

Саммари

- 1) Компания сейчас это настоящая кэш-машина. Я не знаю растущих компаний (рост EBITDA на 24% в 1П 2018), которые стоят 3х денежных потока. Это очень дешево (даже по сравнению с другой энергетикой в РФ, которая сейчас вся дешевая)
- 2) Я считаю, что новые стройки (ДПМ-штрих) не помешают компании генерить много кэша, которого у компании и сейчас очень много. Поэтому тезис 1) остается в силе
- 3) Дивидендный поток скорее всего вырастет

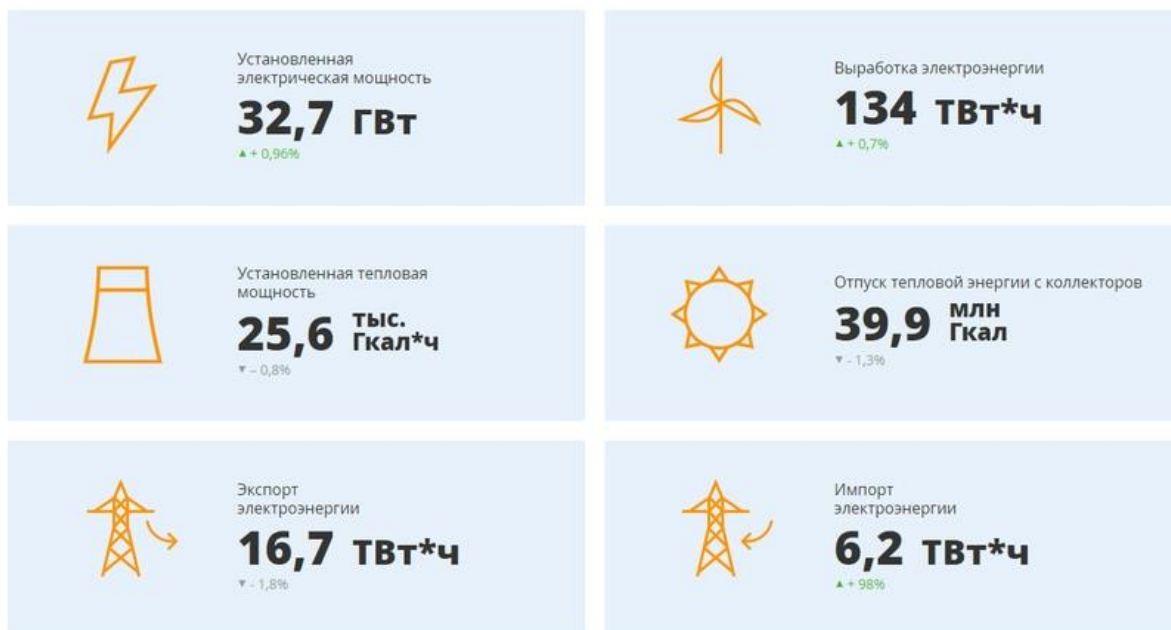
Акции



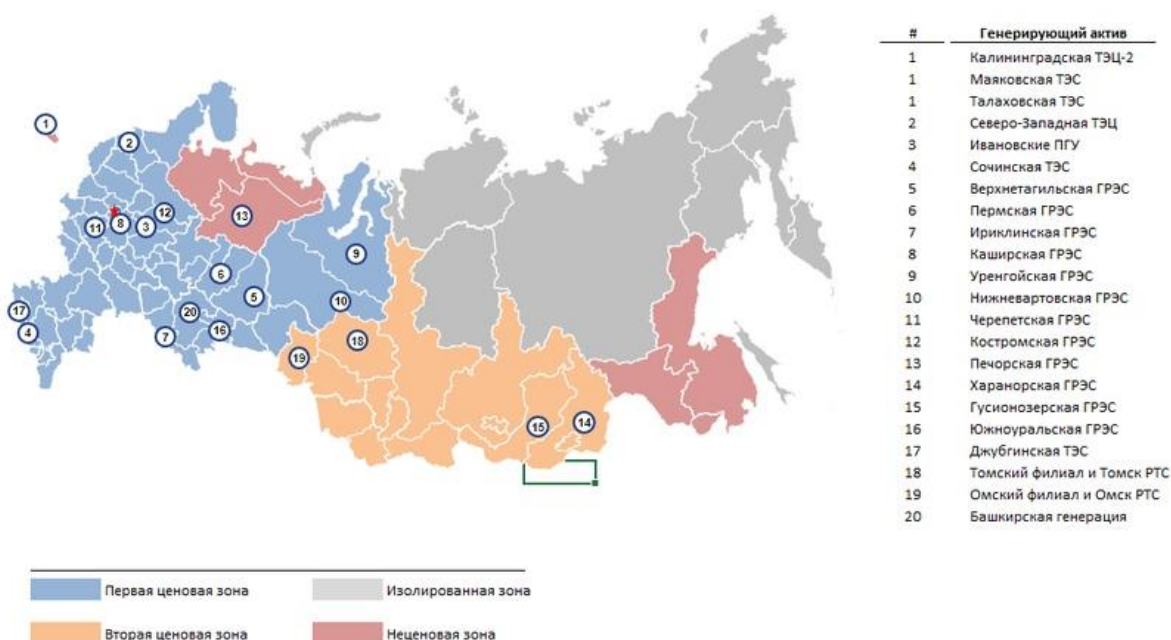
- Стоят 4 рубля за штуку, высоколиквидные

Бизнес

- Интер РАО — один из крупнейших диверсифицированных энергохолдингов в РФ. У них монопольное положение на импорт/экспорт электроэнергии



- Вот карта генерирующих активов:



- В отличие от большинства других — они работают активно и в сбытовом сегменте, но основной бизнес все же генерация (правильно смотреть именно на структуру EBITDA, а не выручки)



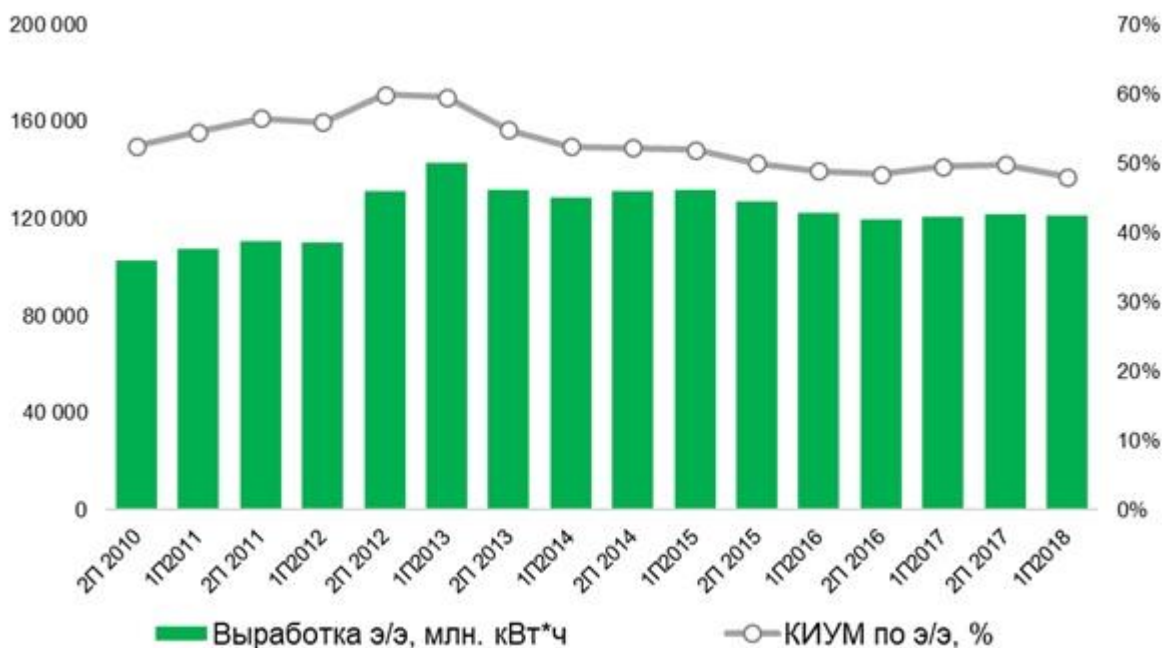
- Интер РАО — №3 по генерирующим мощностям в РФ, но если еще взять тепловые мощности, то будут №2



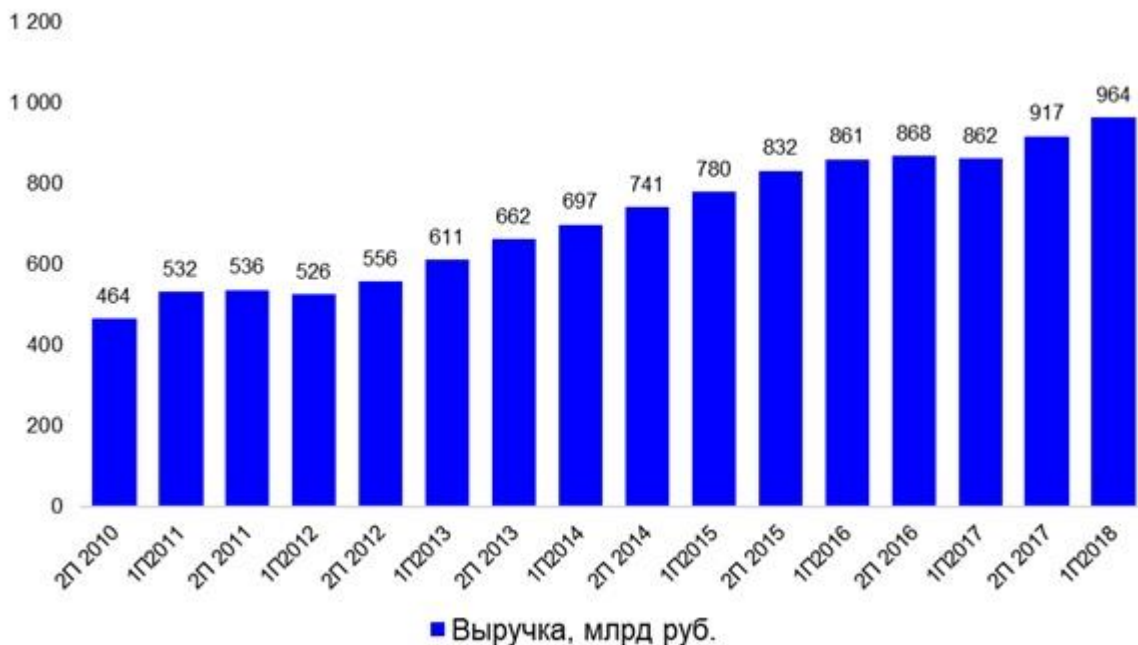
- У компании в целом очень информативный вебсайт + презентации + эксель файл со всеми показателями
- Ключевые производственные показатели:

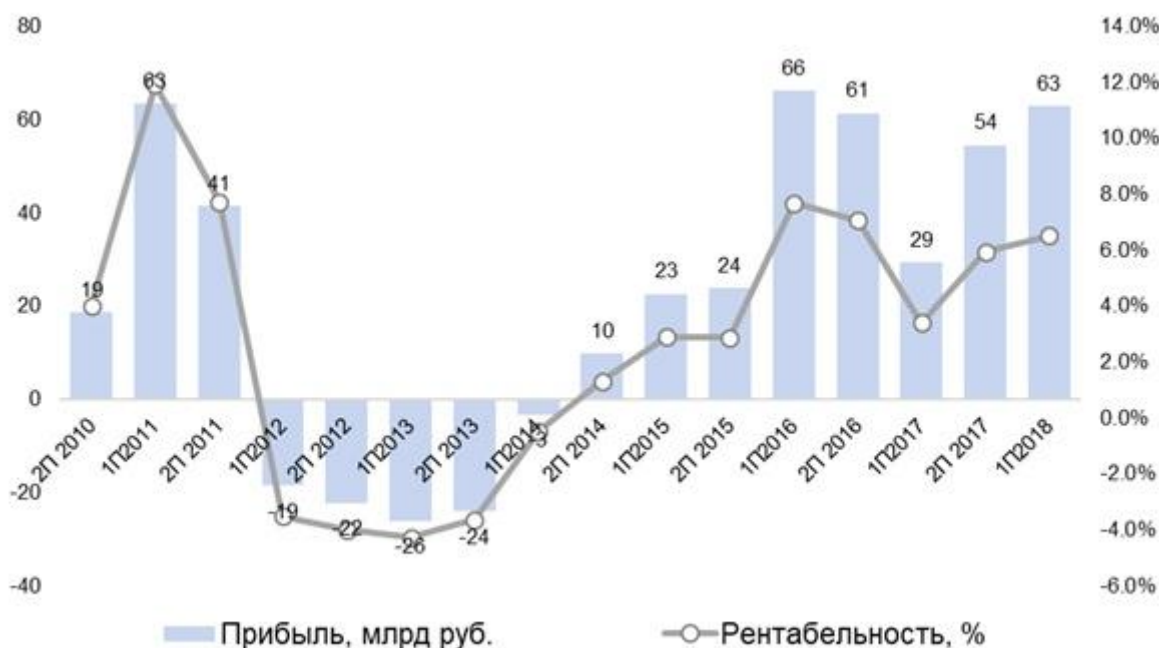


- Интер РАО — №3 по генерирующим мощностям в РФ, но если еще взять тепловые мощности, то будут №2



- В целом производство э/э довольно стабильно. По теплу ситуация аналогичная (вся инфа есть в analyst handbook с сайта Интер РАО)
- А вот финансовые показатели растут (все они LTM)





- Про долг говорить смысла нет, он сейчас отрицательный. У компании на счетах 150 млрд руб. кэша, а долга 47 млрд руб. (я посчитал консервативно, приплюсовав лизинг)
- Вот у компании такие финансы (плюс я сделал небольшой прогноз на 2018 г.)

Ключевые показатели	2010	2011	2012	2013	2014	2015	2016	2017	2018П
Выручка	464	536	556	662	741	832	868	917	1 021
Рост, %		15%	4%	19%	12%	12%	4%	6%	11%
ЕБИТДА (сбор)	34	42	27	39	56	72	96	95	110
Рентабельность, %	7.2%	7.8%	4.8%	5.9%	7.6%	8.7%	11.1%	10.4%	10.8%
Прибыль	19	41	-22	-24	10	24	61	54	66
Рентабельность, %	4.0%	7.7%	-4.0%	-3.6%	1.3%	2.9%	7.1%	5.9%	6.5%
Чистый долг	7	4	11	13	32	12	-67	-114	

- Есть основания полагать, что дальше у компании будут идти дела тоже неплохо. Компания считает, что текущие изменения в энергетике ей на руку:

- 1) ДПМ-штрих — Интер РАО главный лоббист и основной бенефициар. У них много мощностей, которые подпадают под программу и условия программы (14% доходность) очень выгодны. За счет левериджа в теории компания может получить 20-25% IRR на свои средства
- 2) Эталонный сбыт — реформа в сбытах (начало — 2П 2018), которая призвана поощрять хорошие сбыты и наказывать плохие. Интер РАО пишет, что считают реформу положительной (если так говорят, значит скорее всего выигрывают от нее)

Оценка

- Очень важный момент с Интер РАО — это разобраться с их структурой капитала. У них большой казначейский пакет и при расчете капитализации надо внести корректировки!

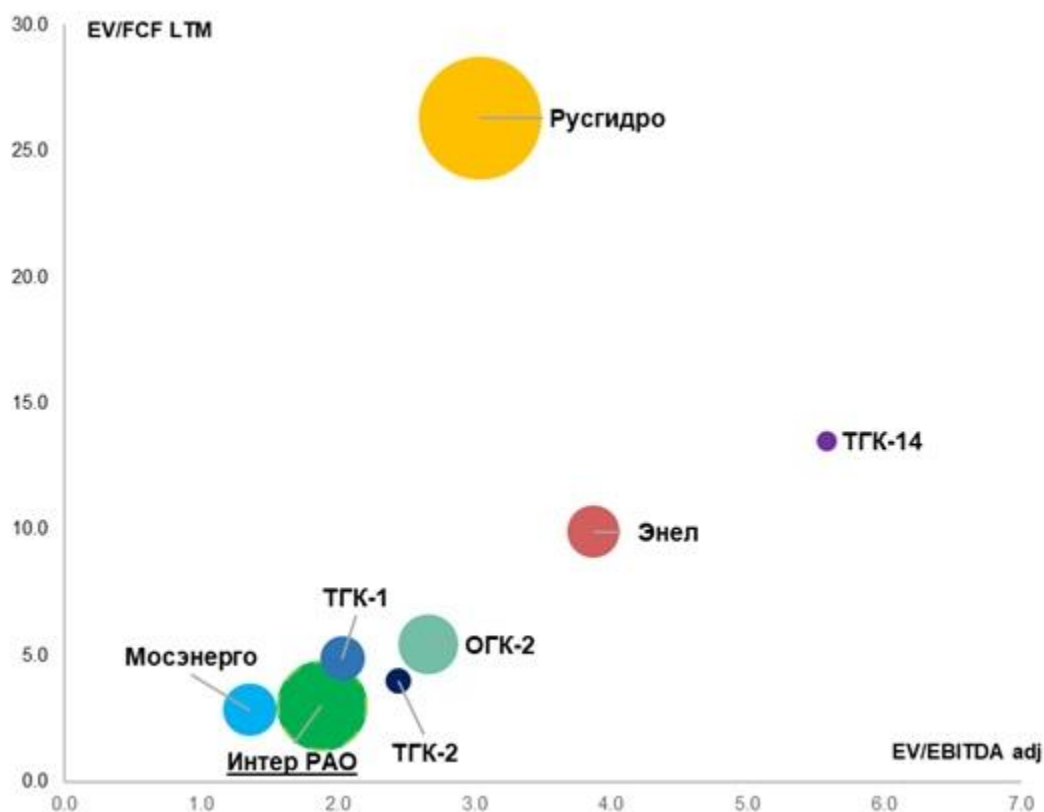
Структура капитала (по состоянию на 30.09.2018)

Акции всего	104 400 000 000
Казначейские	30 685 092 746
В обращении	73 714 907 254
Цена акции	4.1065
Мсар, млрд руб.	302.7
EV, млрд руб.	194.3

- Стоимость бизнеса = 194 млрд руб. (долг, напомню, я рассчитал довольно консервативно)
- Это дает нам такие мультипликаторы:

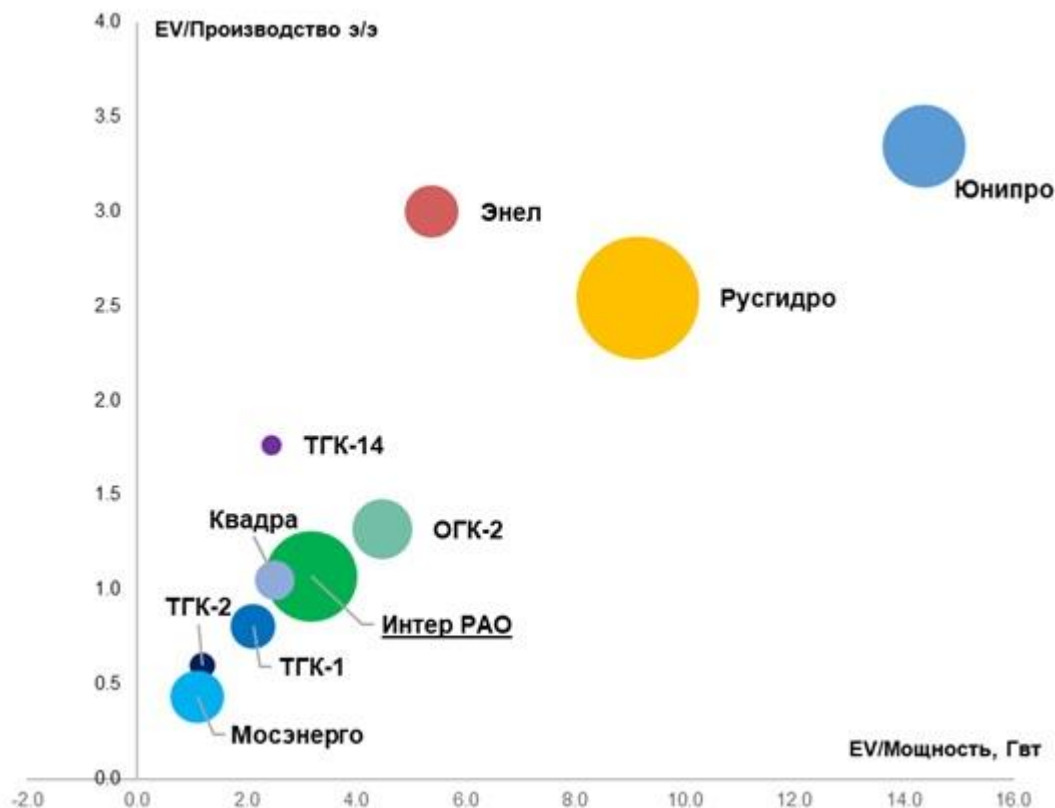
	LTM	2018
EV/EBITDA adj	1.8x	1.8x
P/E	4.8x	4.6x
EV/FCF	3.0x	2.3x

- Я на своей работе занимаюсь M&A и оценкой бизнеса и могу честно сказать, что оценки в 3x денежного потока и 1,8x EBITDA встречаются только на фондовом рынке. В реальности это слишком низко и никто в здравом уме не продает бизнес по такой оценке :)
- Окей, Интер РАО выглядит дешевым, но надо сравнить с другими компаниями



- Интер РАО — самая дешевая по денежному потоку и одна из самых дешевых по EV/EBITDA (Мосэнерго чуть дешевле, ТГК-1 чуть дороже). Юнипро и Квадра не попали на диаграмму, т.к. у первой денежный поток очень низкий (высокий CAPEX), а у второй очень высокий капекс и денежный поток отрицательный

- Ниже сравнение по производственным показателям (EV/Производство, EV/Мощность) (тепловые мощности и выработку я конвертировал в ГВт э/э)

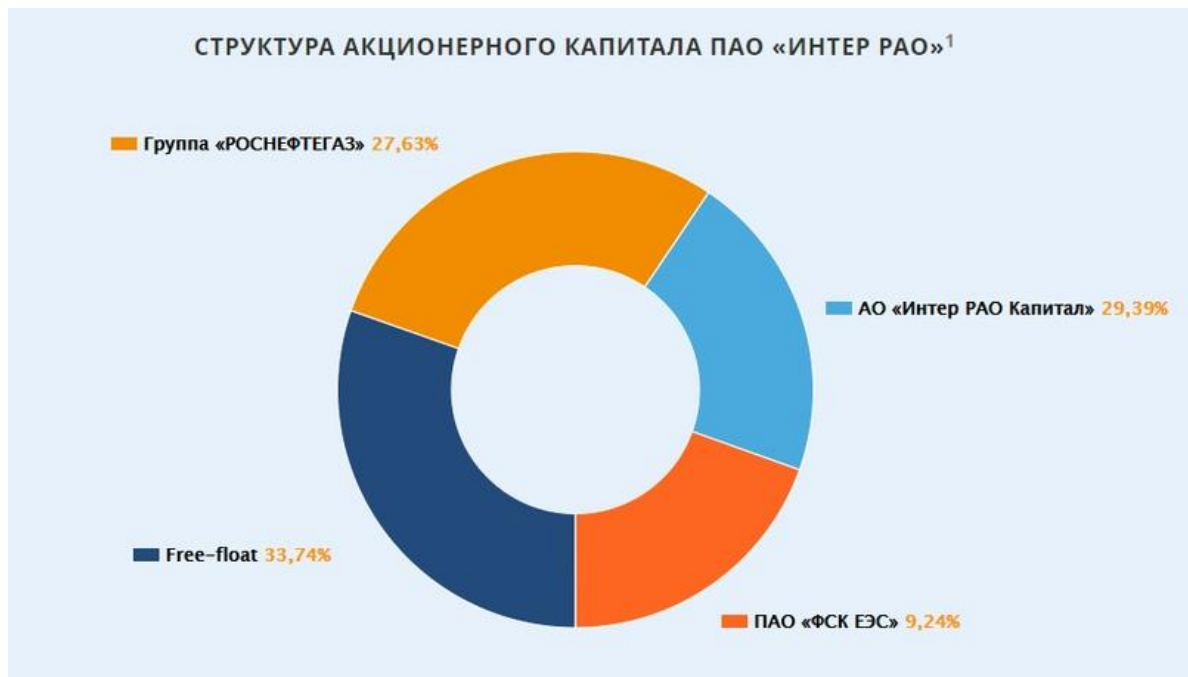


- Тут Интер РАО не самая дешевая, но надо признать, что у ТГК-2 и Квадры очень старые мощности, что плохо. ТГК-1 и Мосэнерго дешевле, да
- В итоге я бы сказал, что по мультам №1 — это Мосэнерго, №2/3 — это Интер РАО/ТГК-1. Если еще брать во внимание рост за этот год, то я бы на первое место уже поставил Интер РАО. Собственно это и есть мой главный тезис — компания выглядит очень дешевой.
- Вот мультипликаторы в супер подробной таблице

Компани	Мсар, млрд руб.	EV, млрд руб.	EV/Revenue LTM	P/B LTM	P/E LTM	Unadjusted		Adjusted		EV/Опер поток LTM	EV/FCF LTM	EV/Мощно сть, ГВт	EV/Пр-во, ГВт	Рост EBITDA adj 1П 2018 / 1П 2017
						EV/EBITDA LTM	EV/EBIT LTM	EV/EBITDA LTM	EV/EBIT LTM					
ОГК-2	41.1	85.0	0.6	0.3	5.9	3.2	5.9	2.7	4.3	3.3	5.5	4.5	1.3	4%
Интер РАО	302.7	194.3	0.2	0.6	4.9	2.1	2.8	1.9	2.4	2.0	3.0	3.2	1.1	25%
ТГК-1	38.5	47.0	0.5	0.3	3.8	2.2	3.6	2.0	3.2	2.5	4.9	2.1	0.8	8%
Русгидро	262.2	356.3	0.9	0.4	7.1	4.1	5.9	3.0	3.9	4.1	26.3	9.1	2.5	26%
Юнипро	170.1	161.3	2.1	1.5	9.8	6.0	7.6	5.8	7.5	9.3	155.8	14.4	3.3	3%
Энел	42.7	64.9	0.9	1.1	5.6	4.0	5.1	3.9	5.0	5.0	9.9	5.4	3.0	-11%
ТГК-2	2.4	15.4	0.4	0.1	2.1	3.8	7.2	2.4	3.6	3.4	4.0	1.2	0.6	-10%
ТГК-14	7.3	10.1	0.8	1.3	14.8	5.6	12.8	5.6	12.8	5.7	13.5	2.4	1.8	12%
Мосэнерго	81.6	66.9	0.3	0.3	3.2	1.5	2.2	1.4	2.0	1.7	2.9	1.1	0.4	0%
Квадра	6.2	35.9	0.7	0.2	24.9	5.5	9.0	3.8	5.2	7.4	-109.1	2.5	1.1	28%

Акционеры

- Текущая структура акционеров:



- Интер РАО активно покупала свои собственные акции на дочку — Интер РАО Капитал, за последние пол года они собрали так 10% акций. Были ряд сделок с ФСК ЕЭС, Русгидро (я считаю их выгодными для компании). Сейчас они говорят, что в ближайшее время докупать не планируют (30% это порог для оферты, им это не нужно)
- Компания контролируется государством (цитата из МСФО)
- Роснефтегаз (вы кстати знали, что они сидят на одном этаже с Роснефтью? :)) и ФСК ЕЭС это гос компании и с корректировкой на казначейские акции им обоим принадлежит 52% акций.

- Интер РАО достаточно открыто пишет, что этот казначейский пакет они хотят пристроить стратегическому/группе финансовых инвесторов
- Вот их целевая структура:



- В примечании к «Стратегический инвестор» сказано, что это либо стратег либо фри-флоат.









Менеджмент и его мотивация

- Сейчас в Интер РАО идет перетряхивание менеджмента

Правление «Интер РАО» покинул топ-менеджер по связям с органами власти

Ведомости | 18 июля 10:16 |  Прослушать этот материал |       

Бывшая топ-менеджер «Интер РАО» прокомментировала обвинения в шпионаже

Ведомости | 13 августа 14:03 |  Прослушать этот материал |       

- Я считаю это все не сильно важным, так верхушка в Интер РАО очень близка к власти — это Председатель СД — господин Сечин (Роснефтегаз/Роснефть), CEO — Борис Ковальчук (сын Юрия Ковальчука, банк Россия)
- Весь менеджмент владеет пакетами акций (пускай и не очень большими)
- Короткое саммари по сделкам по мотивации менеджмента:
 - 1) В начале 2018 г. Интер РАО утвердила опционную программу для 50 сотрудников, дав им опционы на 2% акций исходя из цены ~1,5 руб. (рыночная была ~3,8 руб.)
 - 2) Менеджмент почти все выкупил (2%) и тут же продали половину (~1%). Кто-то не продавал (Ковальчук), кто-то продал больше. Но так или иначе ± у всех эти акции остались
 - 3) У Бориса Ковальчука сейчас пакет в ~10 млн долл, вроде как достаточно большой, но наверное не достаточно большой, чтобы быть супер мотивированным

Менеджеры «Интер РАО» заработали 2,7 млрд рублей

Они продали часть купленных по опционной программе акций

Дивиденды

- Тут мне кажется самое интересное
- Компания неоднократно говорила, что собираются платить исключительно 25% от МСФО
- Но, выходит такая новость:

Дивиденды за 2018 г меньше 50% заплатят только "Газпром" и еще одна госкомпания - Силуанов / 17.09.2018 19:02:20

СОЧИ, 17 сен /ПРАЙМ/. "Газпром" <GAZP> и еще одна госкомпания заплатят дивиденды за 2018 год менее 50% чистой прибыли по МСФО, других исключений не будет, заявил первый вице-премьер - министр финансов РФ Антон Силуанов.

В беседе с журналистами он отметил, что Минфин уже представляет объем дивидендных выплат госкомпаний по итогам 2018 года.

"По "Газпрому" решение принято. Они заплатят меньше, чем 50%. Еще у нас принято несистемное решение, непринципиальное. "Газпром" меньше заплатит и еще одна компания", - сказал Силуанов.

Он добавил, что это "не слишком крупная и не слишком маленькая компания", не называя ее.

- Я считаю, что Интер РАО вынуждена будет начать платить 50% в ближайшие года. Даже Роснефть прогнулась под это требование
- Думаю, что исключение, о котором речь идет выше это однозначно не Интер РАО, а скорее всего Россети (они мне кажется объективно не могут заплатить 50% по МСФО + сама по себе компания ПАО «Россети» как раз «небольшая», в том смысле, что ее основной актив — это доли владения, а выручка на холдинг и правда там небольшая). В других новостях Силуанов говорил, что дивиденды не должны мешать инвест программе. У Интер РАО — не мешают
- Я прикинул, что при прибыли 66 млрд руб. за 2018 год и 50% выплате дивиденд на акцию составит 0,32 руб. (8% ДД)
- Это немного, но в 2,5 раза больше, чем за 2017 год (0,13 руб.)

Вот мнение Доходь (другое):

"Интер РАО" ОАО ээ

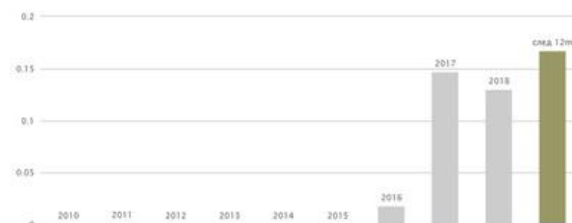
4.01% текущая доходность
25% доля от прибыли
0.43 ставка P/E

Совокупные дивиденды в следующие 12м: **0.1676 руб.** (прогноз)
Средний темп роста дивидендов 3у: **н/а**
Ближайшие дивиденды: **0.1676 руб.** (**4.01%**) **01.06.2019** (прогноз)

Год	Дивиденд (руб.)	Изм. к пред. году
след.12м. (прогноз)	0.1676	+28.56%
2018	0.1304	-11.2%
2017	0.1468	+723.76%
2016	0.0178	+164.28%
2015	0.0010397	н/а
2014	0	н/а
2013	0	н/а
2012	0	-100%
2011	0.001544	н/а
2010	0	н/а
2009	0	н/а

Дата закрытия реестра	Дивиденд (руб.)
01.06.2019 (прогноз)	0.1676
01.06.2018	0.1304
20.06.2017	0.1468
21.06.2016	0.0178
09.06.2015	0.0010397
17.05.2011	0.001544

Прогноз прибыли в след. 12м: **70000 млн. руб.**
Количество акций в обращении: **104400 млн. шт.**
Стабильность выплат: **0.57**
Стабильность роста: **0.29**



Комментарий:

Совет Директоров компании в июле 2014 г. принял новую дивидендную политику, по которой 25% от чистой прибыли по МСФО должно возвращаться акционерам. Последние 2 года соблюдают политику, выплачивая заявленный уровень дивидендов. Скорее всего, норма выплат сохранится в ближайшие годы.

Санкции и негатив

- Пока из того, что я читал, энергетика это вроде как не та отрасль, которую США старается «мочить»
- Из «плюсов» Интер РАО — 1) это все же российский бизнес, мало зависящий от зарубежной конъюнктуры, 2) депозиты у них в российских банках в рублях, 3) долга нет, тем более валютного, 4) зарубежные активы в пока еще в более менее дружественных странах (Грузия, Казахстан, Прибалтика, Молдавия)
- Из «минусов» — это конечно акционеры. Интер РАО ни разу не частная компания, плюс у них есть зарубежный бизнес и бизнес по экспорту/импорту э/э. Если санкции будут — этот кусок будет под угрозой (но надо признать, что кусок бизнеса этот не очень большой)
- Еще из негатива — это проект строительства гигантской (вроде как) электростанции на угле на границе с Китаем. Если и правда будет мега стройка, то может и имеет смысл переложиться во что-то другое (ТГК-1, Мосэнерго), но пока это все разговоры, а Сергей Горьков уже не в ВЭБе.

Что говорят аналитики?

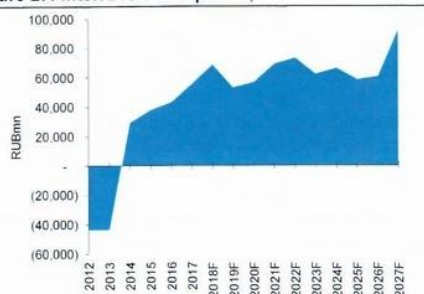
- Я читал отчеты ВТБ Капитала и Ренессанс Капитала — у обоих в фаворе тоже как раз Интер РАО, их ключевые тезисы:
 - 1) Компания генерит много кэша и продолжит это делать в ближайшей перспективе
 - 2) ДПМ-штрих это то, куда скорее всего пойдет большая кэш подушка. Это даст +25-30% к EBITDA и вообще это хороший проект, Интер РАО сможет модернизировать четверть мощностей с высоким IRR. Даже с этим капексом компания все равно будет копить много кэша
 - 3) Не ожидают роста дивидендов в ближайшей перспективе
 - 4) Есть риски корпоративного управления (могут быть непонятные проекты, политические цели и т.п.)
 - 5) Белоусова 2.0 не боятся — т.к. энергетика это принципиально другое

Figure 26: General company information

Ticker	IRAO RX
12-month Target Price, RUB/share	8.5
Recommendation	BUY
Installed capacity in 2018F, MW	33,076
Current price, RUB/share	4.05
Market cap, RUB mn	295,720
EV, RUB mn	150,055
EV/Installed capacity, USD/kW	68
Multiples 2018F	
EV/EBITDA	1.4
PE	4.4
EBITDA margin, %	11%
Net debt/EBITDA	(1.4)

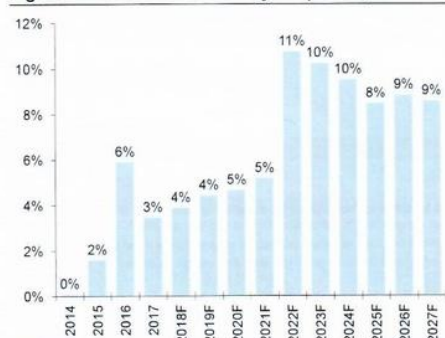
Source: Company data, Bloomberg, VTB Capital Research

Figure 27: InterRAO FCFF profile, RUB mn



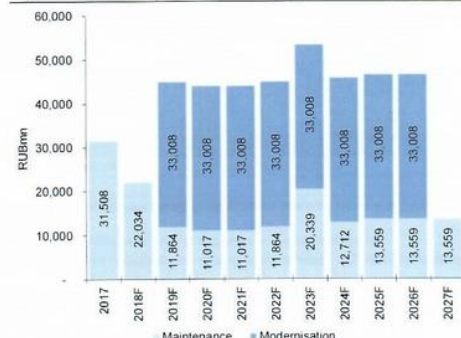
Source: Company data, VTB Capital Research

Figure 28: InterRAO dividend yield profile, %



Source: Company data, VTB Capital Research

Figure 29: InterRAO capex outlook, RUB mn



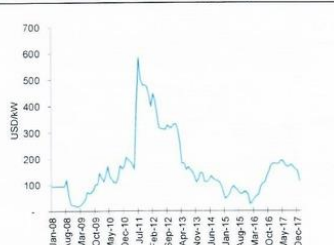
Source: Company data, VTB Capital Research

Figure 30: InterRAO adjusted EBITDA profile, %



Source: Company data, VTB Capital Research

Figure 31: InterRAO EV/installed capacity, USD/kW



Source: Bloomberg, Company data, VTB Capital Research

Figure 32: Russian genscos multiples

	EV/EBITDA, x			P/E, x			EV/kW, USD/kW	Net Debt/EBITDA, x			EBITDA margin, %			Dividend yield, %			FCFF yield, %					
	2018F	2019F	2020F	2018F	2019F	2020F		2018F	2019F	2020F	2018F	2019F	2020F	2018F	2019F	2020F	2018F	2019F	2020F			
InterRAO	1.4	0.9	0.4	4.4	3.9	3.7	66	-1.4	-1.6	-1.9	11%	12%	12%	7%	8%	8%	4%	5%	6%	23%	18%	28%
Russian average	3.1	3.0	2.7	5.9	7.3	6.3	116	0.4	0.4	0.4	23%	23%	24%	10%	10%	11%	7%	6%	8%	17%	10%	10%
DM average	7.3	7.2	6.8	16.4	14.5	12.7	1,092	2.5	2.6	2.3	19%	19%	20%	6%	7%	7%	5%	5%	5%	-5%	-5%	-5%

Source: Bloomberg as of 14 August 2018 for DM average, VTB Capital Research

Популярность акций у инвесторов?

- Не похоже, что акция у кого-то сейчас в фаворе (несмотря на №1 выбор рисеч аналитиков). Это не мечел/распадская/ленэнерго преф/афк система/магнит где максимальная концентрация спекулянтов
- На форуме МФД за сентябрь меньше 2-х страниц обсуждений. У ТГК-1, ОГК-2 и других — минимум 10 страниц

Интер РАО ЕЭС (IRAO)

Поиск по теме

[Новое сообщение](#) | [Новая тема](#) | [Добавить в избранное](#) | [Подписаться](#)

«» « 3938 3939 3940 3941 3942

koly 07.09.2018 15:31 1 -1 +1

Вся информация в данном документе носит исключительно информационный характер и не является рекомендацией и/или предложением к совершению сделок с любыми финансовыми инструментами. Никакая часть из представленной информации не может быть использована для принятия инвестиционных решений. Автор не несет ответственности за последствия использования информации выше, в том числе за финансовый результат (положительный или отрицательный) от сделок с любыми финансовыми инструментами. Автор оставляет за собой право изменять любые данные, в том числе ретроспективно.