

Интер РАО

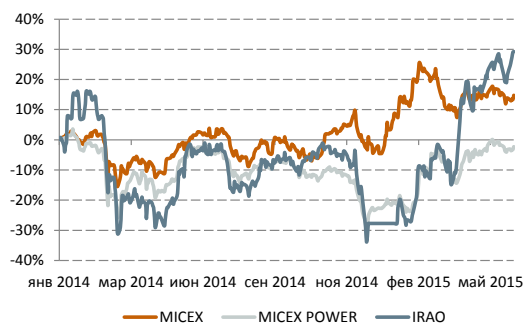
Цель: 1,3748 руб. (-8,3%), ДЕРЖАТЬ

Покупка Иркутскэнерго

Аналитик: Александр Костюков
Эл. почта: Akostyukov@veles-capital.ru

- Гендиректор Евросибэнерго (владеет 50,19% Иркутскэнерго) заявил журналистам о том, что компания не настроена выходить из Иркутскэнерго и готова вести переговоры с Интер РАО (владеет 40% Иркутскэнерго), если они захотят продать свою долю. Он также сообщил о заинтересованности Евросибэнерго в увеличении пакета в Иркутскэнерго и готовности выкупить акции по рыночной цене.
- В октябре прошлого года глава Интер РАО сообщал о готовности компании выкупить долю в Иркутскэнерго у мажоритарного акционера по цене, взятой из расчета стоимости приобретения пакета, оцененного в 48,5 млрд руб. Однако впоследствии данное заявление было прокомментировано как призыв к переговорам.
- Исходя из текущих котировок 40% Иркутскэнерго стоит 16,5 млрд руб. или треть от изначальной цены.
- Продажа 40% Иркутскэнерго будет положительным фактором для денежного потока Интер РАО даже при сделке по рыночной цене. Пакет Иркутскэнерго был внесен государством в ходе допэмиссии Интер РАО, объем которой был оценен в 48,5 млрд руб. В результате продажи денежный поток Интер РАО увеличится на стоимость продажи, а также компания будет иметь налоговый актив в размере разницы покупки и продажи, умноженной на налоговую ставку, что составляет порядка 6,4 млрд руб. Мы не исключаем, что новость станет триггером для роста акций Интер РАО.
- В случае совершения сделки между двумя компаниями доля покупателя увеличится до 90%, что подразумевает выставление миноритариям обязательной оферты. В большинстве случаев выкуп по оферте происходит по средней шестимесячной рыночной цене, которая на данный момент ниже рыночного уровня на 8%. Поэтому спекулятивный рост котировок Иркутскэнерго исключен.

Динамика цены акций Интер РАО относительно индексов ММВБ



Источник: данные биржи; оценка: Велес Капитал

Финансовые показатели

	2014	2015 (П)	2016 (П)
Выручка, млн руб.	741 101	807 301	863 509
ЕВИТДА, млн руб.	57 718	66 990	68 128
Чистая прибыль, млн руб.	9 774	31 628	35 725
Норма ЕВИТДА, %	7,8%	8,3%	7,9%
Норма чистой прибыли, %	1,3%	3,9%	4,1%

Источник: данные компании; оценка: Велес Капитал



- Последние несколько лет Интер РАО активно искало покупателя на данный пакет, пытаясь продать компанию по цене не ниже покупки. Однако покупатель так и не нашелся, так как желаемая цена значительно превышает рыночную стоимость.
- На протяжении последних лет акционеры Иркутскэнерго бились за распределение прибыли компании. Основной акционер (Евросибэнерго, входящий в структуру Еп+ Олега Дерипаски) не раз использовал денежные потоки Иркутскэнерго для покупки непрофильных активов и предоставления займов аффилированным структурам. По итогам 2014 г. долгосрочные инвестиции Иркутскэнерго составили 29,6 млрд руб., из которых 25,6 млрд руб. приходилось на займы, выданные связанным сторонам. По итогам 1П 2015 г. долгосрочные инвестиции выросли до 38,4 млрд руб.

В этом году стороны также обсуждали четыре варианта выплаты дивидендов – от 2,5 до 10 млрд руб. и в конечном итоге они были выплачены по нижней границе.



Финансовая модель Интер РАО, млн руб.

	2014	2015 (П)	2016 (П)		2014	2015 (П)	2016 (П)					
Отчет о прибылях и убытках												
Выручка	741 101	807 301	863 509	Безрисковая ставка	10,9%	10,0%						
Операционные расходы (без амортизации)	(694 504)	(752 257)	(808 070)	Рыночная стоимость долга	12,0%	11,0%						
ЕВБТДА	57 718	66 990	68 128	Налог на прибыль	20,0%	20,0%						
Амортизация	(21 224)	(18 688)	(14 262)	Стоимость акционерного капитал	17,2%	15,8%						
ЕВИТ	36 494	48 302	53 865	Beta	0,9	0,9						
Разовые статьи	(14 833)	0	0	Доля долга	20,9%	19,2%						
Процентные расходы	(8 590)	(13 179)	(12 130)	Доля капитала	79,1%	80,8%						
Неоперационные доходы/расходы	3 927	4 411	2 920	WACC	15,6%	14,5%						
Доля в прибыли ассоциированных компаний	4 292	4 507	4 732	Свободный денежный поток								
Прибыль до налогообложения	16 998	39 534	44 656	НОРАТ	29 195	38 642	43 092					
Налог на прибыль	(7 224)	(7 907)	(8 931)	Амортизация	21 224	18 688	14 262					
Чистая прибыль скор	24 607	31 628	35 725	Капитальные затраты	(35 980)	(34 746)	(43 220)					
Баланс				Изменение чистого оборотного капитала	10 972	6 750	(486)					
Долгосрочные активы	365 136	376 188	397 681	Свободный денежный поток	25 411	29 334	13 648					
Основные средства и нематериальные активы	311 139	316 583	332 409	Ставка дисконтирования, %	15,65	14,47						
Финансовые активы, имеющиеся в наличии для продажи	7 260	7 260	7 260	Коэффициент дисконтирования			0,87					
Прочие долгосрочные активы	46 737	52 345	58 012	Дисконтированный свободный денежный поток			11 923					
Краткосрочные активы	222 254	207 959	199 012	Оценка стоимости обыкновенных акций								
Оборотные активы	144 763	146 797	154 323	Ставка роста в постпрогнозный период, %	5,06%							
Краткосрочные инвестиции	1 892	1 892	1 892	Сумма дисконтированного денежного потока (+)	104 225							
Денежные средства	75 599	59 270	42 797	Дисконтированная продленная стоимость (+)	67 776							
Итого активы	585 498	582 255	594 801	Стоимость бизнеса компании	172 001							
Средства акционеров	348 249	379 867	415 560	Стоимость чистого долга (-)	55 740							
Акционерный капитал	342 901	374 519	410 212	Стоимость акционерного капитала	116 262							
Доля меньшинства	5 348	5 348	5 348	Фундаментальная стоимость ао, руб.	1,375							
Долгосрочные обязательства	90 667	81 624	81 775	Рыночные мультипликаторы, 1x								
Долгосрочные займы	64 185	55 142	55 293	EV / Sales	0,2	0,2	0,2					
Прочие долгосрочные обязательства	26 482	26 482	26 482	EV / EBITDA	2,8	2,4	2,4					
Краткосрочные обязательства	146 582	159 441	165 164	EV / EBIT	4,4	3,3	3,0					
Краткосрочные займы	42 947	44 949	43 243	P / E	4,4	3,4	3,0					
Оборотные обязательства	103 635	114 492	121 920	P / BV	0,3	0,3	0,3					
Итого обязательства и средства акционеров	585 498	582 255	594 801	EV / FCF	6,3	5,5	11,8					
Движение денежных средств				Коэффициенты								
Основная деятельность	60 452	61 326	53 978	Рентабельность EBITDA	7,8%	8,3%	7,9%					
Прибыль/убыток до налогообложения	16 998	39 534	44 656	Рентабельность чистой прибыли скор	3,3%	3,9%	4,1%					
Амортизация	21 224	18 688	14 262	EВITDA / процентные расходы, 1x	6,7	5,1	5,6					
Единоразовые доходы/расходы	14 833	0	0	Инвестиции / выручка	4,9%	4,3%	5,0%					
Доля в прибылях ассоциированных и совместных предприятий	-4 292	-4 507	-4 732	ROE	8,3%	8,6%	8,0%					
Изменение оборотного капитала	10 972	6 750	-486	ROIC	9,2%	9,2%	8,4%					
Налог на прибыль уплаченный	-4 678	-7 907	-8 931	Долг/EВITDA	1,5	1,4	1,6					
Прочее	5 395	8 767	9 209	Чистый долг/EВITDA	0,6	0,8	0,8					
Инвестиционная деятельность	-29 088	-34 746	-43 220	Долг/собственный капитал	0,3	0,2	0,2					
Приобретение внеоборотных активов	-35 980	-34 746	-43 220	Чувствительность оценки, %								
Приобретение/продажа дочерних компаний	4 846	0	0	TGR	-3,0%	-2,0%	-1,0%	тек.	1,0%	2,0%	3,0%	
Приобретение краткосрочных инвестиций	1 892	0	0		3,6%	-9,2%	-10,1%	-11,1%	-12,1%	-13,0%	-13,9%	-14,8%
Прочее	154	0	0		4,1%	-5,5%	-6,5%	-7,5%	-8,5%	-9,5%	-10,5%	-11,4%
Финансовая деятельность	2 306	-42 910	-27 231		4,6%	-1,4%	-2,5%	-3,5%	-4,5%	-5,5%	-6,5%	-7,5%
Поступление по кредитам и займам	104 922	-42 900	-27 200		5,1%	3,3%	2,1%	1,1%	0%	-1,0%	-2,1%	-3,1%
Погашение кредитов и заемов	-66 545	0	0		5,6%	8,6%	7,5%	6,3%	5,2%	4,1%	3,0%	2,0%
Выплата дивидендов	-226	-10	-32		6,1%	14,8%	13,6%	12,4%	11,2%	10,1%	9,0%	7,9%
Прочее	-35 845	0	0		6,6%	22,1%	20,8%	19,5%	18,3%	17,1%	15,9%	14,8%
Изменение денежных средств	33 670	-16 329	-16 474									

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 oferta 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 2016 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 15% и более.

АККУМУЛИРОВАТЬ – соответствует потенциалу роста акций в последующие 12 месяцев на 5-15%.

ДЕРЖАТЬ – соответствует потенциалу роста (снижения) акций в последующие 12 месяцев от -5% до 5%.

СОКРАЩАТЬ – соответствует потенциалу снижения акций в последующие 12 месяцев от 5% до 15%.

ПРОДАВАТЬ – соответствует потенциалу снижения акций в последующие 12 месяцев на 15% 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

Павел Алтухов
Заместитель начальника управления операций на
рынке акций
PAltukhov@veles-capital.ru

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

Алексей Никогосов
Сейлз-трейдер
ANikogosov@veles-capital.ru

Александр Цветков
Сейлз-трейдер
ATsvetkov@veles-capital.ru

Артем Московский
Сейлз-трейдер
AMoskovsky@veles-capital.ru

Михаил Кантолинский
Сейлз-трейдер
Kantolinsky@veles-capital.ru

Владимир Мартыненко
Сейлз-трейдер
VMartynenko@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

Аналитический департамент

Иван Манаенко
Директор департамента
IManaenko@veles-capital.ru

Василий Танурков
Нефть и газ, Химия и Удобрения
VTanurkov@veles-capital.ru

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

Артур Навроцкий
Долговые рынки
ANavrotsky@veles-capital.ru

Александр Костюков
Электроэнергетика, потребительский сектор
AKostyukov@veles-capital.ru

Михаил Абрамов
Металлургия
MAbramov@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