

Обзор по эмитенту Интер-РАО

Энергетика продолжает набирать популярность (в большей степени за счет ФСК и Россетей, где платят высокие дивиденды по указу Правительства). Индекс ММВБ Энергетика испытывает самый значительный подъем с 2009 года за счет своих основных компонентов – ФСК и Интер-РАО. Как и в случае со Сбербанком, предполагаем, что лидеры отрасли начали переоцениваться первыми (тем более, что у них был мощный драйвер в виде продажи Иркутсэнерго и 50% дивидендов), а скоро придет пора и менее крупных компаний за счет завершения инвестиционных проектов и общего интереса к сектору.

В индексе 65% это генерация, 33% сетевые компании, и 2% сбыты. Ключевые акции: **Интер-РАО, ФСК, Юнипро (Э.Он Россия), Русгидро и Россети** занимают 70% индекса.



Инвесторы, которые вложили деньги в генерацию на пике в 2011г, 5 лет несут убытки и понятно, что неприязнь к бумагам достаточно сильная. Также не было и рекомендаций покупки энергоактивов от крупных инвестиционных домов в начале года. Если в телекомах и потребительском секторе оптимизм инвесторов поднял стоимость активов до пугающих значений по мультипликаторам, то в энергетике, несмотря на рост, все еще очень дешево.

Основные драйверы роста сектора:

1. Инвестиционные проекты подходят к завершению почти во всех компаниях (но в некоторых случаях – Русгидро и Юнипро пока еще далеки от завершения). А значит, начинается отдача, мощный рост прибыли и сильная отчетность после нескольких лет застоя
2. Направленность на повторении государственной дивидендной политики в 2016г. По крайней мере, состояние бюджета и цены на нефть/металлы указывает на то, что проблемы с бюджетом будут и в этом году. Понятно, что переговорная сила у госкомпании Россети значительно ниже, чем у Газпрома и Сбербанка, и нарушение указания Правительства менее вероятно.
3. Появление интереса к отрасли после крупных сделок M&A - Иркутскэнерго. Отрасль была неинтересной более 5 лет, но дешевизна активов и очевидные аномалии вроде Россетей (рыночная стоимость компании дешевле стоимости долей в дочках) должны вызвать интерес.
4. Предпосылки к либерализации цен. Например, компании Ленэнерго уже разрешили увеличить тарифы в этом году. Инициатива, начатая в начале 2010г, снова всплывает в обсуждениях. Хотя и большинство фаворитов секторов прибыльны и при текущих ценах, это было бы супердрайвером

Прибыль энергетические компании зарабатывают регулярно, поэтому коммунальный сектор популярен на Западе в кризисы. А в России они еще и очень дешевые. Дальнейший рост очень вероятен уже в этом году – поскольку частный капитал имеет меньше требований к вместимости капитала и диверсификации, лучше выбрать 1-3 лучших актива по соотношению риск-доходность-ликвидность-торговые факторы. Оптимальным в секторе, несмотря на значительный рост, все еще выглядит Интер-РАО.

Компания недавно отчиталась по МСФО за 2 полугодие:

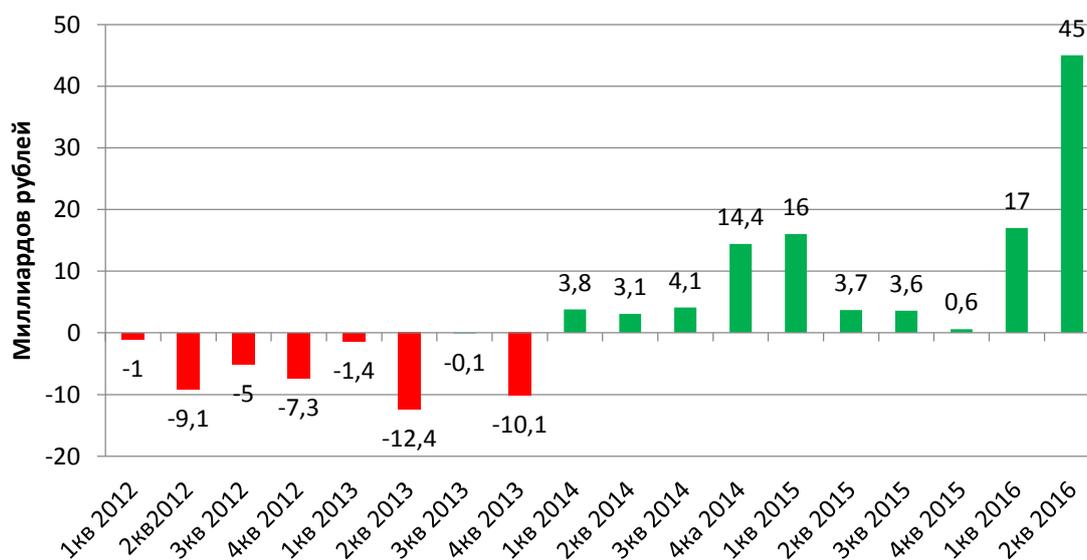
Группа «Интер РАО» опубликовала промежуточную консолидированную финансовую отчётность по международным стандартам за I полугодие 2016 года.

Показатель, млрд рублей	I полугодие 2016 года	I полугодие 2015 года	Изменение, %
Выручка	407,1	391,6	3,9%
Операционные расходы	375,2	374,9	0,1%
Операционная прибыль	67,7	22,3	в 3,0 раза
Чистая прибыль	62,0	19,7	в 3,1 раза
ЕВИТДА	52,9	37,3	41,9%
Капитальные расходы	13,5	9,3	45,6%
	На 30.06.2016	На 31.12.2015	Изменение, %
Совокупные активы	593,6	563,2	5,4%
Итого капитал	420,4	365,4	15,1%
Кредиты и займы ¹	74,1	90,2	-17,9%
Чистый долг ²	-50,9	6,6	в 8,7 раза
Свободный денежный поток (FCF)	14,9	8,1	83,0%

* — Анализ финансовых показателей приведён на основании данных финансовой отчётности, округлённых до млрд рублей с одним знаком после запятой. При этом процентные соотношения рассчитаны исходя из данных отчётности по МСФО, выраженных в млн рублей.

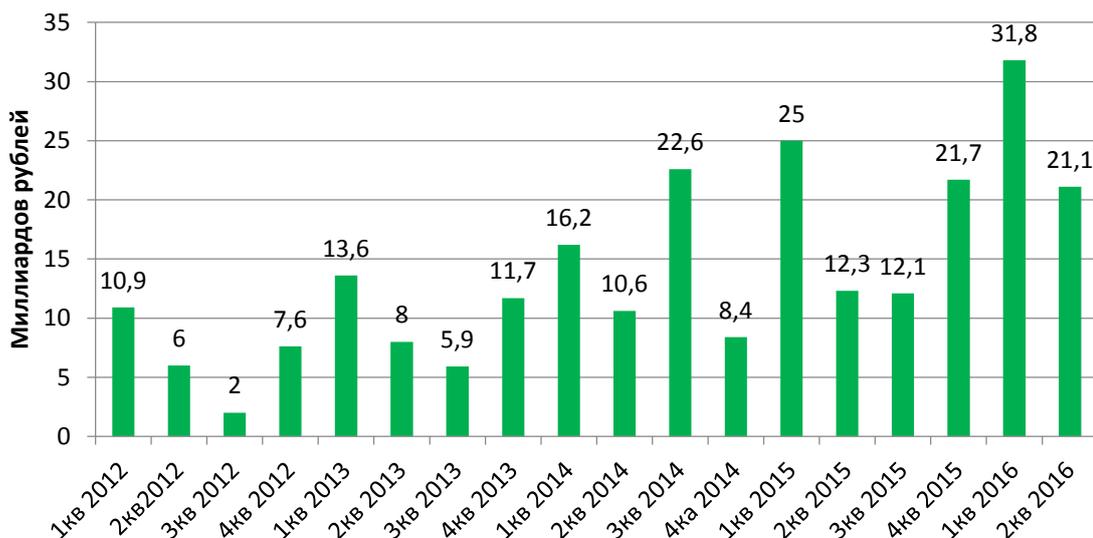
Отчет, как видно, очень сильный и в нем уже отражена продажа долю в Иркутскэнерго - 32 млрд. рублей.

Интер-Рао Чистая прибыль



Но и без продажи доли в компании результаты выдающиеся. ЕВИТДА отражает результат по кварталам. В энергетике, очевидно, присутствует сезонность – поэтому лучше сравнивать квартал с прошлогодним результатом.

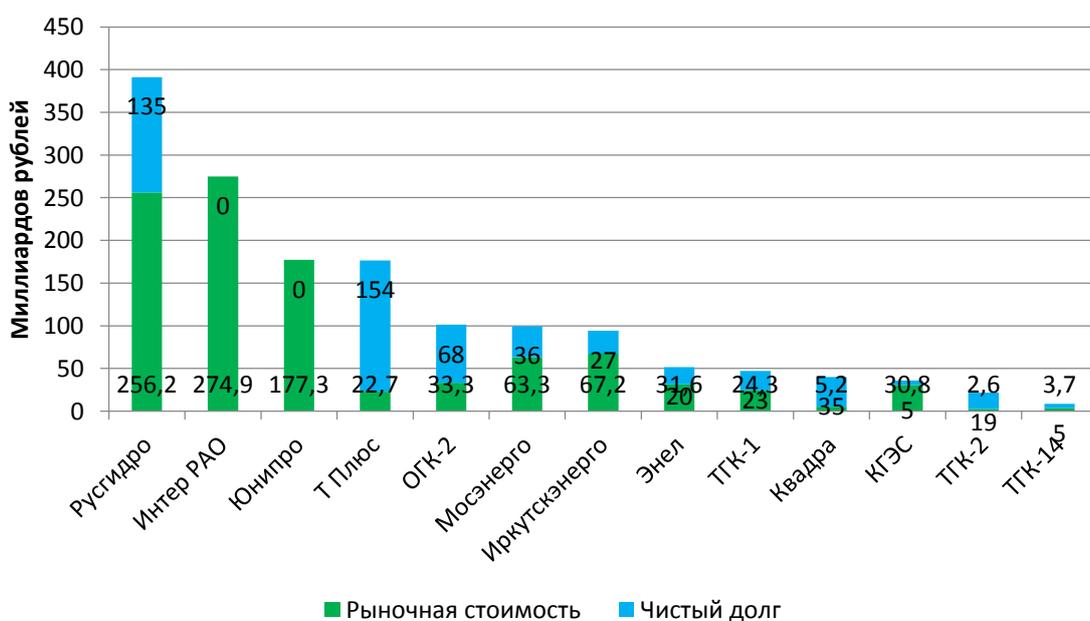
Интер-Рао EBITDA



Долга практически нет. Есть некоторые обязательства, но если рассчитывать чистый долг, т.е. краткосрочный долг + долгосрочный долг – денежные средства, то он выходит даже отрицательным (как в Сургутнефтегазе, например). Это сильный драйвер – поскольку компания может расширить бизнес за счет скупки дешевых профильных активов или пополнить список дивидендных историй – оба варианта в теории приводят к росту котировок.

Почти не имеет долга и компания Юнипро (бывший Э.Он Россия), но компания одна из самых дорогих в секторе по мультипликаторам. Также она еще не восстановилась после аварии на Березовской ГРЭС. Возможно, стоит вернуться к этой идее позднее.

Генерация EV



Долгосрочный драйвер заключается в индексном преимуществе – при дальнейшем росте капитализации компанию могут включить в индекс MSCI вместо выбывающего Мегафона. При таком сценарии компанию будут включать в свои портфели индексные фонды и ETF – тогда Интер-РАО станет настоящей голубой фишкой.

Сила Интер-РАО в относительной слабости индекса ММВБ Энергетика – перспективные акции либо не слишком ликвидные, либо имеют слишком длинный горизонт инвестирования (Русгидро, ОГК-2).

Риски стандартны для госкомпаний – регулирование цен, мегапроекты и скользящая дивидендная политика. Аварии в секторе случаются не реже, чем в горной добыче и металлургии. Не стоит покупать Интер-РАО на все, но актив хорошо подходит для создания сбалансированного портфеля.

Disclaimer

Приведенная информация не содержит инвестиционных советов, предоставляется исключительно в информационных целях и не является консультацией, офертой, требованием, просьбой или рекомендацией продать, купить или предоставить (напрямую или косвенно) какие-либо бумаги или производные инструменты. Вся информация получена из открытых источников, признанных надежными, однако ООО «Пермская фондовая компания» не несет ответственности за достоверность данных, приведенных в данном отчете. Будет также считаться, что любой инвестор, получивший данную информацию, составил собственное мнение относительно перспектив инвестирования в те или иные инструменты, упомянутые выше, и действовал на основании этого мнения. ООО «Пермская фондовая компания» снимает с себя любую ответственность за прямой или косвенный ущерб, потери или издержки, которые могли возникнуть вследствие использования информации, приведенной в данном обзоре.

ООО «Пермская фондовая компания»

трейдеры (342) 210-59-64, 210-59-76