



6 октября 2016 г.

Акции	
Тикер	CEEN
Общее количество акций шт.	369 407 108
Номинал грн.	1,3
Капитализация млн. грн.	3 749
Прогноз	
Текущая цена акции грн.	10,40
Целевая цена (12 месяцев) грн.	16
Потенциал роста	57,6%
Рекомендация	Покупать
Ликвидность рынка	
Оборот акций за последние 12 месяцев на UX	9 359 000

Активы компании
Углегорская ТЭС (Донецкая обл.)
Змиевская ТЭС (Харьковская обл.)
Трипольская ТЭС (Киевская обл.)
Суммарная мощность 7 660 мВт

ПАТ «ЦЕНТРЭНЕРГО» ВЫХОДИТ ИЗ КРИЗИСА

Для понимания того, как будет работать, ПАТ Государственная энергетическая компания «Центрэнерго», нужно оценить три главных фактора.

1. **Тарифы** на электроэнергию, которые регулируется государством.
2. **Уголь**, на котором работают электростанции компании, его цена, которая напрямую влияет на себестоимость производства электроэнергии и стабильность поставок угля в связи с сегодняшними проблемами поставок углей с Донбасса.
3. **Курс гривны** и макроэкономическая стабильность в Украине. Поскольку курс гривны к доллару может значительно изменить цену на импортный уголь в гривнах.

Все эти три проблемы, как огромный ком свалились на компанию в прошлые годы. Речь идет не только о последних трех годах, проблемы были и раньше. Государство устанавливало удобный тариф для себя, но не отвечающий требованиям энергетических компаний. Поэтому компании ничего не вкладывали в обновление своих фондов и фактически были на подножном корму, полностью завися от «воли» государства. Далее, уже в 2014 году, резкий обвал гривны, усугубил положение, несмотря на то, что долларовая цена на уголь снижалась, в гривнах она росла. Плюс к этому, возникли проблемы с поставками угля из Донбасса. Государственная политика в области формирования тарифов на тот момент, была не готова к вызовам времени. И поэтому государство не могло, поднять тарифы на электроэнергию таким же темпами как падала гривна, а компания не могла быстро найти новый «уголь», взамен угля из Донбасса.

Данная «шоковая» ситуация, естественным образом, сказалась на экономических показателях компании. Производство электричества в первом квартале 2015 года рухнуло более чем в 2 раза, по сравнению с первым кварталом 2014. Прибыль превратилась в убыток. Стоимость акций компании доходила до 5 гривен за штуку, что равно капитализации компании равной 1,8 млрд. гривен (70 млн. долларов). Такая цена, для компании, имеющей мощностей на 7 660 000 кВт, является «бросовой». Это всего около 10 долларов за 1 кВт установленной мощности, для сравнения в странах Запада, цена 1 кВт установленной мощности электростанций доходит 2000 долларов. По сути, 10 долларов за 1 кВт, это «предсмертная» цена, и на этом уровне стоит только один вопрос. Будет ли жить компания, или нет?

Мы предполагаем, что компания будет жить и более того, она сможет и развиваться. За последние два года, в сфере электроэнергетики Украины наметились тенденции, которые могут, и вероятно приведут к «титаническим» изменениям. Главное это то, что Государство стало менять свою тарифную политику. Теперь тарифы на отпуск электроэнергии для электростанций будут зависеть от мировых цен на уголь. В основе нового тарифа взята европейская формула «API2 + фрахт». Это сводный индекс цен на уголь, плюс стоимость доставки. Новые правила тарификации, сделают государство более эластичным в вопросе формирования тарифов на электроэнергию для электростанций. Это застрахует деятельность ПАТ «Центрэнерго» от рисков связанных с изменениями цен на уголь и изменения курса гривны, что в свою очередь позволит более стабильно работать и развиваться.

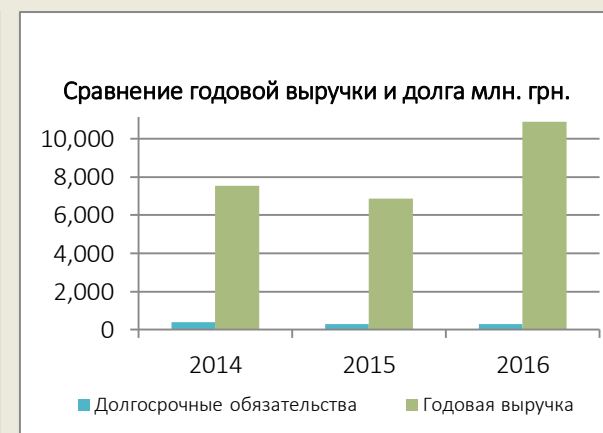
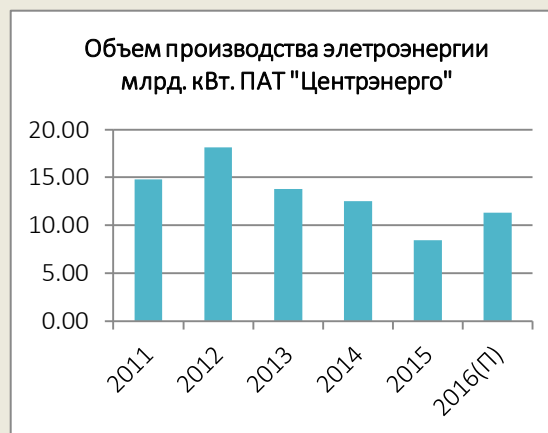
Новая тарифная политика, уже сейчас начала приносить свои плоды, компания, имея в основе новые тарифы, получила возможность закупать уголь в других странах, поскольку теперь у нее есть достаточно денег для закупки угля по мировым, рыночным ценам. Тем самым компания диверсифицирует свою зависимость от углей Донбасса, и вопрос дефицита угля будет закрыт. В частности, в первом полугодии 2016 года, компания уже закупила 250 тыс. тонн угля из ЮАР. Это позволило компании увеличить выработку электроэнергии и в будущем, учитывая, что в Украине в данный момент существует дефицит энергии, позволит еще более нарастить выработку электричества. По сравнению с провальным 1 кварталом 2015 года, выпуск электроэнергии по результатам второго квартала текущего года, уже увеличился почти в 2 раза.

Экономические показатели ПАТ «Центрэнерго» в последние кварталы, так же стали улучшаться. По итогам первого полугодия, выручка компании составила 5,1 млрд. гривен, а валовая прибыль 800 млн. гривен. По итогам 9 месяцев 2016 года, компания как мы предполагаем, получит около 1,1 млрд. валовой прибыли, а выручка компании превзойдет показатели всего 2015 года и составит 7,9 млрд. гривен. По результатам года, компания имеет шансы получить 10,9 млрд. грн. выручки и 1,3 млрд. валовой прибыли.

- Тарифы стали более адаптивны к меняющейся конъюнктуре рынка
- С новыми тарифами, уголь на мировых рынках стал более доступен, что решает проблему дефицита угля и загруженности мощностей
- Курс гривны будет более стабильным

Это уже будут показатели здоровой компании, и такие показатели естественно отразятся и на цене акций компании. К этому стоит добавить, что у компании в текущий момент практически нет долга. На конец второго квартала, долгосрочные обязательства компании были равны всего 278 млн. гривен, сумма сопоставимая с квартальной прибылью компании (именно поэтому, в данном обзоре, мы оценивали валовую прибыль, а не чистую прибыль).

Баланс ПАТ «Центрэнерго» млн.грн.			
	31.12.2014	31.12.2015	30.06.2016
Необоротные активы	3 227	3 419	3 336
Оборотные активы	2 054	3 163	3 509
Капитал	2 428	2 347	3 020
Долгосрочные обязательства	383	287	278
Краткосрочные обязательства	2 471	3 948	3 548
Баланс	5 281	6 582	6 846



Вкратце, бизнес компании можно описать так. Усреднено из 1 тонны угля компания вырабатывает 2 500 кВтч. электричества. На непосредственно отпуск (продажу) идет 100 из 110 кВтч. энергии, то есть 2 270 кВтч. Соответственно при цене тонны угля 1500 гривен (60 долларов по курсу 25 грн. за доллар), себестоимость 1 киловатта по израсходованному углю составит 66 копеек.

Дополнительно к расходам по углю, компания несет так же еще 600-800 млн. грн. расходов по основной деятельности ежеквартально, включенной в себестоимость. Если компания реализует 2 млрд. кВтч. за квартал, то дополнительные расходы будут равны 30-40 копейкам на киловатт. Общая себестоимость в этом случае будет равна 96-106 копейкам за киловатт. Если же компания произведет 2 500 кВтч. электроэнергии за квартал, то дополнительные расходы составят 24-32 копейки, а общая себестоимость будет равна 90-98 копейкам за киловатт. В этом плане, производство на уровне 2 млрд. кВтч. и выше в квартал, является тем уровнем, между которым компания может зарабатывать прибыль и уровнем где может появиться убыток. Конечно же, это грубый подсчет и без учета колебаний курса гривны и изменений цены на уголь.

Ключевые показатели ПАТ «Центрэнерго»

	1-2014	2-2014	3-2014	4-2014	1-2015	2-2015	3-2015	4-2015	1-2016	2-2016	негативный сценарий		умеренный сценарий	
											3-2016	4-2016	3-2016	4-2016
Чистый доход от реализованной продукции (товаров, работ, услуг), млн. грн.	1 751,2	1 950,1	1 853,4	2 003,1	1 247,8	1 607,6	1 816,5	2 192,0	2 512,1	2 613,9	2 764,1	3 003,6	2 764,1	3003,6
Себестоимость реализованной продукции, млн. грн	1 691,3	1 835,4	1 665,4	2 072,2	1 433,4	1 611,6	1 599,4	1 889,1	2 179,2	2 140,1	2 456,3	2 948,0	2 456,3	2818,1
Валовая прибыль, млн. грн.	59,9	114,7	188,0	-69,2	-185,7	-4,0	217,0	303,0	332,9	473,7	307,8	55,6	307,8	185,5
Отпуск электроэнергии млн. квтч. (расчетный)	3 379	3 347	2 528	2 161	1 332	2 040	2 073	2 200	2 516	2 508	2 548	2 706	2 548	2706
Средний курс USD/UAN	10	12	13	15	23	21	21	23	26	25	25	30	25	24
Средняя цена тонны угля долл. (Richards Bay Coal Futures, Continuous Contract)	78	75	70	65	62	61	55	52	53	55	65	60	65	70
Тарифы (НКРЭ), средние за квартал, гривен за 1000 квтч.	518	583	733	927	937	788	876	996	998	1 042	1 085	1 110	1 085	1110

(Негативный сценарий предполагает, поднятие ставки ФРС, слабость мировой экономики и укрепление доллара на мировых рынках. При котором, снизиться и курс гривны и цены на уголь, одновременно.)

Тарифы: Немаловажным моментом, является оценка будущих перспектив. С критической точки зрения, можно задать себе вопрос. А не являются ли, новые правила тарификации лишь временным явлением, и не отмотает ли государство все назад. Считаю, что подтверждением решимости властей в реформировании тарифов, является, в том числе и повышение тарифов для населения.

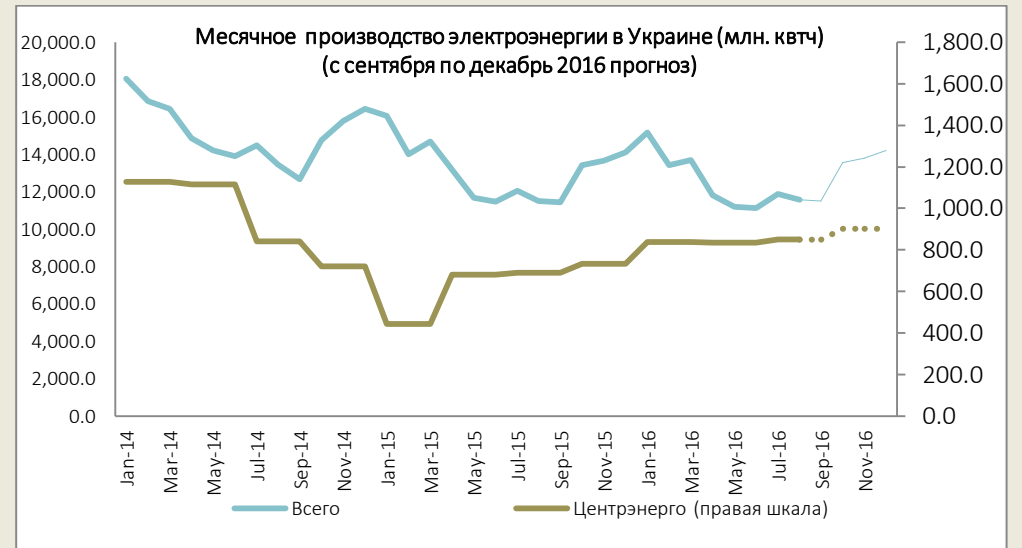
Парадокс ситуации прошлых лет и пока еще нынешнего времени в том, что украинская экономика, одной ногой стоит в капитализме, а другой остается в социализме. Государственное регулирование цен, это остатки еще советской системы. Причем нужно понимать, что положение с тарифами за прошлые 25 лет было даже куда хуже, чем в СССР, поскольку государство регулировало тарифы, не имея мощной системы по аналогу Госплана СССР. Поэтому тарифы, устанавливаемые государством, не отвечали и не могли отвечать требованиям производителя. Сегодня по всем средствам массовой информации, обсуждается тема повышения тарифов для населения, и не секрет, что лоббирует такое повышение «Запад» в лице, например, МВФ. С точки зрения потребителя, повышение цен на газ, электричество, коммуналку очень болезненное и скорее безрадостное событие. Однако МВФ и «Запад», требуют повышения тарифов не ради самого повышения тарифов. В данном вопросе, нужно понимать один очень важный и возможно главный момент. МВФ требует повышения тарифов, для построения полноценных условий капитализма. МВФ, проще говоря, требует Капитализм, и отказ от старых правил. И с этого пути в капитализм, Украина уже вряд ли свернет, и при нынешней власти и при следующей, поскольку «мосты» назад сожжены.

Поэтому повышение тарифов и реформы в государственном регулировании тарифов, процесс неизбежный и необратимый. Для населения (потребителя) это будет тяжелым процессом, но для электростанций, коммунальных служб, газа и нефтедобытчиков, это создаст более нормальные условия работы. Причем новая формула «API2 + фрахт», скорее всего не является конечной, по пути в «капитализм», более вероятно то, что рынок электроэнергии и тарифы, будут в отдаленном будущем еще более «либерализованы». В том числе, не исключен вариант того, что в итоге произойдет полный отказ от государственного регулирования цен. А это для ПАТ «Центрэнерго», будет еще большим позитивным фактором, и будет вести к еще более прогнозируемой и стабильной работе.

Курс гривны: Естественным риском для деятельности компании является курс гривны и ее стабильность. На стыке 2014 и 2015 годов, компания испытала серьезные трудности из-за резкого падения национальной валюты, и если подобное повторится, то это вновь создаст трудности для компании. Однако, мы не предполагаем больших скачков курса гривны в ближайшее время, наподобие того что было в 2015 и 2014 году уже не будет. Причина может показаться очень простой и банальной – Падать уже не куда! Государство не пошло на включение печатного станка и не стало индексировать свои расходы. Номинальный ВВП Украины в 2015 году, составил всего 90 млрд. долларов, при этом экспорт составил 35 млрд. долларов и плюс к этому, граждане, работающие за границей, оценочно привезли в страну около 10 млрд. долларов. В совокупности, это равно 45 млрд. долларов внешних валютных поступлений в страну. Номинальный ВВП не может упасть до уровня экспорта! Поэтому ни о каком, обвале гривны еще в 2 раза сейчас и речи уже быть не может. Экспорт Украины так же уже вряд ли упадет еще ниже, просто потому что падать уже особо нечему. Поэтому для курса гривны, самые тяжелые времена уже прошли, и ее курсовая динамика будет уже более стабильной.

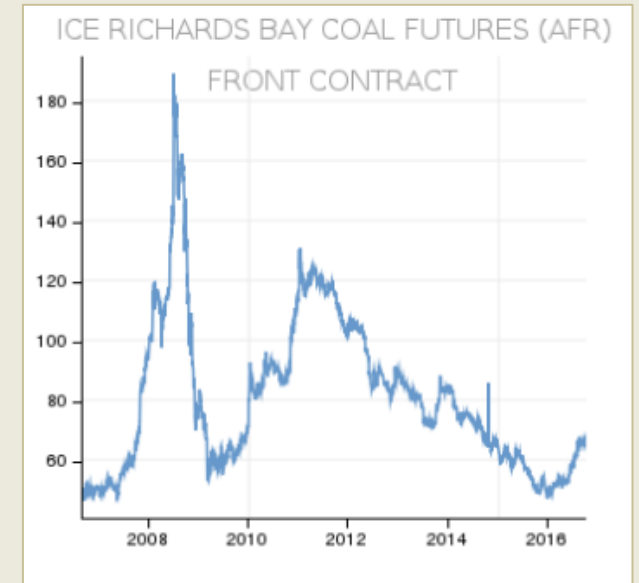
Производство электроэнергии: С начала 2014 года, производство электроэнергии в Украине сократилось в полтора раза. Сокращение производства было связано с прекращением и значительным сокращением потребления и производства на Донбассе, общим сокращением промышленного производства в Украине и в связи с трудностями поставок энергоресурсов (угля, газа, ядерного топлива) на электростанции. В текущий момент в стране образовался дефицит энергии.

Это создает условия, при которых ПАТ «Центрэнерго», при решении для себя вопросов по закупке угля, имеет все возможности для наращивания генерации энергии. Рынок увеличение выработки «переварит». Для справки, по заявлениям НКРЭКУ, «Центрэнерго» планирует до мая 2017 года импортировать до 1 млн. тонн угля, это если считать в киловаттах, равноценно 2,5 млрд. кВтч . (треть от объема отпуска электроэнергии компанией за 2015 год). По моим расчетам, в 2016 году общий отпуск электроэнергии ПАТ «Центрэнерго» может увеличиться до 10,2 млрд. кВт, а производство до 11,3 млрд. кВтч.



Цены на уголь: Вместе с общим падением сырьевых рынков в мире за последние годы, цены, на энергетический уголь так же упали. Далее, динамика цен на уголь будет так же коррелировать с общими настроениями на рынках сырья. Однако, при всем этом, несмотря на общие тенденции на сырьевых рынках, все же у каждого сырья, есть своя конкретная история спроса и предложения. В 2014 году, мировая добыча угля составила 6,1 млрд. тонн из них 3,5 млрд. добыл Китай. Падение цены на уголь, как и других сырьевых активов, было вызвано перепроизводством и замедлением роста китайской экономики (в первую очередь, из-за падения спроса со стороны металлургов в Китае).

В текущем 2016 году, Китай из-за упавшей цены стал активно сокращать добычу угля и с января по август 2016 года, сократил добычу на 150 млн. тонн. Эта реакция Китая, не даст ценам на энергетический уголь вновь упасть до отметок ниже 50 долларов за тонну. Ввиду этого, даже если ФРС США, в очередной раз повысит свою основную ставку и сырьевые активы начнут вновь снижаться в цене, цена на уголь в отличии от других видов сырья будет снижаться в наименьшей степени. Поэтому, даже если цены на нефть вновь упадут до отметок 30 долларов за баррель, сильного падения цен на уголь мы не предполагаем, поскольку в отличие от ОПЕК, кроме разговоров, угольщики начали сокращать свою добычу. С другой стороны, предстоящее повышение ставки ФРС и продолжающаяся общая слабость мировых рынков сырья, не позволит ценам на уголь еще более значительно вырасти цене. В ближайшие полгода на наш взгляд, цены на энергетический уголь будут колебаться в коридоре 60-80 долларов за тонну, что не критично для компании.



Акции компании потенциал роста цены:

Ввиду вышеизложенного мы рекомендуем ПОКУПАТЬ акции ПАТ «Центрэнерго» с текущих уровней. Ближайшей целью в течении 6-12 месяцев является уровень 16 гривен за акцию, что дает примерно 60% потенциал роста. Выход компании на показатели, 11 млрд. грн. по выручке, 1,3 млрд. по валовой прибыли и до 1 млрд. чистой прибыли по результатам 2016 года, даст при цене 16 гривен за акцию, капитализацию компании равную 5,9 млрд. гривен, что даст примерный коэффициент P/E равный 6 и P/S равный 0,5. Данные коэффициенты будут вполне адекватны для общей ситуации в стране и ограниченной активности торгов на бирже.



Настоящий обзор носит исключительно информационный характер и не может рассматриваться как предложение или указание к совершению определенных сделок на фондовом рынке. Оценки и рекомендации, приведенные в обзоре, являются личным мнением аналитиков компании «ФК Укранет»

Информационный центр тел.: +38 (044) 206-84-15 SKYPE NETTRADER.ua Информационный центр работает с 9.00 до 19.00 с понедельника по пятницу. Офис в Киеве на Горького 172, 9 этаж, офис 913