

## Интер РАО

### День инвестора: стратегический взгляд на развитие компании и отрасли

**Цель: 5,0 руб., «ПОКУПАТЬ»**

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

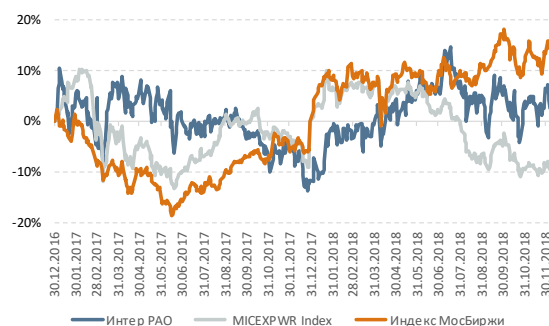
Интер РАО провела День инвестора, на котором руководство компании представило свой взгляд на перспективы развития компании и отрасли как на 2018 г., так и на более отдаленный период. По итогам встречи мы подтверждаем нашу рекомендацию ПОКУПАТЬ с целевой ценой 5,0 руб. По нашему мнению, акции Интер РАО имеют один из самых больших потенциалов роста среди всех российских генерирующих компаний

#### Ключевые моменты, освещенные на презентации:

##### Нейтрально:

- прогноз компании по EBITDA'18 - в диапазоне 110-115 млрд руб.
- в 2021 г. Интер РАО ожидает максимального показателя EBITDA в 129 млрд руб., далее вплоть до 2031 г. не ожидается превышение этого уровня
- процент контроля над Нижневартовской ГРЭС может быть в скором будущем доведен с 75% до 100%
- планируются продолжать партнерство с GE для повышения степени локализации производства турбин
- в трейдинге основными направлениями экспорта должны стать Финляндия, Китай и Монголия
- CAPEX: компания подтвердила расходы на поддержание мощностей в 10-15 млрд руб. в год
- программа модернизации: Интер РАО планирует обновить/построить по программе ДПМ-2 до 8 ГВт мощностей. Ставка – 14%. Ожидается серьезная конкуренция между компаниями на аукционах отбора. Компания ожидает потратить сумму в диапазоне 120-200 млрд руб.
- в сбытовом сегменте планируется переход на интеллектуальные системы учета, а также рост доходов от дополнительных сервисов

Динамика акций Интер РАО относительно индексов ММВБ



Источник: данные биржи; оценка: Велес Капитал

Компания	Рекомендация		Целевая цена, руб		Upside	TSR
	Новая	Старая	Новая	Старая		
Интер РАО	ПОКУПАТЬ	ПОКУПАТЬ	5,0	5,0	26,3%	30,3%

#### Информация о компании

Тикер	ИРАО
Цена обыкн. акции, руб.	3,94
Мин./макс. цена акции за 52 недели, руб.	3,32 / 4,41
<b>Справедливая цена акции (12м), руб.</b>	<b>5,0</b>
Потенциал роста (об.), %	26,3
Всего всего, млн шт.	104 400
Рыночная капитализация, млн руб.	411 440
EV, млн руб.	255 244

Источник: данные биржи; оценка: Велес Капитал

#### Финансовые показатели

	2017 (Ф)	2018 (П)
Выручка, млн руб.	917 049	1 003 617
EBITDA, млн руб.	93 419	130 876
Чистая прибыль, млн руб.	54 448	83 476
Рентабельность EBITDA, %	10,2%	13,0%
Рентабельность чистой прибыли, %	5,9%	8,3%
EV / S	0,28	0,26
EV / EBITDA	2,8	2,0
P / E	5,9	4,3
ROIC, %	22,1%	14,1%
ROE, %	18,1%	15,4%

Источник: данные компании; оценка: Велес Капитал



- был предоставлен прогноз по программе модернизации: срокам, критериям отбора. Исходя из этого, ближайший триггер – вступление в силу постановления правительства по модернизации. Если оно будет принято до конца текущего года (вероятность этого достаточно высока), то в апреле-мае может быть утвержден итоговый перечень объектов модернизации. Аукцион КОМ на 2022 г. можно ожидать в мае-июне 2019 г.

#### Позитивно:

- возможно обновление стратегического плана развития Интер РАО уже в первой половине 2019 г. Напомним, что текущий план включает прогнозы до 2020 г. В новом плане до 2025 г., возможно, будут более подробно раскрыты горизонты использования казначейского пакета акций, а также могут быть обновлены ожидания по дивидендным выплатам.

- цену КОМ планируется доиндексировать в 2022 г. – на дополнительные 15%, в 2023 г - также на 15%, в 2024 г – на 20% (в ценах 2017 г).

#### Негативно:

- возможна десинхронизация рынков электроэнергии стран Балтии и России, что может негативно повлиять на экспортные возможности Интер РАО в данном регионе

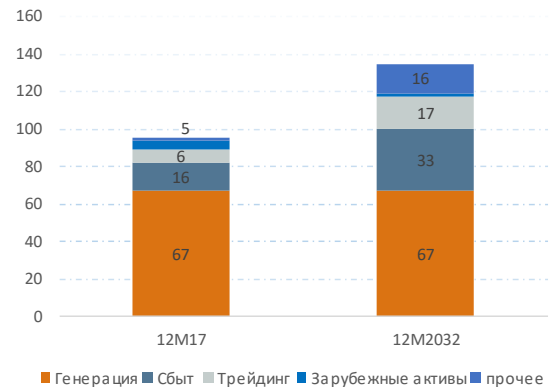
- менеджмент занял осторожную позицию касательно квазиказначейского пакета акций (29,39%). Мы услышали желание найти такого крупного стратегического инвестора, партнерство с которым могло бы привести дополнительный синергетический эффект Интер РАО. Поиск такого инвестора может затянуться на неограниченный срок

- менеджмент подтвердил, что компания сталкивается с ростом цен на уголь (20% в топливном балансе компании)

- переход на метод альтернативной котельной в ценообразовании тепла не дал ожидаемого позитивного результата, по оценкам менеджмента

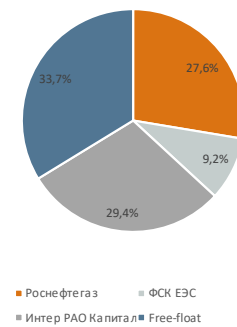
- несмотря на ожидания компании по капитальным затратам на уровне 10-15 млрд руб. в год, похоже, что реальные расходы могут быть выше в 2-2,5 раза на среднесрочном горизонте, поскольку эти прогнозы не учитывают расходы на замену оборудования, полностью исчерпавшего парковый ресурс (которому требуется серьезный ремонт).

#### ЕБИТДА Интер РАО: 2017 vs 2032



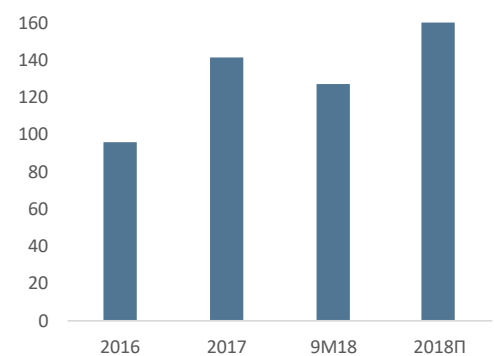
Источник: данные компании;

#### Структура капитала Интер РАО



Источник: данные компании; оценка: Велес Капитал

#### Объем денежных средств на балансе, млрд руб.



Источник: данные компании; оценка: Велес Капитал

**Неоднозначно:**

- возможное строительство угольной Ерковецкой ТЭС установленной мощностью до 1 ГВт позволит компании экспортировать в Китай до 6 млрд кВтч в год. При строительстве на условиях ДПМ (или хотя бы с отдачей не меньше WACC, как это декларирует менеджмент) проект даст ясный ответ на вопрос использования свободных денежных средств. С другой стороны, решение, похоже, далеко от финальной стадии
- менеджмент ожидает, что после 2026 г. в России приведенная стоимость электроэнергии ВИЭ будет такой же или ниже, чем у традиционной генерации, но на данный момент не считает выгодным и пока не планирует возможное участие в проектах возобновляемой энергетики, несмотря на такие прогнозы. Участие в таких проектах могло бы положительно повлиять на ESG привлекательность компании
- создание общего энергетического рынка стран ЕАЭС (Россия, Беларусь, Армения, Казахстан, Кыргызстан), запланированное на середину 2019 г., может предоставить новые возможности для экспорта российской электроэнергии, но несет в себе риски. Для ЕЭС России – в плане ценообразования РСВ. Для Интер РАО – риск потери статуса экспортера электроэнергии, поскольку новый рынок будет считаться общим для всех генераторов.

По итогам дня инвестора мы подтверждаем рекомендацию **ПОКУПАТЬ** акциям Интер РАО с целевой ценой **5,0 руб.** Мы считаем, что основными драйверами роста акций остаются повышение дивидендных выплат, а также приобретение новых компаний и мощностей на накопленные денежные средства.



## Финансовая модель Интер РАО, млн руб.

Отчет о прибылях и убытках	2017 (Ф)	2018 (П)	2019 (П)	2020 (П)
Выручка	917 049	1 003 617	1 064 485	1 131 120
Операционные расходы (без амортизации)	(832 163)	(872 741)	(920 088)	(966 406)
<b>ЕБИТДА</b>	<b>93 419</b>	<b>130 876</b>	<b>144 397</b>	<b>164 714</b>
Амортизация	(21 048)	(24 178)	(24 132)	(24 087)
<b>ЕБИТ</b>	<b>56 120</b>	<b>94 478</b>	<b>110 984</b>	<b>133 579</b>
Разовые статьи	(16 091)	(12 220)	(9 280)	(7 048)
Процентные расходы	(3 638)	(647)	(259)	0
Неоперационные доходы/расходы	9 885	10 514	14 518	18 193
Доля в прибыли ассоциированных компаний	2 615	0	0	
<b>Прибыль до налогообложения</b>	<b>64 982</b>	<b>104 345</b>	<b>125 243</b>	<b>151 772</b>
Налог на прибыль	(10 534)	(20 869)	(25 049)	(30 354)
<b>Чистая прибыль скор</b>	<b>70 539</b>	<b>95 696</b>	<b>109 475</b>	<b>128 466</b>

Баланс				
<b>Долгосрочные активы</b>	<b>332 301</b>	<b>330 460</b>	<b>337 922</b>	<b>356 653</b>
Основные средства и НМА	288 444	285 588	292 337	300 841
Фин. активы, для продажи	10 324	10 324	10 324	10 324
Прочие долгосрочные активы	33 533	34 548	35 261	45 488
<b>Краткосрочные активы</b>	<b>289 756</b>	<b>342 914</b>	<b>417 169</b>	<b>497 403</b>
Оборотные активы	147 693	151 017	158 532	166 661
Краткосрочные инвестиции	0	0	0	0
Денежные средства	142 063	191 897	258 637	330 742
<b>Итого активы</b>	<b>625 057</b>	<b>676 374</b>	<b>758 091</b>	<b>857 056</b>
<b>Средства акционеров</b>	<b>459 410</b>	<b>529 274</b>	<b>608 599</b>	<b>704 968</b>
Акционерный капитал	457 820	527 684	607 009	703 378
Доля меньшинства	1 590	1 590	1 590	1 590
<b>Долгосрочные обязательства</b>	<b>23 889</b>	<b>20 884</b>	<b>19 168</b>	<b>19 168</b>
Долгосрочные займы	4 721	1 716	0	0
Прочие долгосрочные обязательства	19 168	19 168	19 168	19 168
<b>Краткосрочные обязательства</b>	<b>141 758</b>	<b>126 216</b>	<b>131 810</b>	<b>136 470</b>
Краткосрочные займы	11 707	2 639	1 716	0
Оборотные обязательства	130 051	123 577	130 094	136 470
<b>Итого обязательства и средства акционеров</b>	<b>625 057</b>	<b>676 374</b>	<b>759 577</b>	<b>860 606</b>

Движение денежных средств				
<b>Основная деятельность</b>	<b>87 171</b>	<b>99 194</b>	<b>117 636</b>	<b>131 825</b>
Прибыль/убыток до налогообложения	64 982	104 345	125 243	151 772
Амортизация	21 048	24 178	24 132	24 087
Единоразовые доходы/расходы	16 091	12 220	9 280	7 048
Доля в прибылях ассоц. и СП	(2 615)	0	0	0
Изменение оборотного капитала	5 868	(9 798)	(998)	(1 753)
Налог на прибыль уплаченный	(11 330)	(20 869)	(25 049)	(30 354)
Прочее	(6 873)	(10 882)	(14 972)	(18 974)
<b>Инвестиционная деятельность</b>	<b>(35 257)</b>	<b>(24 500)</b>	<b>(14 600)</b>	<b>(13 535)</b>
Приобретение внеоборотных активов	(31 508)	(24 500)	(14 600)	(13 535)
Приобретение/продажа дочерних компаний	0	0	0	0
Приобретение краткосрочных инвестиций	0	0	0	0
Прочее	(3 749)	0	0	0
<b>Финансовая деятельность</b>	<b>(13 943)</b>	<b>(28 615)</b>	<b>(40 483)</b>	<b>(41 228)</b>
Поступление по кредитам и займам	45 354	(12 073)	(2 639)	(1 716)
Погашение кредитов и заемов	(45 851)	(12 929)	(17 619)	(16 064)
Выплата дивидендов	(12 185)	(13 612)	(20 869)	(25 049)
Прочее	(1 261)	10 000	645	1 600
<b>Изменение денежных средств</b>	<b>37 971</b>	<b>46 080</b>	<b>62 554</b>	<b>77 062</b>

Коэффициенты				
Рентабельность ЕБИТДА, %	10,2	13,0	13,6	14,6
Рентабельность чистой прибыли скор, %	7,7	9,5	10,3	11,4
ЕБИТДА / процентные расходы, 1x	25,7	202,3	556,5	n/a
Инвестиции / выручка, %	3,4	2,4	1,4	1,2
ROE, %	15,4	18,1	18,0	18,2
ROIC, %	14,1	22,1	25,2	28,6
Долг/ЕБИТДА	0,2	0,0	0,0	0,0
Чистый долг/ЕБИТДА	n/c	n/c	n/c	n/c
Долг/собственный капитал	0,0	0,0	0,0	0,0

WACC	
Безрисковая ставка	8,5%
Рыночная стоимость долга	8,0%
Налог на прибыль	20%
<b>Стоимость акционерного капитала</b>	<b>14,7%</b>
Beta	0,7
Доля долга	4,0%
Доля капитала	96,0%
<b>WACC</b>	<b>14,3%</b>

Оценка стоимости обыкновенных акций	
Ставка роста в постпрогнозный период, %	2,0%
Сумма дисконтированного денежного потока	237 521
Дисконтированная терминальная стоимость (+)	125 939
<b>Стоимость бизнеса компании</b>	<b>363 460</b>
Стоимость чистого долга (-)	(135 454)
Стоимость финансовых вложений (+)	23 036
<b>Стоимость акционерного капитала</b>	<b>521 950</b>
<b>Фундаментальная стоимость ао, руб.</b>	<b>5,0</b>

Свободный денежный поток	2018 (П)	2019 (П)	2020 (П)
<b>NOPLAT</b>	<b>75 583</b>	<b>88 787</b>	<b>106 863</b>
Амортизация	24 178	24 132	24 087
Изменение чистого оборотного капитала	(24 500)	(31 508)	(24 500)
Капитальные затраты	(9 798)	5 868	(9 798)
Свободный денежный поток	<b>65 462</b>	<b>87 279</b>	<b>96 652</b>
Ставка дисконтирования, %			
Коэффициент дисконтирования			
<b>Дисконтированный свободный денежный поток</b>	<b>336 919</b>		
<b>Рыночные мультипликаторы (x)</b>	<b>2018 (П)</b>	<b>2019 (П)</b>	<b>2020 (П)</b>
EV / Sales	0,3	0,2	0,2
EV / ЕБИТДА	2,0	1,8	1,6
EV / ЕБИТ	2,7	2,3	1,9
P / E	3,3	2,9	2,5
P / BV	0,6	0,5	0,4
EV / FCF	4,0	3,0	2,7

Коэффициенты			
Рентабельность ЕБИТДА	13,0%	13,6%	14,6%
Рентабельность чистой прибыли скор	9,5%	10,3%	11,4%
ЕБИТДА / процентные расходы, (x)	202,3	556,5	n/a
Инвестиции / выручка	2,4%	1,4%	1,2%
ROE	18,1%	18,0%	18,2%
ROIC	22,2%	25,4%	28,7%
Долг/ЕБИТДА	0,0	0,0	0,0
Чистый долг/ЕБИТДА	n/c	n/c	n/c
Долг/собственный капитал	0,0	0,0	0,0

Источник: данные компании; оценка: Велес Капитал



## 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», определяющей 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  
EShilentkov@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

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

Айнур Дуйсембаева

Глобальные рынки  
ADuisembaeva@veles-capital.ru