

# Полугодие пройдено, динамика ПОЗИТИВНАЯ



Первая половина 2023 года в целом была позитивной для сектора электроэнергетики как в операционном плане, так и на фондовом рынке. Энергопотребление в России продолжило устойчивый рост, а внеплановое увеличение тарифов в декабре 2022 года крайне положительно сказалось на финансовых результатах сектора, что было особенно заметно на примере региональных сетевых компаний. Главным бенефициаром переориентации российской экономики на восточное направление по-прежнему остаются электростанции второй ценовой зоны (ЦЗ), проявления чего мы видим в структуре динамики энергопотребления.

Александр КОВАЛЁВ, аналитик ФГ «Финам»

## ЭНЕРГОПОТРЕБЛЕНИЕ ВО II ПОЛУГОДИИ: ЧЕГО ЖДАТЬ?

В рамках проходившего в конце июля форума Россия — Африка министр энергетики РФ Николай Шульгинов отчитался о росте энергопотребления за 7 месяцев на 0,9% (г/г) при прогнозном диапазоне 1,0–1,5% (г/г) на весь 2023 год. Вторая половина 2022 года выдалась слабее первой в части энергопотребления: если в первые 6 месяцев спрос увеличивался на 2,2% (г/г), то по итогам всего прошлого года рост скорректировался до 1,5% (г/г). Это создаёт эффект относительно низкой базы для сектора электроэнергетики, который усиливается за счёт существенного увеличения тарифов в декабре 2022 года и мае 2023 года, ввиду чего динамика спроса на электроэнергию должна ускориться во II полугодии. Мы видим четыре основных причины продолжающегося роста энергопотребления:

**1) Новые логистические цепочки.** Переориентация экономики на Восток способствовала скачку нагрузки на транспортные магистрали, в первую очередь ж/д. По нашим оценкам, регионы, через которые проходят восточные части Транссиба и БАМа, стали лидерами по росту энергопотребления в 2022 году. Иркутская область, Республика Бурятия, Забайкальский край, Хабаровский край, Якутия и Амурская область в среднем могли показать прирост спроса на электроэнергию в районе 5%, и есть все основания полагать, что тренд продлится до конца 2023 года.

**2) Рост бытовой нагрузки и активность майнеров криптовалют.** Многие регионы юга России были

в лидерах по процентному росту спроса на электроэнергию в 2022 году, возможной причиной чего мы видим продолжающуюся электрификацию местных регионов, которые остаются энергодефицитными в силу резкого роста бытовой нагрузки в последние годы. Кроме того, просматривается прямая взаимосвязь между ценами на электроэнергию и темпами роста энергопотребления, которая ярче всего проявляется на примере Иркутской области и Республики Дагестан. Оба региона находятся в топе по процентному приросту спроса на электроэнергию в последние полтора года, отличаясь при этом самыми низкими в стране тарифами для населения. Поводом для этого может быть активность майнеров, деятельность незаконных ферм которых в последнее время всё чаще пресекается именно в указанных регионах.

**3) Расширения активности предприятий ОПК.** По итогам прошедшего года Удмуртия, Тульская и Владимирская области также оказались в числе лидеров по росту энергопотребления, являясь важными центрами оборонной промышленности.

**4) Новое строительство.** Темпы ввода жилья остаются вблизи многолетних максимумов, а дополнительную поддержку обеспечивают крупные инфраструктурные проекты.

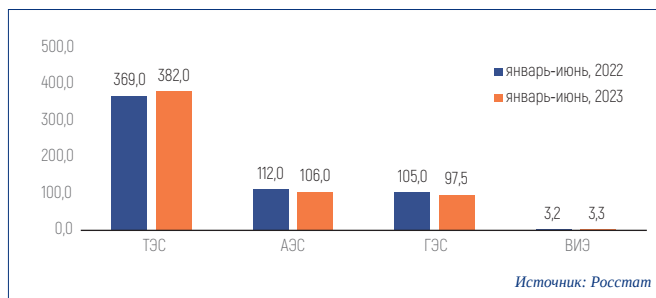
Что касается региональной структуры потребления, общий тренд мало изменился относительно 2022 года. По различным оценкам, рост в ОЭС Сибири и ОЭС Востока превысил 3% (г/г) в I полугодии, в то время как в энергосистемах Центра и Северо-Запада страны

наблюдался спад потребления. В ОЭС Урала, Юга и Средней Волги рост показателя составил менее 1%.

Начиная с мая в Сибири наблюдалось повышение уровня водности рек с наиболее резким скачком уровня водохранилищ на Богучанской, Бурейской, Вилюйской, Саяно-Шушенской, Усть-Илимской и Колымской ГЭС. Это практически сразу отразилось на динамике цен во второй ценовой зоне, которые скорректировались от локальных максимумов до уровня середины 2022 года. Цены в первой ЦЗ удерживаются в комфортном диапазоне 1500–1600 руб. за МВт·ч.

## СТРУКТУРА ГЕНЕРАЦИИ ВСЁ ЕЩЁ В ПОЛЬЗУ ТЭС

За I полугодие тепловая генерация стала абсолютным лидером по темпам изменения выработки. С января по июнь объёмы генерации ТЭС выросли на 3,6% (г/г) — до 382 млрд кВт·ч при заметном падении выработки АЭС (–5,3% (г/г)) и ГЭС (–7,1% (г/г)). Общие объёмы генерации при этом остались без изменений, отражая эффект отмены экспорта электроэнергии в страны ЕС в 2022 году.



Такая динамика преимущественно возникла в связи с двумя причинами: рекордно низкой водностью ГЭС в первые месяцы 2023 года и массовыми плановыми ремонтами АЭС. Во второй половине года ситуация должна нормализоваться, но в январе–июне многие операторы ТЭС оказались в более выгодном положении, позволившем им увеличить выработку и отпускать электроэнергию по более высоким рыночным ценам. Особенно ярко данный тренд проявился во второй ЦЗ. К примеру, Березовская ГРЭС «Юнипро», расположенная в Красноярском крае, нарастила генерацию на 11,2% (г/г) по итогам I полугодия. Операционные результаты СГК, управляющей портфелем угольных ГРЭС, также подтверждают тезис о высокой загрузке ТЭС: в частности, за 7 месяцев 2023 года выработка электростанций СГК увеличилась на 12% (г/г). «Интер РАО» по-прежнему не публикует полноценную финансовую отчётность, но мы считаем, что компания также стала одним из главных бенефициаров такой конфигурации выработки среди публичных компаний на российском рынке. «Интер РАО» в целом

выглядит одним из наиболее привлекательных вариантов среди голубых фишек сектора для инвесторов. Подъём ключевой ставки до 12% должен положительно сказаться на доходности проектов модернизации ТЭС (КОММод), большую часть квоты на которые удерживает именно «Интер РАО». В то же самое время отрицательный чистый долг холдинга способствует низкому давлению процентных платежей на рентабельность чистой прибыли, а ликвидная кубышка головной компании вовсе выросла до 355 млрд руб., о чём стало известно по факту публикации отчёта по РСБУ за 6 месяцев.

## В ЧЁМ ПРИЧИНА РОСТА ПРИБЫЛИ СЕТЕВЫХ КОМПАНИЙ?

Сектор в последние месяцы фиксирует настоящее ралли в акциях сетевых компаний, которое подпитывается уверенными финансовыми результатами. В частности, консолидированная чистая прибыль дочерних компаний «ФСК — Россети», уже отчитавшихся по РСБУ за I полугодие, выросла на 84% (г/г).

Главной причиной столь существенного роста чистой прибыли остаётся увеличение тарифов в декабре 2022 года, хотя многие компании также зафиксировали положительную динамику по другим статьям. В частности, процентные расходы по многим кейсам значительно упали, отражая снизившуюся стоимость долгового фондирования. При этом рост себестоимости всех «дочек» пока сильно отстаёт от темпов увеличения выручки, что вызывает вопросы к объёмам реализации программ технического обслуживания и ремонтов. Весьма вероятно, что в III квартале мы увидим акселерацию производственных программ — в противном случае объяснить резкий рост выручки в жёстко регулируемом сегменте сетевой деятельности довольно тяжело. Кроме того, получение чрезмерно высокой прибыли в текущем году может обернуться корректировками тарифа в 2025-м и последующих годах. В пользу данной теории говорит и то, что отчитавшиеся компании в среднем уже выполнили 70–80% бизнес-плана на весь 2023 год в части чистой прибыли.

Тем не менее уверенный рост прибыли, на наш взгляд, существенно улучшает перспективы выплаты дивидендов за 9 месяцев. К этой практике «ФСК — Россети» обратилась в прошлом году, и в 2023 году есть хороший шанс повторения данного сценария с учётом высокой потребности головного холдинга в ликвидности. Наибольшие выплаты за 9 месяцев, по нашим прогнозам, могут осуществить «МРСК Урала», «Россети Московский Регион», «Россети Центр» и «Россети Цип» с потенциальными доходностями в районе 7–8%.