

## Интер РАО

### Самое интересное - впереди

## Цель: 5,0 руб., «ПОКУПАТЬ»

Аналитик: Алексей Адонин  
Эл. почта: AAdonin@veles-capital.ru

Мы повышаем целевую цену акции Интер РАО на 9,2% до 5,0 руб. на фоне выхода сильных финансовых данных за 1К18, а также с учетом последних операционных данных. Интер РАО, на наш взгляд, остается самой интересной бумагой в электроэнергетике с точки зрения перспектив роста.

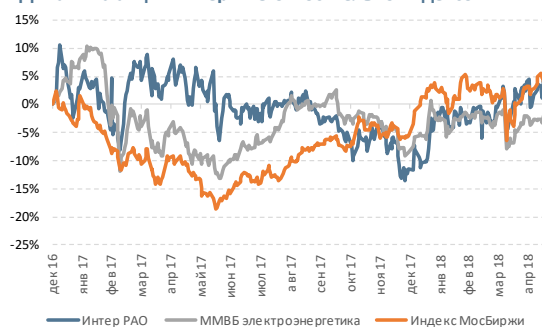
**Отчетность и конференц-звонок.** В середине мая Интер РАО представила консолидированную отчетность по МСФО за 3 месяца 2018 г., которая в целом оказалась сильной и превзошла наши ожидания по EBITDA и чистой прибыли. Позитивная динамика сегментов Сбыт и Трейдинг оказалась для нас некоторым сюрпризом, в то время как рост EBITDA генерирующего бизнеса был ожидаем в первую очередь благодаря тому, что компания начала получать повышенные платежи за мощность по ДПМ блокам Харанорской ГРЭС, Затонской ТЭЦ, Ивановским ПГУ. Трейдинг был поддержан в первую очередь ростом импорта электроэнергии из Казахстана.

На конференц-звонке менеджмент подтвердил свои ожидания по EBITDA'18 на уровне 105-110 млрд руб., выразил уверенность в получении последнего транша в 3 млрд руб. от En+ в текущем году, дал комментарии касательно проектов в Калининграде (см. ниже) и не предоставил никаких комментариев касательно выкупа акций у ФСК/РусГидро.

**Прогнозы.** По нашим оценкам, до 2022 г. EBITDA Интер РАО будет расти в ближайшие годы в среднем на 5,5% в год благодаря росту сбытового бизнеса, а также повышенным платежам за мощность по ДПМ. Мы ожидаем, что FCF компании приблизится к отметке 97 млрд руб. в 2022 г. Кроме того, Интер РАО продолжает увеличивать объем денежных средств на балансе, который по итогам 1К18 приблизился к 143 млрд руб. Мы считаем, что основных сценария их распределения три.

**Участие в программе модернизации мощностей,**

Динамика акций Интер РАО относительно индексов ММВБ



Источник: данные биржи; оценка: Велес Капитал

### Информация о компании

Тикер	IRAO
Цена обыкновенной акции, руб.	4,01
Мин./макс. цена акции за 52 недели, руб.	3,32 / 4,15
<b>Справедливая цена акции (12м), руб.</b>	<b>5,0</b>
Потенциал роста (об.), %	25,3
Всего всего, млн шт.	104 400
Рыночная капитализация, млн руб.	418 644
EV, млн руб.	303 924

Источник: данные биржи; оценка: Велес Капитал

### Финансовые показатели по МСФО за 1К 2018 г.

млн руб	1К17	1К18	18/17
Выручка	224 000	247 484	10,5%
EBITDA	29 353	34 786	18,5%
Чистая прибыль	19 202	22 621	17,8%

Источник: данные компании; оценка: Велес Капитал

### Финансовые показатели

	2017 (Ф)	2018 (П)
Выручка, млн руб.	917 049	986 724
EBITDA, млн руб.	93 259	104 907
Чистая прибыль, млн руб.	54 448	62 702
Рентабельность EBITDA, %	10,2%	10,6%
Рентабельность чистой прибыли, %	5,9%	6,4%
EV / S	0,33	0,31
EV / EBITDA	3,3	2,9
P / E	5,9	5,6
ROIC, %	16,2%	14,1%
ROE, %	14,7%	15,4%

Источник: данные компании; оценка: Велес Капитал



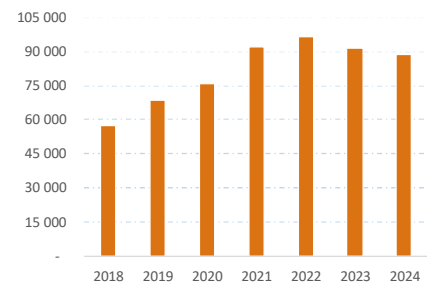
окончательные параметры которой и механизм возврата инвестиций компаниям еще не определены, но ясно, что в целом схема аналогична проектам ДПМ – генераторы будут выдвигать заявки на мощности, которые необходимо модернизировать, регулятор будет отбирать наиболее нуждающиеся в этом объекты, в случае выполнения условий по стоимости работ и уровня локализации, временных рамок, генерирующей компании будет гарантирован определенный уровень возврата инвестиций. Сейчас планируется модернизировать около 4 ГВт мощностей в год. **Интер РАО** – один из главных бенефициаров данной программы.

■ **Выкуп акций у ФСК/РусГидро.** Одна из интриг – возможный выкуп компанией своего пакета у ФСК и РусГидро. ФСК принадлежит 18,6%, РусГидро – 4,9%; рыночная стоимость этих пакетов на данный момент приближается к 100 млрд руб., что меньше денежных средств на балансе компании. Выкуп своих акций выглядит логичным шагом – помимо увеличения контроля акционеры удержат дивиденды в контуре компании. Несмотря на то, что менеджмент опровергает ведение переговоров о продаже этих пакетов, такое развитие событий не стоит исключать. Консолидация акций даст дополнительную поддержку котировкам компании.

■ Еще один вариант того, куда ИРАО может направить средства – **Калининградские станции**, которые компания сейчас строит совместно с Роснефтегазом. В марте этого года Интер РАО уже ввела Маяковскую и Талаховскую ТЭС, до 2021 года планируется ввод Прегольской и Приморской ТЭС. На данный момент Интер РАО продолжает строить 2 станции, а уже построенные станции Интер РАО арендует на 15-летний срок (период ДПМ платежей). Далее возможен их выкуп, но мы не исключаем, что выкуп активов может быть осуществлен и раньше этого срока.

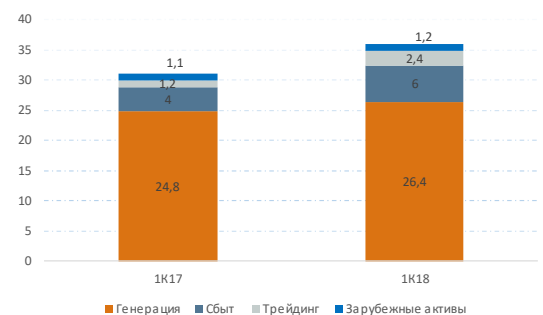
■ Таким образом, однозначной картины того, куда будут направлены свободные денежные средства компании, нет, но во всех трех сценариях эти вложения принесут дополнительную стоимость акционерам компании, что является потенциальным позитивным фактором.

Динамика FCF Интер РАО



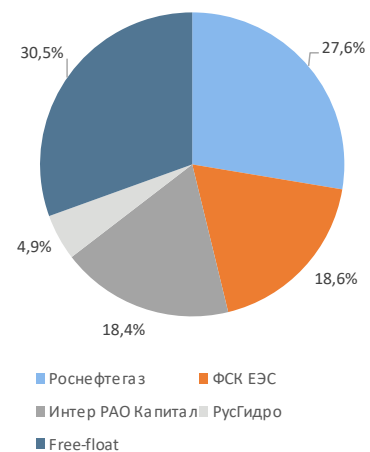
Источник: данные биржи; оценка: Велес Капитал

Динамика EBITDA Интер РАО, млрд руб.



Источник: данные компании; оценка: Велес Капитал

Структура капитала Интер РАО



Источник: данные компании; оценка: Велес Капитал



- **Дивиденды.** Интер РАО не стоит рассматривать как дивидендную бумагу в ближайшие несколько лет. Менеджмент неоднократно заявлял, что не планирует повышать коэффициент дивидендных выплат с закрепленных в дивидендной политике 25%. Этот коэффициент мы и закладываем в нашу модель. По итогам 2017 г. акционеры утвердили выплату четверти от чистой прибыли по МСФО, что обеспечивает скромную дивидендную доходность на уровне 3,2%.
- **Оценка.** В нашей модели мы учли последние операционные и финансовые результаты, также мы скорректировали наши предпосылки и прогнозы. Мы повышаем оценку Интер РАО на 9,2% до 5,0 руб., и сохраняем рекомендацию ПОКУПАТЬ. Совокупный доход акционеров составит 28,5%.



## Финансовая модель Интер РАО, млн руб.

Отчет о прибылях и убытках	2018 (П)	2019 (П)	2020 (П)
Выручка	986 724	1 052 218	1 110 656
Операционные расходы (без амортизации)	(881 817)	(945 497)	(997 243)
<b>ЕБИТДА</b>	<b>104 907</b>	<b>106 722</b>	<b>113 413</b>
Амортизация	(24 178)	(24 132)	(24 087)
<b>ЕВИТ</b>	<b>68 510</b>	<b>73 309</b>	<b>82 278</b>
Разовые статьи	(12 220)	(9 280)	(7 048)
Процентные расходы	(647)	(259)	0
Неоперационные доходы/расходы	10 514	12 388	14 530
Доля в прибыли ассоциированных компаний	0	0	
<b>Прибыль до налогообложения</b>	<b>78 377</b>	<b>85 437</b>	<b>96 808</b>
Налог на прибыль	(15 675)	(17 087)	(19 362)
<b>Чистая прибыль скор</b>	<b>74 922</b>	<b>77 630</b>	<b>84 494</b>

Баланс	2018 (П)	2019 (П)	2020 (П)
<b>Долгосрочные активы</b>	<b>330 262</b>	<b>337 779</b>	<b>356 413</b>
Основные средства и НМА	285 588	292 337	300 841
Фин. активы, для продажи	10 324	10 324	10 324
Прочие долгосрочные активы	34 350	35 117	45 248
<b>Краткосрочные активы</b>	<b>323 587</b>	<b>374 873</b>	<b>422 004</b>
Оборотные активы	149 329	157 644	164 973
Краткосрочные инвестиции	0	0	0
Денежные средства	174 258	217 229	257 032
<b>Итого активы</b>	<b>656 849</b>	<b>715 652</b>	<b>781 417</b>
<b>Средства акционеров</b>	<b>508 499</b>	<b>561 173</b>	<b>621 532</b>
Акционерный капитал	506 909	559 583	619 942
Доля меньшинства	1 590	1 590	1 590
<b>Долгосрочные обязательства</b>	<b>20 884</b>	<b>19 168</b>	<b>19 168</b>
Долгосрочные займы	1 716	0	0
Прочие долгосрочные обязательства	19 168	19 168	19 168
<b>Краткосрочные обязательства</b>	<b>127 467</b>	<b>135 311</b>	<b>140 718</b>
Краткосрочные займы	2 639	1 716	0
Оборотные обязательства	124 827	133 595	140 718
<b>Итого обязательства и средства акционеров</b>	<b>656 849</b>	<b>715 652</b>	<b>781 418</b>

Движение денежных средств	2018 (П)	2019 (П)	2020 (П)
<b>Основная деятельность</b>	<b>81 556</b>	<b>89 319</b>	<b>93 161</b>
Прибыль/убыток до налогообложения	78 377	85 437	96 808
Амортизация	24 178	24 132	24 087
Единоразовые доходы/расходы	12 220	9 280	7 048
Доля в прибылях ассоц. и СП	0	0	0
Изменение оборотного капитала	(6 860)	452	(205)
Налог на прибыль уплаченный	(15 675)	(17 087)	(19 362)
Прочее	(10 684)	(12 896)	(15 214)
<b>Инвестиционная деятельность</b>	<b>(14 500)</b>	<b>(14 600)</b>	<b>(13 535)</b>
Приобретение внеоборотных активов	(14 500)	(14 600)	(13 535)
Приобретение/продажа дочерних компаний	0	0	0
Приобретение краткосрочных инвестиций	0	0	0
Прочее	0	0	0
<b>Финансовая деятельность</b>	<b>(38 614)</b>	<b>(35 934)</b>	<b>(34 867)</b>
Поступление по кредитам и займам	(12 073)	(2 639)	(1 716)
Погашение кредитов и замов	(12 929)	(17 619)	(16 064)
Выплата дивидендов	(13 612)	(15 675)	(17 087)
Прочее	0	0	0
<b>Изменение денежных средств</b>	<b>28 441</b>	<b>38 785</b>	<b>44 759</b>

WACC	2018
Безрисковая ставка	7,0%
Рыночная стоимость долга	8,0%
Налог на прибыль	20%
<b>Стоимость акционерного капитала</b>	<b>13,3%</b>
Beta	0,7
Доля долга	4,0%
Доля капитала	96,0%
<b>WACC</b>	<b>14,3%</b>

Оценка стоимости обыкновенных акций	2018 (П)	2019 (П)	2020 (П)
Ставка роста в постпрогнозный период, %	2,0%		
Сумма дисконтированного денежного потока	286 026		
Дисконтированная терминальная стоимость (+)	123 786		
<b>Стоимость бизнеса компании</b>	<b>409 812</b>		
Стоимость чистого долга (-)	(89 682)		
Стоимость финансовых вложений (+)	26 343		
<b>Стоимость акционерного капитала</b>	<b>525 837</b>		
<b>Фундаментальная стоимость ао, руб.</b>	<b>5,0</b>		

Свободный денежный поток	2018 (П)	2019 (П)	2020 (П)
<b>NOPLAT</b>	<b>54 808</b>	<b>58 647</b>	<b>65 822</b>
Амортизация	24 178	24 132	24 087
Изменение чистого оборотного капитала	(14 500)	(31 508)	(14 500)
Капитальные затраты	(6 860)	5 868	(6 860)
Свободный денежный поток	<b>57 626</b>	<b>57 139</b>	<b>68 549</b>
Ставка дисконтирования, %			
Коэффициент дисконтирования			
<b>Дисконтированный свободный денежный поток</b>		<b>266 427</b>	

Рыночные мультипликаторы (x)	2018 (П)	2019 (П)	2020 (П)
EV / Sales	0,3	0,3	0,3
EV / EBITDA	2,9	2,8	2,7
EV / EBIT	4,4	4,1	3,7
P / E	4,2	4,1	3,8
P / BV	0,6	0,6	0,5
EV / FCF	5,3	5,3	4,4

Коэффициенты	2018 (П)	2019 (П)	2020 (П)
Рентабельность EBITDA	10,6%	10,1%	10,2%
Рентабельность чистой прибыли скор	7,6%	7,4%	7,6%
EBITDA / процентные расходы, (x)	162,2	411,3	n/a
Инвестиции / выручка	1,5%	1,4%	1,2%
ROE	14,7%	13,8%	13,6%
ROIC	16,3%	17,0%	18,1%
Долг/EBITDA	0,0	0,0	0,0
Чистый долг/EBITDA	n/c	n/c	n/c
Долг/собственный капитал	0,0	0,0	0,0



## Раскрытие информации

### Заявление аналитика и подтверждение о снятии ответственности

Настоящий отчет подготовлен аналитиком (ами) ИК «Велес Капитал». Приведенные в данном отчете оценки отражают личное мнение аналитика (ов). Вознаграждение аналитиков не зависит, никогда не зависело и не будет зависеть от конкретных рекомендаций или оценок, указанных в данном отчете. Вознаграждение аналитиков зависит от общей эффективности бизнеса ИК «Велес Капитал», определяющейся инвестиционной выгодой клиентов компании, а также доходами от иных видов деятельности ИК «Велес Капитал».

Данный отчет, подготовленный Аналитическим управлением ИК «Велес Капитал», основан на общедоступной информации. Настоящий обзор был подготовлен независимо от других подразделений ИК «Велес Капитал», и любые рекомендации и суждения, представленные в данном отчете, отражают исключительно точку зрения аналитика (ов), участвовавших в написании данного обзора. В связи с этим, ИК «Велес Капитал» считает необходимым заявить, что аналитики и Компания не несут ответственности за содержание данного отчета. Аналитики ИК «Велес Капитал» не берут на себя ответственность регулярно обновлять данные, находящиеся в данном отчете, а также сообщать обо всех изменениях, вносимых в данный обзор.

Данный аналитический материал ИК «Велес Капитал» может быть использован только в информационных целях. Компания не дает гарантий относительно полноты и точности приведенной в этом отчете информации и ее достоверности, а также не несет ответственности за прямые или косвенные убытки от использования данных материалов. Данный документ не может служить основанием для покупки или продажи тех или иных ценных бумаг, а также рассматриваться как оферта со стороны ИК «Велес Капитал». ИК «Велес Капитал» и (или) ее дочерние предприятия, а также сотрудники, директора и аналитики ИК «Велес Капитал» имеют право покупать и продавать любые ценные бумаги, упоминаемые в данном обзоре.

ИК «Велес Капитал» и (или) ее дочерние предприятия могут выступать в качестве маркет-мейкера или нести обязательства по андеррайтингу ценных бумаг компаний, упоминаемых в настоящем обзоре, могут продавать или покупать их для клиентов, а также совершать иные действия, не противоречащие российскому законодательству. ИК «Велес Капитал» и (или) ее дочерние предприятия также могут быть заинтересованы в возможности предоставления компаниям, упомянутым в данном обзоре, инвестиционно-банковских или иных услуг.

Все права на данный бюллетень принадлежат ИК «Велес Капитал». Воспроизведение и/или распространение аналитических материалов ИК «Велес Капитал» не может осуществляться без письменного разрешения Компании. © Велес Капитал 2018 г.

### Принцип определения рекомендаций

Инвестиционные рекомендации выносятся исходя из оценки доходностей акций компаний. Основу при расчете ожидаемой стоимости компании составляет оценка по методу дисконтированных денежных потоков (DCF). В некоторых оценках применяется оценка по методу сравнительных коэффициентов, а также смешанная оценка (методу DCF и по методу сравнительных коэффициентов). Все рекомендации выставляются исходя из определенной нами справедливой стоимости акций в последующие 12 месяцев.

В настоящее время инвестиционная шкала ИК «Велес Капитал» представлена следующим образом:

**ПОКУПАТЬ** – соответствует потенциалу роста акций в последующие 12 месяцев на 10% и более.

**ДЕРЖАТЬ** – соответствует потенциалу роста (снижения) акций в последующие 12 месяцев от -10% до 10%.

**ПРОДАВАТЬ** – соответствует потенциалу снижения акций в последующие 12 месяцев на 10% и более.

В некоторых случаях возможны отклонения от указанных выше диапазонов оценки, исходя из которых устанавливаются рекомендации, что связано с высокой волатильностью некоторых бумаг в частности и рынка в целом, а также с индивидуальными характеристиками того или иного эмитента.

Для получения дополнительной информации и разъяснений просьба обращаться в Аналитическое управление ИК «Велес Капитал».



## Департамент активных операций

---

Евгений Шиленков

Директор департамента  
EShilenkov@veles-capital.ru

Александр Цветков  
Начальник управления фондовых операций  
ATsvetkov@veles-capital.ru

Павел Алтухов  
Зам. начальника управления фондовых операций  
PAltukhov@veles-capital.ru

Алексей Никогосов  
Старший трейдер  
ANikogosov@veles-capital.ru

Владимир Наумов  
Трейдер  
VNaumov@veles-capital.ru

Роман Назаров  
Начальник отдела брокерских операций на рынке  
акций  
RNazarov@veles-capital.ru

Михаил Кантолинский  
Старший сейлз-трейдер  
Kantolinsky@veles-capital.ru

Владимир Мартыненко  
Старший сейлз-трейдер  
VMartynenko@veles-capital.ru

Артем Кокорев  
Сейлз Трейдер  
AKokorev@veles-capital.ru

Алексей Костиков  
Сейлз Трейдер  
AKostikov@veles-capital.ru

Начальник отдела привлечения клиентов  
Александр Сорочкин  
ASorochkin@veles-capital.ru

## Аналитический департамент

---

Иван Манаенко  
Директор департамента  
IManaenko@veles-capital.ru

Артур Навроцкий  
Долговые рынки  
ANavrotsky@veles-capital.ru

Ольга Николаева  
Долговые рынки  
ONikolaeva@veles-capital.ru

Юрий Кравченко  
Банковский сектор, Денежный рынок  
YKravchenko@veles-capital.ru

Александр Сидоров  
Нефтегазовый сектор и металлургия  
ASidorov@veles-capital.ru

Алексей Адонин  
Электроэнергетика  
AAdonin@veles-capital.ru

Артем Михайлин  
Телекоммуникации и IT  
AMykhailin@veles-capital.ru

---

Россия, Москва, 123610,  
Краснопресненская наб., д. 12, под. 7, эт. 18  
Телефон: +7 (495) 258 1988, факс: +7 (495) 258 1989  
www.veles-capital.ru

Cyprus, Nicosia  
Kennedy, 23 GLOBE HOUSE, 5th floor 1075  
Телефон: +357 (22) 87-33-27, факс: +357 (22) 66-11-64  
www.veles-int.com

---