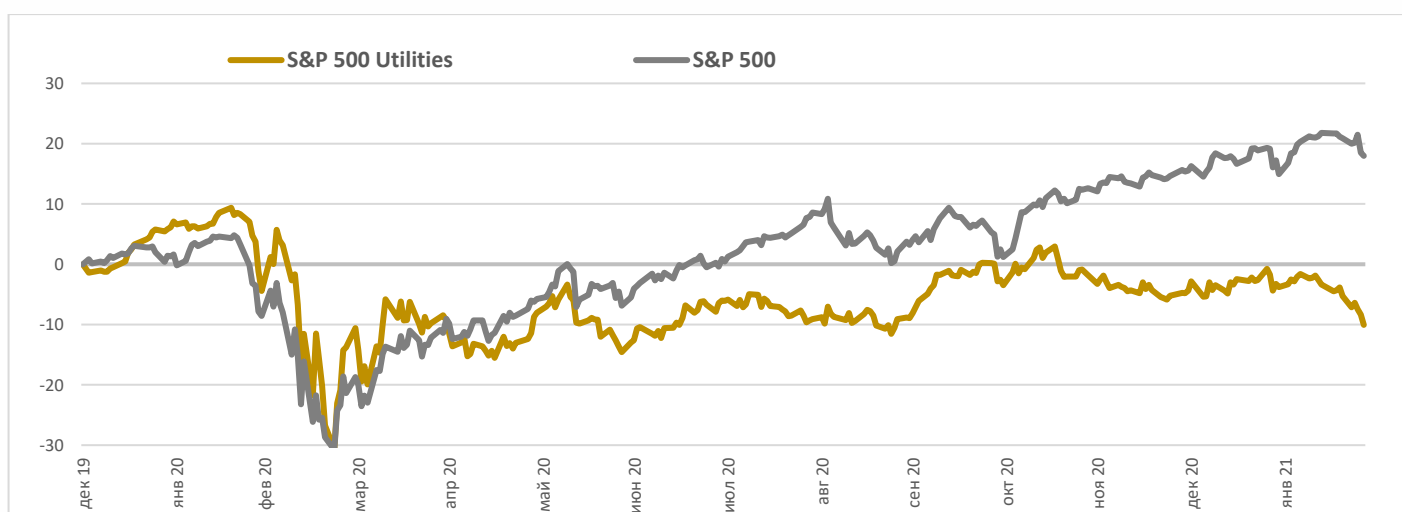
Потенциально в случае SPO эмитент заинтересован в проведении допэмиссии по высокому курсу, которого можно будет достичь после получения долгосрочных регуляторных контрактов и одобрения правительством сетевых реформ – повышения платы за льготное техприсоединение и введения платы за резервные мощности, а также снижения потерь в сетях, которые являются одной из крупнейших статей расходов. Это должно повысить операционную рентабельность сетевых компаний даже в условиях ограниченной индексации тарифов, и, соответственно, увеличить «дивидендную мощность» компаний холдинга. Рост капитализации и увеличение free float позволят впоследствии запустить новый раунд переоценки благодаря включению акций в индексы.



Источник: finam.ru

US UTILITIES: «зеленый» президент несет перемены

После начала кризиса акции сектора Utilities не пользовались популярностью у инвесторов, несмотря на невысокие операционные риски и защитный характер бумаг. Отраслевой индекс Utilities упал в унисон с индексом S&P 500 и с тех пор показывал отстающую динамику. Особенно это было выражено по «проблемным» эмитентам – компаниям с высокой долей нерегулируемого бизнеса, медленной реализацией энергоперехода и др. В целом можно сказать, что защитный характер сектора не оправдался, падение отраслевого индекса в марте в моменте достигало почти 40% от годовых максимумов. Инвесторы проигнорировали устойчивую динамику прибыли в кризисный год, сохранение практики выплаты дивидендов и низкую оценку сектора главным образом из-за перетока капитала в хайтек и цикличные отрасли на фоне выхода экономики из рецессии и карантинных мер.

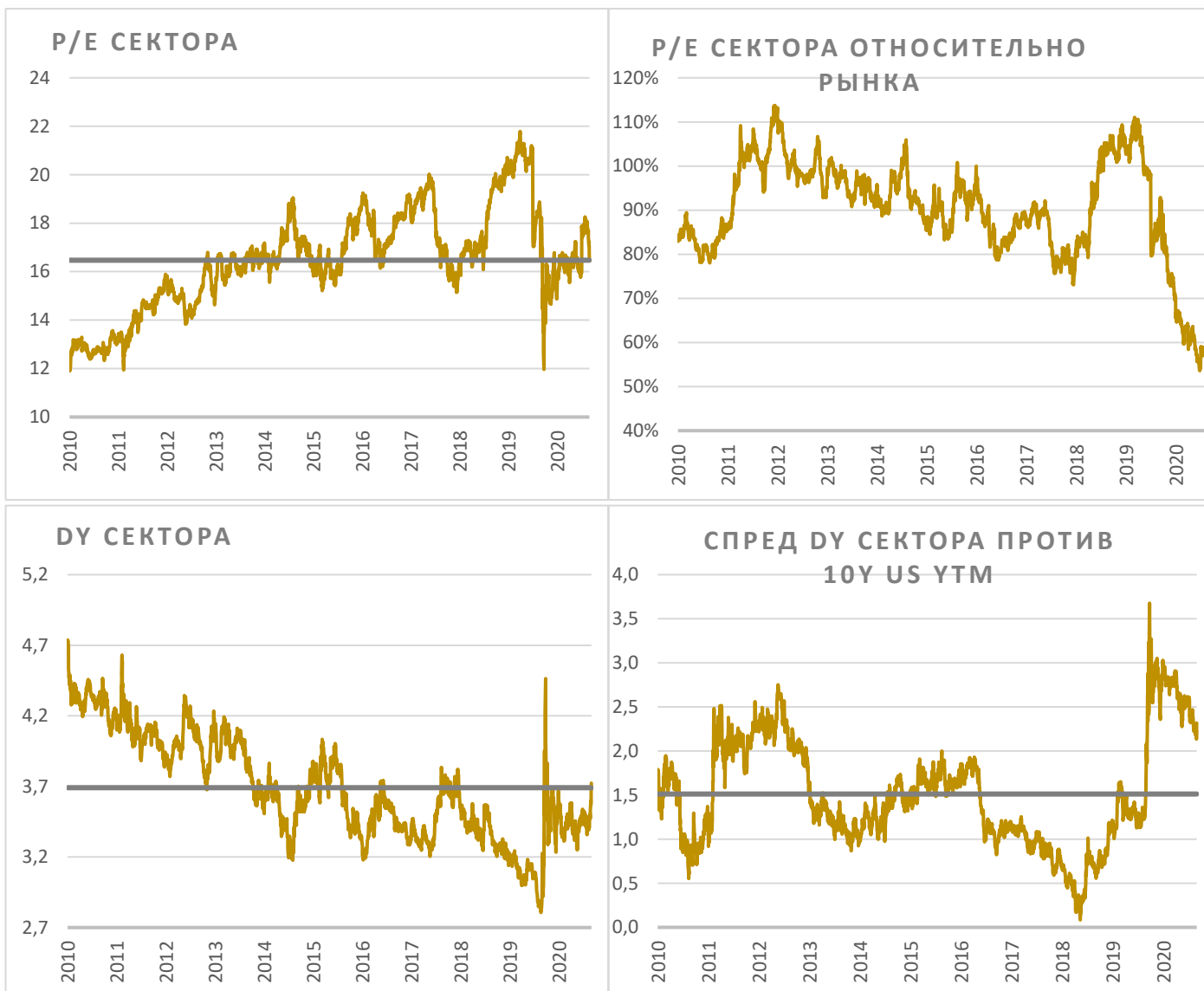


S&P 500 UTILITIES



Источник: Bloomberg

Мы видим в этом возможности. После коррекции акции Utilities предлагают хорошую дивидендную доходность, торгуясь по низким мультипликаторам. Дисконт в оценке по P/E относительно S&P 500 достиг максимальных уровней. Подобные девиации не могут сохраняться вечно, и сектор может привлечь капитал на фоне опасений о том, что хайтек и e-commerce переоценены. Триггером к ротации может выступить переоценка инвесторами перспектив бывших фаворитов и переток капитала в акции value.



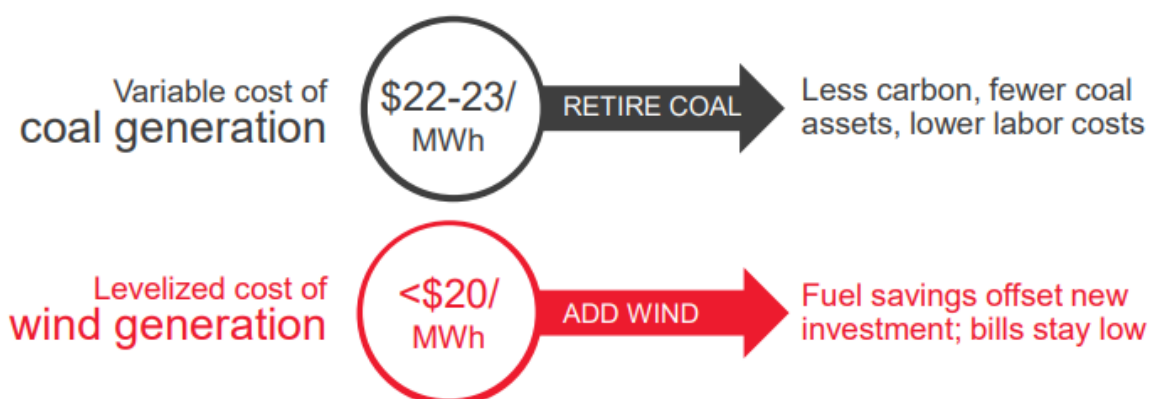
Источник: Bloomberg

Мы выделяем следующие драйверы роста сектора

- **Пересмотр портфеля генерирующих активов.** После прихода «зеленого» президента можно ожидать ускорения энергоперехода: инвестиции в чистые источники электроэнергии — СЭС, ВЭС и АЭС, и одновременное сокращение угольной генерации.

Замещение топливных мощностей выгодно компаниям. Закрытие трудоемких угольных станций открывает возможность добиться улучшения операционной рентабельности за счет сокращения расходов на топливо и персонал. По оценкам Xcel Energy, новые ветровые проекты смогут обеспечить поставку более дешевой электроэнергии. Удержание тарифов на низком уровне, в свою очередь, повысит лояльность клиентов, и экономия от закрытия угольных электростанций компенсирует строительство новых безуглеродных активов.

Replacing Coal with Lower-Cost Wind

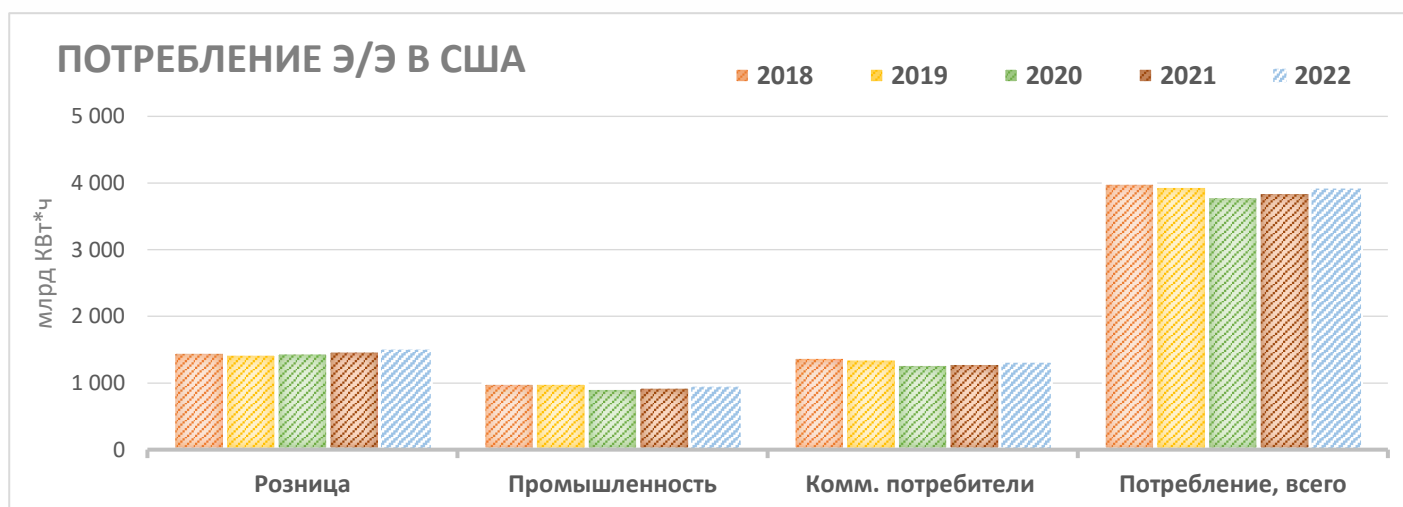


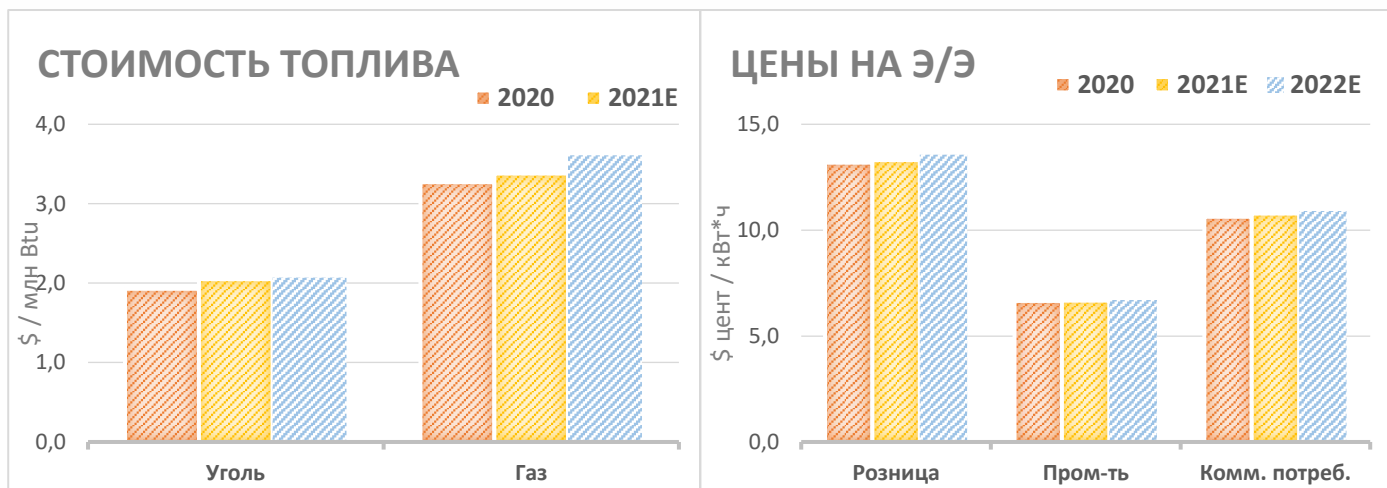
Источник: Xcel Energy

Генкомпании с высокой долей чистых источников — СЭС, ВЭС и АЭС, получают преимущество перед топливными станциями на фоне заинтересованности промышленности в энергии с нулевым углеродным следом. Евросоюз анонсировал введение углеродных пошлин на импорт продукции со значительным карбоновым следом с 2023 года, и промышленности будет выгодно сменить поставщиков для поддержания своей конкурентоспособности.

Помимо СЭС и ВЭС востребованными также окажутся атомные электростанции, которые характеризуются нулевым углеродным следом. Проекты по строительству новых АЭС сейчас сложно провести, но на данном этапе генкомпании добиваются продления срока эксплуатации действующих электростанций. Блэкауты в Калифорнии и Техасе напомнили о неустойчивости генерации электроэнергии с ветровых и солнечных станций из-за погодных условий и катаклизмов, и регуляторы могут пересмотреть свое отношение к стабильным источникам подачи энергии с АЭС.

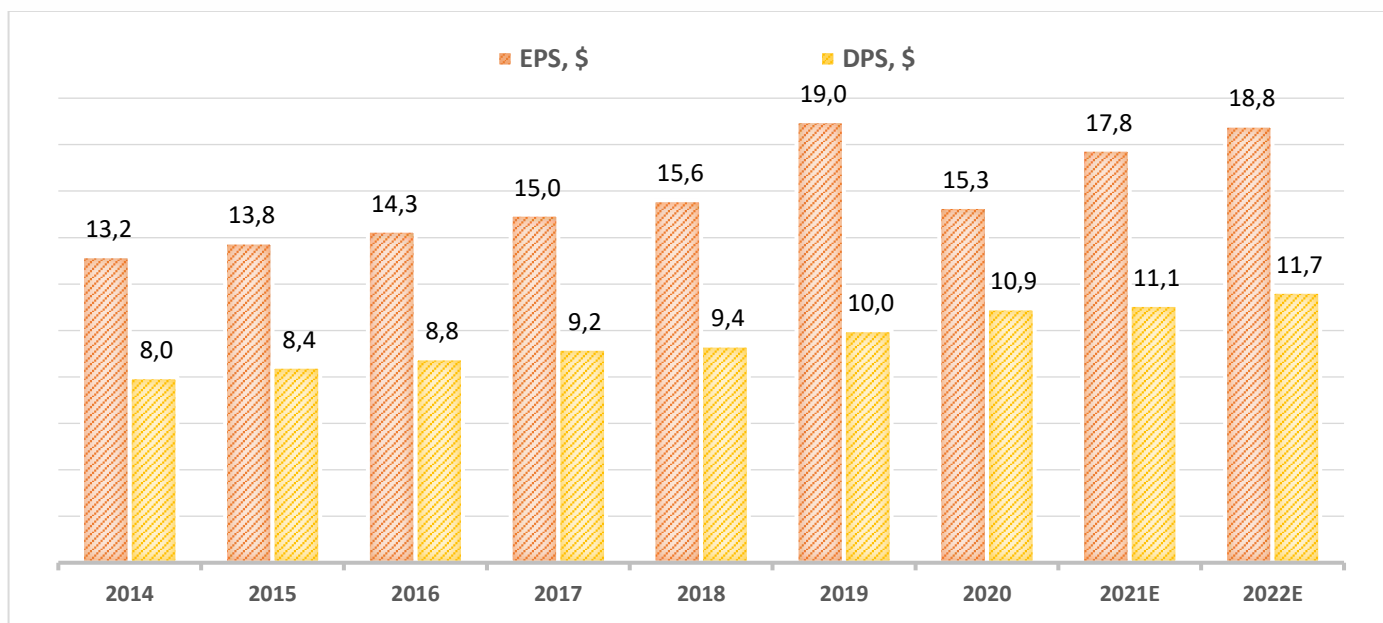
- Восстановление энергопотребления в США вместе с повышением цен даст операционный рычаг и позволит нарастить прибыль.





Источник: EIA

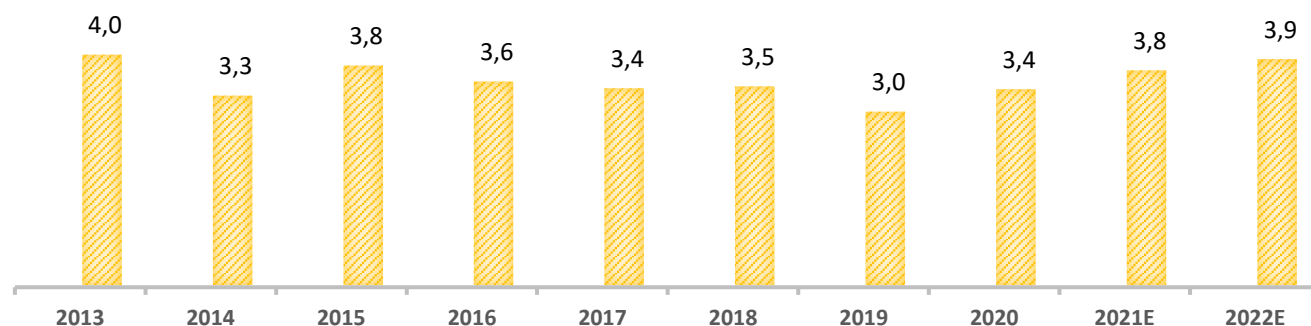
- Рост прибыли может ускориться в этом году (+16% г/г согласно консенсусу Bloomberg). Компании продолжают проводить оптимизацию издержек — топливных и эксплуатационных, что позволяет даже при невысоких темпах роста выручки демонстрировать улучшение рентабельности. Дополнительным драйвером для прибыли может стать продление налоговых стимулов.



Источник: Bloomberg

- Текущая дивидендная доходность предлагает хорошую премию относительно гособлигаций при доходности 10-летних гособлигаций США на уровне ~1,4-1,5%:

DY СЕКТОРА UTILITIES, %



Источник: Bloomberg

- **Низкая оценка части компаний может спровоцировать волну M&A-сделок.** Есть тренд на продажу непрофильных активов, особенно зарубежных, а также спрос на низкорискованный регулируемый бизнес. Компании с «дорогими» акциями будут заинтересованы в сделках с M&A, таргетируя компании с «дешевыми» акциями. У многих компаний небольшой запас по кредитоемкости и поэтому наиболее комфортным вариантом может стать обмен акциями.

Продажа непрофильных активов и отделение нерегулируемого бизнеса позволит улучшить восприятие инвесторов за счет уменьшения операционных и финансовых рисков.

- **Потенциальное повышение налогов на прибыль корпораций, как планировал сделать Байден, затронет электроэнергетические компании в меньшей степени, чем остальные сектора,** так как повышение налоговых расходов коммунальные компании смогут переложить на потребителей. Внутри отрасли это скажется меньше всего на компаниях с холдинговыми структурами со значительной долговой нагрузкой, которые процентные расходы начисляют на уровне холдинга, а не дочерних компаний. Кроме того, эффект большей налоговой ставки будет компенсироваться снижением себестоимости генерации на фоне развития технологий и в некоторых кейсах – операционным ростом бизнеса.

На американском рынке мы считаем интересными вариантами акции PPL, Con Edison, Duke

PPL. Среди крупнейших компаний электроэнергетического сектора экономики США одной из самых недооцененных на сегодняшний момент остается PPL. Мультисетевой холдинг из Пенсильвании за 2020 год потерял около 22% на фондовом рынке в то время, как отраслевой индекс S&P 500 Utilities снизился лишь на 3%.

В августе 2020 года PPL объявила о планируемой продаже своего британского подразделения Western Power Distribution, которое нанесло значительный финансовый ущерб холдингу в последние годы за счет нереализованных убытков по валютным свопам фунт-доллар. Сделку планируется осуществить к середине 2021 года. PPL заинтересована в схеме cash+property, предполагающую обмен Western Power Distribution на активы в США с доплатой со стороны покупателя. В случае успешной продажи PPL может стабилизировать финансовые потоки и снизить волатильность «непредвиденных» расходов, которые особенно сильно бьют по результатам регулируемых электроэнергетических компаний.

Ярким компонентом инвестиционной привлекательности компании также является высокая дивидендная доходность PPL: на 2021 год дивидендная доходность от текущих цен по данным Reuters может составить около 6,1%.

Кроме того, стоит отметить, что план CAPEX компании на 2021-2024 гг. предусматривает ежегодные инвестиции в размере не менее 28% от прогнозируемой выручки.

Мы рекомендуем покупать акции PPL с целевой ценой 31,5 \$ на декабрь 2021 года, что соответствует потенциалу роста в 14,5% от текущих котировок.



Con Edison — один из крупнейших американских электроэнергетических холдингов, сконцентрированный на обслуживании Нью-Йорка и округов, с совокупной стоимостью активов около \$60 млрд.

Целевая цена акций Consolidated Edison (ED) на декабрь 2021 года по нашим оценкам составляет \$83,78, что с учетом DY 2021E соответствует апсайду в 28,9%. Con Edison является одной из самых «зеленых» электросетевых компаний США, что увеличивает перспективы роста акций ввиду прихода к власти Джо Байдена: генерация компании на конец 2019 года на 70,8% производилась за счет ВИЭ, а уголь на электростанциях не использовался. Con Edison имеет очень высокий для отрасли рейтинг MSCI ESG на уровне AA и отличается высоким качеством оказываемых услуг: коэффициент внеплановых отключений на тысячу потребителей для ED составил 526 при среднем по США показателе в 1000 случаев. Наконец, компания является ключевым участником проекта по созданию зарядной автомобильной инфраструктуры в штате Нью-Йорк.

Con Edison отчиталась за 4-й квартал 2020 года, показав снижение годового скорректированного EPS на 4,6% (г/г) до \$4,18. Кризисный год прошел для компании не очень успешно, однако сейчас акции ED находятся на годовых минимумах, и ожидания роста прибыли вкупе с высокой дивидендной доходностью 4,6% создают предпосылки для восстановления котировок.



Duke Energy — одна из крупнейших вертикально интегрированных электроэнергетических компаний США со штаб-квартирой в Шарлотте. Кроме того, холдинг оказывает услуги по газоснабжению в 5 штатах США.

Мы рекомендуем «Покупать» акции Duke с целевой ценой \$96,6 на 12 мес., что дает потенциал роста 15,4% от текущей цены с учетом дивидендов NTM.

Финансовый отчет за 2020 год не принес позитива, что по большей части связано с признанием расходов по остановке строительства газопровода АСР. Тем не менее в 2021 году прогнозируется восстановление чистой прибыли и ее рост на 6,1% (г/г). Кроме того, компания обозначила внушительные планы по CAPEX с инвестициями в диапазоне \$ 124–134 млрд на 2021–2029 годы, основная часть которых будет направлена на развитие сетей и «зеленую» генерацию.

Duke планирует полное закрытие угольных электростанций и выход на углеродную нейтральность к 2050 году с доведением доли мощностей ВИЭ до 44% портфеля. Тарифы подразделений Duke ниже средних по рынку в США по всем категориям потребителей, что повышает лояльность клиентов.

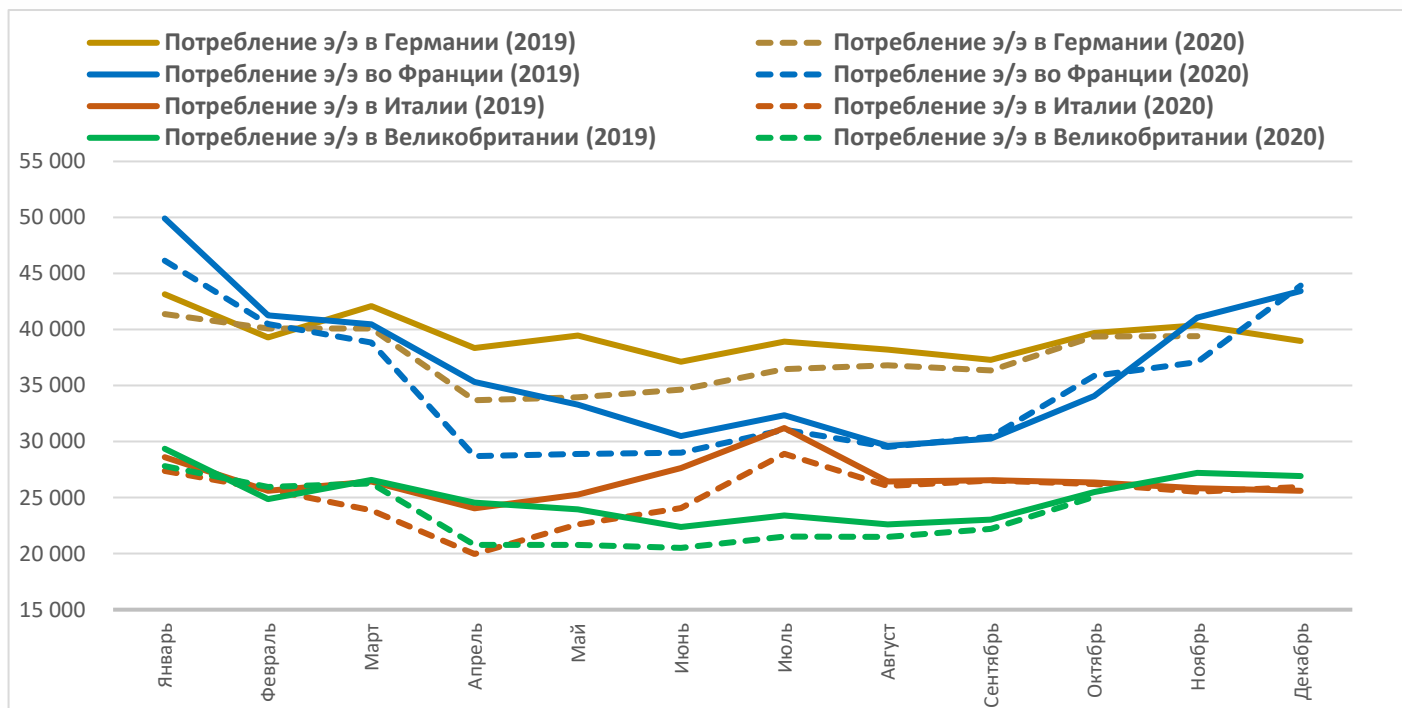
Дивидендная доходность NTM прогнозируется на уровне 4,6%, что существенно выше медианного показателя по ключевым конкурентам Duke.



Источник: Finam.ru

Дальше — только «зеленее»: ВИЭ останутся в фокусе европейских Utilities

2020 год по предварительным данным ознаменовался снижением потребления э/э в Европе. За январь-ноябрь 2020 года относительно того же периода 2019 года совокупное потребление электроэнергии в странах союза (без учета Великобритании) упало на 114,08 тыс. ГВтч, что эквивалентно снижению на 4,92%. Наибольшее процентное падение было зафиксировано в Ирландии (-7,13%), Швеции (-6,82%) и Мальте (-5,89%). Снижение потребления по итогам 11 месяцев наблюдалось во всех странах Старого Света. Месячная динамика потребления (ГВтч) в трех крупнейших экономиках Еврозоны и Великобритании представлена на графике ниже.



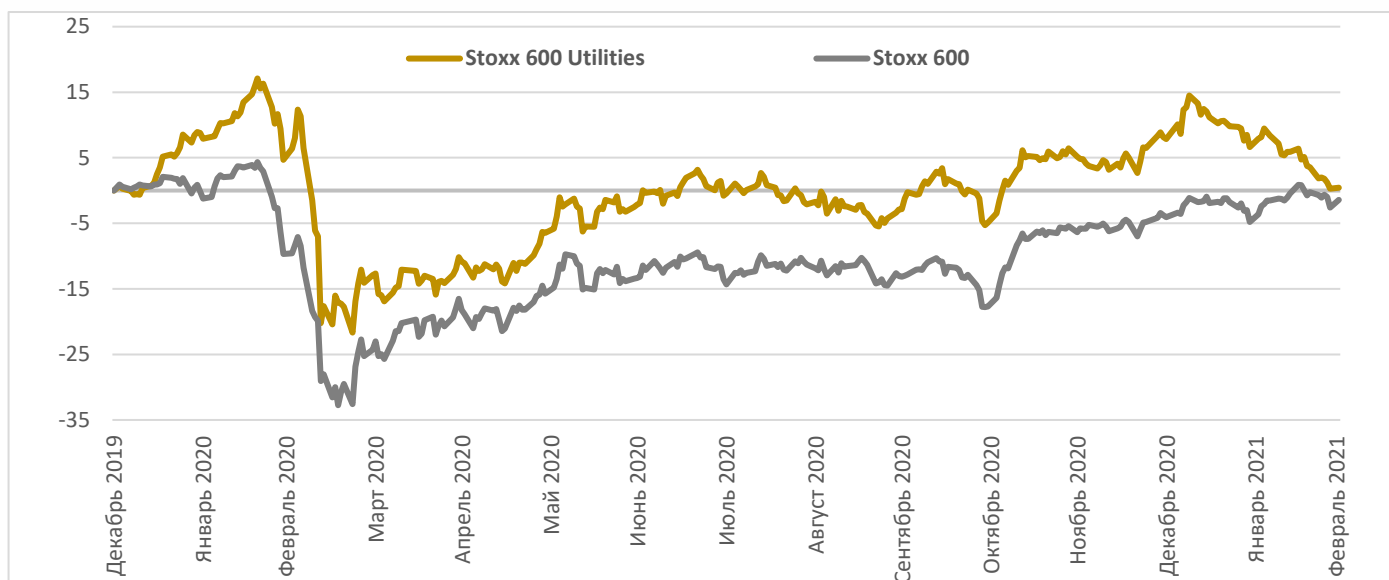
Источник: Eurostat

Больше остальных потеряла итальянская экономика, по которой экономический кризис ударил наиболее сильно: по итогам 12 месяцев потребление электроэнергии здесь сократилось на 5,27%.

В то же самое время 2020 год показал, что европейская экономика делает все более заметную ставку на развитие возобновляемой электроэнергетики в регионе. Согласно аналитическому обзору компании Agora Energiewende, доля генерации электроэнергии за счет ВИЭ в ЕС в 2020 году составила около 38%, что впервые в истории вывело «зеленую» выработку на первое место в регионе. И это учитывая строжайшие локдауны, введенные во многих странах союза, которые значительно задержали ввод большого числа проектов: одна только береговая ветряная генерация продемонстрировала снижение на 22% (г/г) относительно 2019 года. Тем не менее, большая часть вводов 2020 года пришлось как раз на ветряную генерацию: по информации Euractiv, в ЕС за этот период начали эксплуатацию дополнительные 14,7 ГВт «ветряков». При этом по оценкам IEA, в 2021 году европейский регион станет вторым в мире после Китая по объемам новых вводов ВИЭ с дополнительными 31,9 ГВт мощности.

Одновременно тенденция отказа от угольных мощностей в развитых странах союза становится ярче: так, в 2020 году Германия ратифицировала закон о полном отказе от угля к 2038 году. Относительно атомной генерации в регионе нет единого мнения: терминация последних атомных энергоблоков в Германии произойдет уже к 2022 году, в то время, как целая группа стран (Франция, Венгрия, Словакия, Бельгия) делают среднесрочную ставку на устойчивую ядерную генерацию с сохранением ее преобладающей доли в энергобалансе.

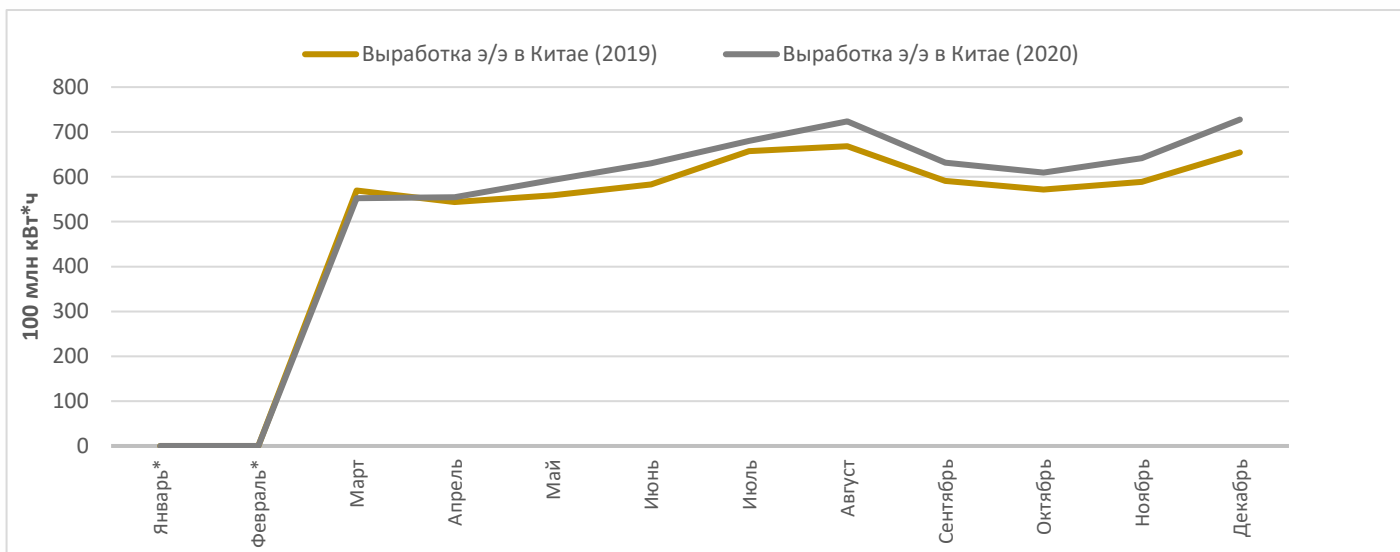
В целом же «озеленение» европейской экономики дарит позитив инвесторам: электроэнергетические компании Старого Света в течение года в среднем столкнулись не со столь высоким негативным сентиментом на фондовом рынке. Это ярко проявилось на примере динамики сектора Utilities Stoxx 600: европейские акции электроэнергетического сектора к началу марта 2021 года подходят с +0,42% относительно начала 2020 года, в то время, как Stoxx 600 за тот же период потерял 1,42%.



Источник: Bloomberg

Китайская электроэнергетика начинает долгий путь к углеродной нейтральности

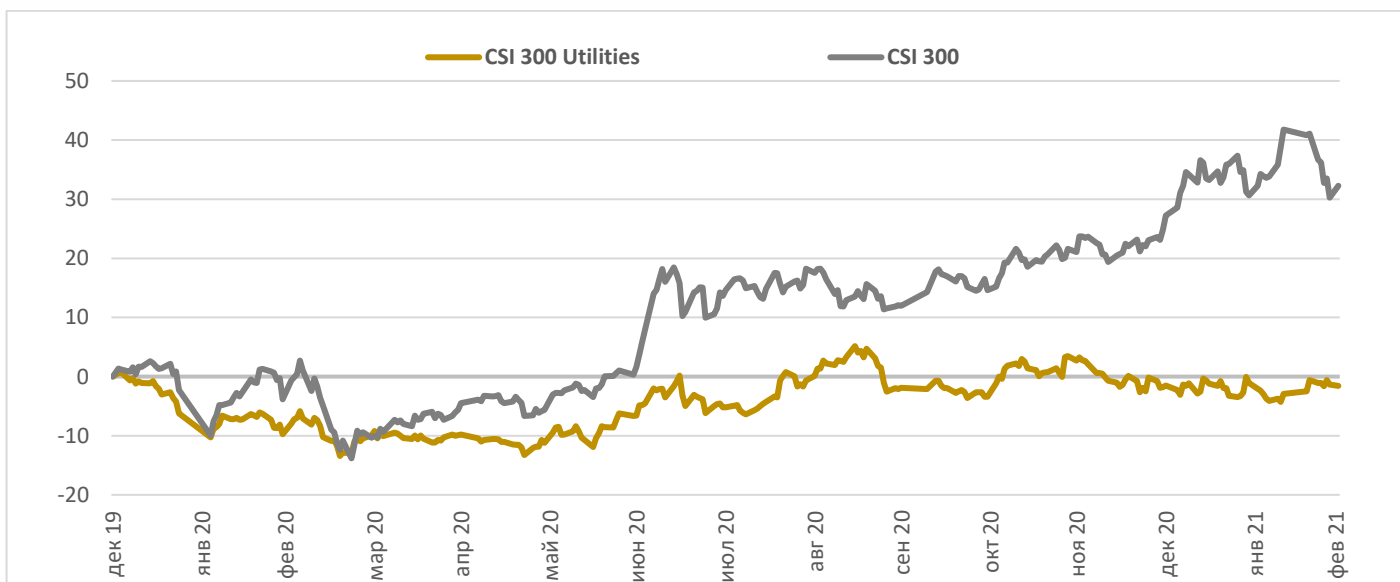
Китай по итогам 2020 года оказался единственной страной в эшелоне ведущих мировых экономик, продемонстрировавшей рост ВВП: увеличение составило 2,3%. Генерация электроэнергии в стране, традиционно напрямую коррелирующая с ВВП «производственных» экономик, также показала подъем на 3,8%. Народное хозяйство Поднебесной в 2020 году подпитывалось в основном за счет тепловых электростанций, работающих на газе и угле (68%). Второе место в топливном балансе заняла гидрогенерация (18%). Доля остальных ВИЭ достигла отметки 9,5%. При этом ВИЭ вновь оказались в лидерах по объемам введенных мощностей: ветряная энергетика добавила 72,4 ГВт (+34,6%), а солнечная генерация – 49,3 ГВт (+24,1%), что оказалось значительно выше прогноза EIA в 72,6 ГВт. При этом даже в сценарии EIA Китай будет наиболее значимым контрибьютором в мировое развитие «зеленой» генерации. Мощности угольной и газовой генерации также продолжили расти, но куда менее существенными темпами (+4,7% г/г).



*Данные по генерации за январь-февраль не опубликованы НБС

Источник: Национальное бюро статистики Китая

Правительство Китайской Народной Республики в краткосрочной перспективе будет таргетировать дальнейшее развитие возобновляемой генерации, которое должно «запитывать» достижение экономикой Поднебесной новых вершин. Об этом говорит поставленная цель достижения углеродной нейтральности Китайской экономики к 2060 году в комбинации с фактом того, что электроэнергетическая отрасль страны лидирует по выбросам CO₂. Эти факторы, без сомнения, будут подпитывать интерес инвесторов к сектору Utilities в ближайшие годы.



Источник: Bloomberg

Аналитическое управление ГК «ФИНАМ»

wr@corp.finam.ru

Аристакесян Михаил, руководитель
Инвестиционные стратегии и модельные портфели

Отдел анализа акций

Малых Наталья, руководитель
Фондовые индексы, Сектор электроэнергетики

Делицын Леонид, руководитель направления IPO

ТМТ сектор
Додонов Игорь, старший аналитик
Финансовый сектор

Калачев Алексей, старший аналитик
Сырьевой сектор

Кауфман Сергей, аналитик
Нефтегазовый сектор и возобновляемая энергетика

Ковалев Александр, аналитик
Сектор электроэнергетики и здравоохранение

Корнев Алексей, аналитик

Пырьева Наталия, младший аналитик
Промышленный сектор

Шамшуков Артемий, аналитик
Потребительский сектор и здравоохранение

Отдел макроэкономического анализа

Беленькая Ольга, руководитель
Макроэкономика, Стратегии

Зайцева Анна, старший аналитик
Валютные и товарные рынки

Ковалев Алексей, аналитик
Долговой рынок

Маслов Андрей, младший аналитик
Валютные и товарные рынки

Отдел портфельного моделирования

Серебренников Дмитрий, руководитель

Липский Максим, портфельный менеджер

Брокерские и консультационные услуги оказывает АО «ФИНАМ». 127006, г. Москва, пер. Настасьинский, д. 7, стр. 2, комн. 33. Более подробную информацию об услугах ГК «ФИНАМ» на российском и международных рынках вы можете получить на сайте Finam.ru или у своего менеджера.

Настоящий материал и содержащиеся в нем сведения подготовлены специалистами ГК «ФИНАМ», носят исключительно информативный характер и не могут рассматриваться ни как приглашение или побуждение сделать оферту, ни как просьба купить или продать ценные бумаги/другие финансовые инструменты, либо осуществить какую-либо инвестиционную деятельность. Представленная информация подготовлена на основе источников, которые, по мнению авторов данного аналитического обзора, являются надежными, но при этом отражает исключительно мнение авторов относительно анализируемых объектов. Несмотря на то, что настоящий обзор был составлен с максимально возможной тщательностью, ни его авторы, ни ГК «ФИНАМ» не заявляют и не гарантируют ни прямо, ни косвенно его точность и полноту. Любая информация и любые суждения, приведенные в данном материале, являются суждением на момент публикации настоящего аналитического обзора и могут быть изменены без предупреждения. Ни ГК «ФИНАМ», ни его сотрудники не несут ответственности за какие-либо потери, возникшие в результате использования настоящего материала либо в какой-либо другой связи с ним. Копирование, воспроизводство и/или распространение настоящего материала, частично или полностью, без письменного разрешения ГК «ФИНАМ» категорически запрещено.