

Artykuł ekspercki Igora Chalupca i Michała Lubienieckiego „Rozwój polskiej energetyki. Niezbędne międzynarodowe finansowanie”, Rzeczpospolita, 19-11-2010

Igor Chalupca, Prezes Zarządu ICENTIS Corporate Solutions

Michał Lubieniecki, Partner ICENTIS Corporate Solutions

Rozwój polskiej energetyki

Niezbędne międzynarodowe finansowanie

Wielkość nakładów inwestycyjnych w polskiej energetyce jest ogromna, biorąc pod uwagę plany jakie mają do zrealizowania w najbliższych latach najwięksi gracze działający w branży. Nie da się sfinansować rozwoju energetyki bez wsparcia zagranicznych instytucji i rynków finansowych. Muszą one uczestniczyć jako niezbędny element w bezpiecznej zdywersyfikowanej strategii pozyskiwania kapitału.

Każdy, kto po raz pierwszy widział z bliska pracę wielkiej elektrowni zawodowej, odkrywkowej kopalni węgla, czy hydroelektrowni, nie może powstrzymać się od podziwu dla myśli technicznej, która ujarzmiła tak potężne żywioły. I faktycznie, ten złożony łańcuch, który tworzy system elektroenergetyczny, jest jednym z najważniejszych osiągnięć cywilizacji. Jest też, jako kluczowa część infrastruktury, źródłem przewagi konkurencyjnej krajów europejskich. W Polsce, w ostatnich dwudziestu latach, dostępność dobrego systemu elektroenergetycznego była niewątpliwie czynnikiem wspierającym rozwój gospodarki.

Niestety, dziś polska energetyka zaczyna przypominać spracowanego landrovera, który przejechał milion kilometrów i ma za sobą kilka generalnych remontów silnika. Średni wiek floty generacyjnej w Polsce zbliża się do 30 lat, a znaczna część sieci dystrybucyjnych pamięta jeszcze lata 60 - te. Nikt już dziś nie spiera się o to, że najpóźniej w 2014 roku pojawią się niedobory mocy, i że w najbliższych latach powinno powstawać, rok w rok, ponad półtora GW nowych mocy. Jest to niezależne od równoległe koniecznej dywersyfikacji struktury paliwowej w wytwarzaniu, czy przebudowie sieci ze względu na zmiany lokalizacji odbiorców i wytwórców, czy rozwoju OZE, czyli odnawialnych źródeł energii. W publicznej dyskusji regularnie pojawiają się olbrzymie kwoty dotyczące wartości niezbędnych inwestycji w energetyce, przekraczające 100 mld zł. Często stawiana jest teza, że ze względu na niepewności rynkowe i regulacyjne, bardzo trudne, lub wręcz niemożliwe, będzie sfinansowanie tych inwestycji. I z tym twierdzeniem nie możemy się zgodzić.

Dobre perspektywy dla rynku energii

Mamy w sektorze czynniki, które są fundamentem finansowalności inwestycji: ceny energii pozwalające na rynkowy zwrot nakładów (biorąc pod uwagę obecny poziom i średnioterminowe prognozy), dobre perspektywy makro oraz stabilną regulację. Kluczowa niepewność dotycząca emisji CO2 ma w polskim przypadku wbudowany amortyzator ryzyka dla wytwórców energii wynikający ze struktury wytwarzania, która jeszcze przez wiele lat będzie zdominowana przez węgiel oraz ograniczonej możliwości przesyłu transgranicznego (co oznaczać będzie przerzucenie kosztów emisji na odbiorców). Struktura kapitałowa sektora jest bardzo silna: w połowie tego roku, cztery główne grupy energetyczne miały skonsolidowaną nadwyżkę gotówkową, przekraczającą 6 mld zł. Łączna EBITDA czterech głównych grup w 2009 roku wyniosła około 12 miliardów zł i, biorąc pod uwagę prognozy cen energii, zmiany regulacyjne w segmencie dystrybucji oraz (konserwatywnie

oszacowaną) poprawę efektywności, ta wielkość z dużym prawdopodobieństwem podwoi się do 2015 roku. Oznacza to z jednej strony silną generację gotówki, a z drugiej możliwość pozyskania bardzo znacznego finansowania dłużnego. Średni wskaźnik zadłużenia netto/EBITDA dla reprezentatywnej grupy europejskich grup energetycznych wynosi obecnie około 3x, co dla polskiego sektora oznacza potencjał finansowania od około 35 mld zł dzisiaj i do 50-70 mld zł w 2015 roku. Do tego notowane na rynku publicznym firmy mogą też pozyskiwać finansowanie przez nowe emisje akcji – choć ta ostatnia droga powinna być rozważnie, jako najdroższe źródło kapitału.

Wskaźniki a rzeczywistość

Ale arytmetyka finansowa to jedno, a rzeczywistość to drugie. Ze względu na skalę liczb, odpowiednie zbudowanie „dolnej części bilansu” grup energetycznych wymagać będzie w najbliższych latach wiele pracy, zarówno w zakresie konsekwentnej egzekucji strategii finansowania i zarządzania ryzykami, jak i dostosowywania się do zmieniających się warunków na rynkach finansowych. Warunkiem *sine qua non* będzie pełna integracja finansowania grup, która powinna stać się jedną ze strategicznych funkcji centrów korporacyjnych. Nie przeprowadzenie tego procesu da w konsekwencji suboptymalne wyniki – żeby odwołać się do motoryzacyjnego porównania - pozyskiwanie finansowania na poziomie spółek operacyjnych grupy energetycznej, jest jak sprzedawanie nowego samochodu na części. Integracja ta będzie miała również wpływ na poziomy zadłużenia, które w przyszłości zaakceptują rynki kapitałowe, banki, czy wreszcie agencje ratingowe. Te ostatnie obecnie akceptują poziom zadłużenia polskich grup na relatywnie niskim poziomie. To nie będzie miało krytycznego znaczenia w krótkim okresie, ale za trzy, cztery lata może stać się krępującym pułapem.

Magiczne słowo: dywersyfikacja

Jeżeli istnieje jedno słowo, które w dzisiejszych czasach powinien zawiesić sobie nad biurkiem każdy korporacyjny treasurer, to jest to dywersyfikacja - rozumiana jako zróżnicowanie źródeł, struktur i instrumentów finansowania. Wielkość finansowania, które w najbliższych latach powinien pozyskać sektor energetyczny w Polsce, narzuca konieczność sięgnięcia po wszystkie racjonalnie dostępne źródła. Lokalny sektor bankowy może zapewnić tylko jego część: cała wartość kredytów udzielonych firmom wynosiła w połowie 2010 roku niewiele ponad 200 mld zł, a na palcach jednej ręki można policzyć banki, które są zdolne do zaangażowania się w naprawdę duże projekty. O wiele mniejsza niż jeszcze dwa, trzy lata temu – choć lepsza niż na dzień finansowej zapaści w 2009 roku – jest dostępność banków międzynarodowych. Radykalnie zmniejszyły się ich maksymalne udziały w kredytach konsorcyjnych. Powoduje to konieczność formowania dużych konsorcjów, co nie ułatwia życia kredytobiorcom i ich doradcom, ale nic nie wskazuje na to, aby kondycja europejskiego sektora bankowego miała się w najbliższym czasie szybko poprawić. Z kolei rynki kapitałowe (euroobligacji) często wskazywane jako coraz istotniejsza alternatywa dla finansowania bankowego w Europie, pokazały w ostatnich osiemnastu miesiącach swoją kapryśność: od eksplozji emisji w pierwszej połowie 2009 roku, do zapaści w maju i czerwcu tego roku, kiedy to europejski kryzys zadłużeniowy spowodował „strajk inwestorów”. Otwartym pozostaje pytanie, czy poważną alternatywą może stać się krajowy rynek obligacji - zarówno jego płynność, jak i baza inwestorów musiałyby się zwiększyć wielokrotnie.

Alternatywne źródła finansowania

Konieczność dywersyfikacji każe sięgać również po mniej tradycyjne źródła, takie jak Międzynarodowe Instytucje Finansowe (MIF): Europejski Bank Inwestycyjny czy EBOR, a także agencje ubezpieczeń eksportowych i banki promocyjne, takie jak japoński JBIC, koreański KExImBank, czy włoski SACE.. Polska pozostaje obszarem bardzo aktywnego mandatu kilku MIF - ów, które zazwyczaj są atrakcyjnym źródłem finansowania. Dobrym przykładem jest ENERGA, która zamknęła w miesiącach pierwszej połowie tego roku pakiet finansowania z MIF-ów, przekraczający 2 mld zł, dla

którego średni ważony okres spłaty znacznie przekracza dziesięć lat; wynik doskonały nie tylko w aspekcie lokalnego rynku bankowego, ale też w porównaniu do finansowania zachodnich firm. Budowa nowych aktywów wytwórczych daje z kolei okazję wykorzystania finansowania z instytucji kredytów eksportowych, które są bardzo aktywne we wspieraniu producentów i wykonawców ze swoich rodzimych krajów. Ci ostatni mogą być bardzo przydatni w finansowaniu w strukturach typu project finance – z odpowiednim ograniczeniem i alokacją ryzyk do wydzielonych podmiotów. Tego typu finansowanie pozwala na dokonanie swoistej segmentacji i arbitrażu na rynkach finansowych, w szczególności dając możliwość uzyskania bardzo długich tenorów, nieosiągalnych dla finansowania korporacyjnego. Taką strukturę finansowania powinny brać pod uwagę nawet grupy z solidnymi bilansami, bo trud związany z jej aranżacją, może dać bardzo cenne uzupełnienie grupowego *funding mix*.

Dobra sytuacja makro i ciekawe czasy

Warto na koniec podkreślić, że bardzo istotnym czynnikiem wspierającym organizację międzynarodowego finansowania dla energetyki jest bardzo dobre postrzeganie sytuacji makro w Polsce, a w konsekwencji i całego sektora energetycznego. Konsekwencją jest silny popyt na polskie aktywa w formie długu i innych klas aktywów. Wypada tylko mieć nadzieję, że czynnik nie zostanie osłabiony w przyszłości przez negatywne niespodzianki w finansach publicznych i regulacji sektora. Podsumowując, nie wydaje się, by dostępność finansowania, pod warunkiem odpowiedniego ustalenia priorytetów tego obszaru w działaniach korporacyjnych, a następnie proaktywnego podejścia i dobrej egzekucji, stała się barierą dla realizacji potrzebnych inwestycji w sektorze energetycznym w Polsce. Znane stare przekleństwo mówi: „obyś żył w ciekawych czasach”. Dla polskiej energetyki najbliższe lata na pewno będą ciekawe, miejmy nadzieję, że jednak w pozytywnym tego słowa znaczeniu. Dlatego warto przytoczyć inne przysłowie, które byłoby dobrym mottem dla odpowiedniego podejścia do kwestii finansowania w tym sektorze: „Jeżeli chcesz wejść na drzewo, wybieraj się na księżyc”.

Tekst został opublikowany w dodatku do dziennika Rzeczpospolita EKO+, 19 listopada 2010r.