

РусГидро

Цель: 0,7511 руб. (+26,5%), «ПОКУПАТЬ»

Прогноз результатов за 1 кв. 2016 г.

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

Ключевые моменты

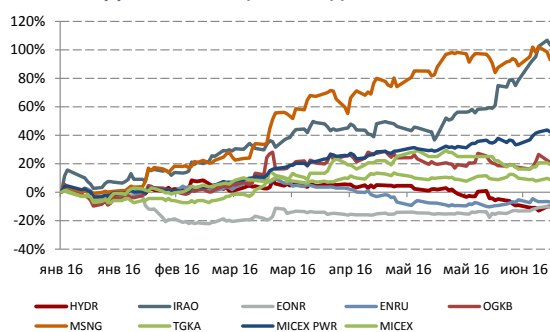
- В четверг 23 июня 2016 г. РусГидро планирует опубликовать финансовые результаты по МСФО за 1 кв. 2016 г.
- Ранее РусГидро представило позитивные операционные результаты за 1 кв. 2016 г., отразившие существенное улучшение генерации ГЭС компании после маловодного 1 кв. 2015 г. Совокупный рост выработки э/э по итогам 1 кв. 2016 г. составил 15,6%, а без учета РАО ЭС Востока 27,6%.

Компания также представила собственные финансовые результаты в соответствии с РСБУ и МСФО РАО ЭС Востока. Согласно нашей оценке, консолидированная выручка РусГидро вырастет на 8,94% до 104,37 млрд руб. В то же время мы ожидаем 42,2% роста по EBITDA до 27,18 млрд руб. Столь значительный рост по EBITDA мы прогнозируем вследствие роста маржинальной выручки от ГЭС (+14,3%) при одновременном падении себестоимости данных продаж из-за сокращения закупки э/э и мощности на собственные нужды. Также положительным фактором является опережающий рост выручки РАО ЭС Востока (+8,98%) над ростом операционных расходов (+3,9%) по причине снижения выработки э/э низкоэффективными станциями и роста тарифов.

- С учетом того, что динамика акций РусГидро с начала года выглядела заметно хуже сектора в целом, мы не исключаем, что публикация сильной финансовой отчетности может стать поводом для роста котировок компании.

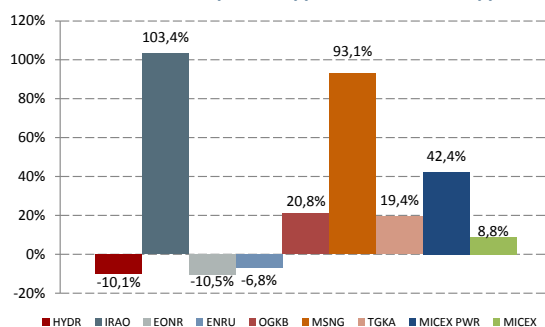
Основные показатели

Динамика акций vs индексы ММВБ



Источник: данные биржи; оценка: Велес Капитал

Изменение акций и индексов с начала года



Источник: данные биржи; оценка: Велес Капитал

Финансовые показатели

	2015	2016 (П)	2017 (П)
Выручка, млн руб.	347 512	368 564	400 431
EBITDA, млн руб.	73 383	78 525	87 316
Чистая прибыль, млн руб.	27 159	46 276	54 537
Норма EBITDA, %	21,1	21,3	21,8
Норма чистой прибыли, %	7,8	12,6	13,6
EV / S	1,22	1,15	1,06
EV / EBITDA	5,76	5,38	4,84
P / E	5,76	5,38	4,84
ROIC, %	4,8	4,9	5,2
ROE, %	4,4	6,3	7,0

Источник: данные компании; оценка: Велес Капитал



Финансовая модель и оценка РусГидро, млн руб.

	2015	2016 (п)	2017 (п)		2015	2016 (п)	2017 (п)					
Отчет о прибылях и убытках				WACC								
Выручка	347 512	368 564	400 431	Безрисковая ставка		9,9%	9,5%					
Операционные расходы (без амортизации)	(292 626)	(306 012)	(329 499)	Рыночная стоимость долга		10,6%	10,2%					
ЕБИТДА	73 383	78 525	87 316	Налог на прибыль		20,0%	20,0%					
Амортизация	(22 477)	(26 271)	(26 286)	Стоимость акционерного капитала		18,2%	18,2%					
ЕБИТ	50 906	52 254	61 030	Beta		0,95	0,95					
Разовые статьи	(16 226)	0	0	Доля долга		19%	22%					
Процентные расходы	(5 762)	(5 735)	(7 008)	Доля капитала		81%	78%					
Неоперационные доходы/расходы	1 294	1 372	1 491									
Прибыль до налогообложения	37 678	57 845	68 171									
Налог на прибыль	(10 519)	(11 569)	(13 634)									
Чистая прибыль	27 159	46 276	54 537									
Баланс				Свободный денежный поток								
Долгосрочные активы	791 709	878 238	972 552	НОРАТ	40 725	50 864	60 144					
Основные средства и нематериальные	744 585	831 114	925 428	Амортизация	22 477	26 271	26 286					
Прочие долгосрочные активы	47 124	47 124	47 124	Капитальные затраты	(79 238)	(112 800)	(120 600)					
Краткосрочные активы	146 428	162 721	159 295	Изменение чистого оборотного капитала	7 237	(2 784)	(399)					
Оборотные активы	73 645	76 149	82 496	Свободный денежный поток	(8 799)	(38 449)	(34 570)					
Краткосрочные инвестиции	0	0	0	Ставка дисконтирования, %			16,0%					
Денежные средства	48 025	61 814	52 041	Коэффициент дисконтирования			0,86					
Итого активы	938 137	1 040 959	1 131 847	Дисконтированный свободный денежный			(29 791)					
Средства акционеров	613 919	738 406	781 374	Оценка стоимости обыкновенных акций								
Акционерный капитал	602 479	726 966	769 934	Ставка роста в постпрогнозный период,			7,3%					
Доля меньшинства	11 440	11 440	11 440	Сумма дисконтированного денежного			171 147					
Долгосрочные обязательства	186 764	167 478	179 294	Дисконтированная продленная стоимость			334 129					
Долгосрочные займы	135 179	113 650	122 069	Стоимость бизнеса компании			505 276					
Прочие долгосрочные обязательства	51 585	53 829	57 225	Стоимость чистого долга (-)			173 766					
Краткосрочные обязательства	137 454	135 075	171 180	Доля миноритарных акционеров (-)			0					
Краткосрочные займы	62 214	60 116	90 272	Стоимость финансовых вложений (+)			6 094					
Оборотные обязательства	75 240	74 959	80 907	Стоимость акционерного капитала			337 605					
Итого обязательства и средства акционеров	938 137	1 040 959	1 131 847	Фундаментальная стоимость ао, руб.			0,7511					
Движение денежных средств				Чувствительность оценки, %								
Основная деятельность	69 800	66 869	77 159	TGR	WACC	-3,0	-2,0	-1,0	тек.	1,0	2,0	3,0
Прибыль до вычета налога на прибыль	37 678	57 845	68 171	5,8		-15%	-4%	+7%	+21%	+38%	+58%	+83%
Амортизация	22 477	26 271	26 286	6,3		-19%	-10%	+1%	+14%	+29%	+47%	+69%
Изменение оборотного капитала	7 237	(2 784)	(399)	6,8		-24%	-15%	-5%	+7%	+21%	+37%	+57%
Прочее	2 408	(14 463)	(16 899)	7,3		-28%	-20%	-11%	+0%	+12%	+27%	+45%
Инвестиционная деятельность	(48 381)	(100 601)	(105 565)	7,8		-32%	-25%	-16%	-7%	+5%	+18%	+34%
Приобретение внеоборотных активов	(79 238)	(112 800)	(120 600)	8,3		-36%	-30%	-22%	-13%	-3%	+9%	+23%
Приобретение/продажа дочерних	(651)	0	0	8,8		-41%	-34%	-27%	-19%	-10%	+1%	+13%
Прочее	31 508	12 199	15 035									
Финансовая деятельность	(8 584)	47 521	18 632	Рыночные								
Изменение долга	17 532	(23 627)	38 576	EV / Sales		1,2	1,1	1,1				
Изменение акционерного капитала	0	85 000	0	EV / EBITDA		5,8	5,4	4,8				
Выплата дивидендов	(5 814)	(6 790)	(11 569)	EV / EBIT		5,8	5,4	4,8				
Прочее	(20 302)	(7 062)	(8 375)	P / E		5,8	5,4	4,8				
Изменение денежных средств	13 631	13 789	(9 773)	P / BV		5,8	5,4	4,8				
				EV / FCF		отр.	отр.	отр.				
Коэффициенты												
Рентабельность ЕБИТДА, %	21,1	21,3	21,8									
Рентабельность чистой прибыли, %	7,8	12,6	13,6									
ЕБИТДА / процентные расходы, 1x	12,7	13,7	12,5									
Инвестиции / выручка, %	22,8	30,6	30,1									
ROE, %	4,4	6,3	7,0									
ROIC, %	4,8	4,9	5,2									
Долг/ЕБИТДА	2,7	2,2	2,4									
Чистый долг/ЕБИТДА	2,0	1,4	1,8									
Долг/собственный капитал	0,3	0,2	0,3									

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», 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 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
EShilentov@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

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

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