

## РусГидро

### Воссоединение гидроактивов

#### Ключевые моменты

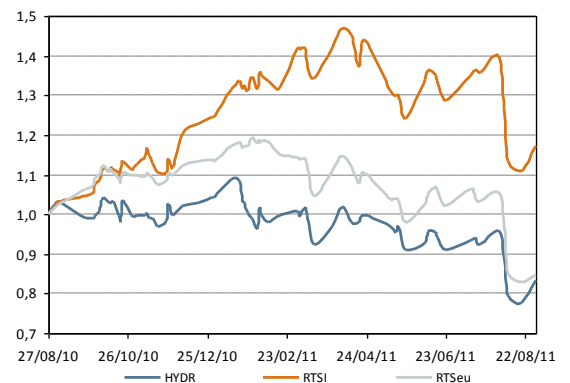
- Генерирующие активы РусГидро состоят преимущественно из гидроэлектростанций, которые отличаются очень низкой себестоимостью электроэнергии, так как для ее выработки не требуется сжигания дорогостоящего топлива. В результате до приобретения 6 сбытовых компаний у РАО ЭС Востока компания показывала самую высокую рентабельность среди российских электрогенерирующих компаний: рентабельность EBITDA в 2009 г. составляла 45%. Мы прогнозируем возвращение рентабельности компании на данный уровень после передачи этих сбытовых активов Интер РАО.
- Компания является одним из новых центров консолидации генерирующих активов. Новая допэмиссия РусГидро, максимальный объем которой равен 89 млрд новых акций, необходим компании для консолидации большого числа сибирских и дальневосточных активов, принадлежащих в настоящее время государству, и акций Иркутскэнерго. В рамках допэмиссии компания оценена в 1,65 руб. за акцию, что на 25% выше текущих котировок.
- Инвестиционная программа РусГидро на 2011-2013 гг. предполагает рост установленной мощности до 30 тыс. МВт, восстановление Саяно-Шушенской ГЭС планируется завершить к 2014 г. Цена на новые мощности компании устанавливается около 1,3 млн руб. за МВт/мес., что выше цен на существующие мощности.
- Компания имеет низкий уровень долга: его доля в стоимости компании составляет менее 10%.
- Основным фактором риска является ограничение тарифов на регулируемом рынке электроэнергии и мощности, однако принятые правительством накануне президентских выборов ограничения тарифов могут быть пересмотрены после их окончания.
- Тем не менее, мы переоценили компанию методом дисконтирования свободных денежных потоков, скорректировав прогнозы роста тарифов на регулируемом рынке и учитывая стоимость новых финансовых вложений. В итоге мы получили справедливую стоимость акции в 5,80 цента, что практически соответствует цене, определенной в рамках допэмиссии, и соответствует рекомендации «ПОКУПАТЬ».

## Цель: 5,80 цента (+34,9%), ПОКУПАТЬ

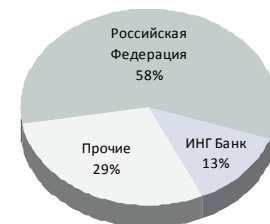
Аналитик: Анна Дианова  
Эл. почта: ADianova@veles-capital.ru

#### Основные показатели

Динамика цены акций компании относительно индекса РТС



Акционеры



Информация о компании

Код РТС	HYDR
Цена обычн. акции, долл.	0,0430
Мин./макс. цена акции за 52 недели, долл.	0,0400 / 0,0562
<b>Справедливая цена акции на конец года, долл.</b>	<b>0,0580</b>
<b>Справедливая цена ADR на конец года, долл.</b>	<b>5,80</b>
Потенциал роста (об.), %	34,9
Всего обыкновенных акций, шт. <sup>1</sup>	282 291 107 103
Рыночная капитализация, млн долл.	12 139
EV, млн долл.	12 827

<sup>1</sup> За вычетом казначейских акций

Финансовые показатели и коэффициенты (МСФО)

	2010	2011 (п)	2012 (п)
Выручка, млн долл.	13 759	4 784	5 732
EBITDA, млн долл.	2 027	2 232	2 507
Чистая прибыль, млн долл.	345	1 069	1 123
Норма EBITDA, %	14,7	46,7	43,7
Норма чистой прибыли, %	2,5	22,3	19,6
EV / S	0,93	2,68	2,24
EV / EBITDA	6,33	5,75	5,12
P / E	35,17	11,35	10,81
ROI, %	6,2	7,7	7,9
ROE, %	2,2	5,9	5,9

Данные аналитические материалы ИК «Велес Капитал» могут быть использованы только в информационных целях. Компания не дает гарантий относительно полноты приведенной в них информации и ее достоверности, а также не несет ответственности за прямые или косвенные убытки от использования данных материалов не по назначению. Данный документ не может рассматриваться как основание для покупки или продажи тех или иных ценных бумаг.

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 2011г.



## Финансовая модель и оценка РусГидро, млн долл.

	2010*	2011 (п)	2012 (п)	2013 (п)	2014 (п)		2010	2011 (п)	2012 (п)	2013 (п)			
<b>Отчет о прибылях и убытках</b>						<b>WACC</b>							
Выручка	13 759	4 784	5 732	6 429	7 113	Безрисковая ставка, %	8,1	7,2	6,3				
Операционные расходы (без амортизации)	(11 732)	(2 552)	(3 225)	(3 894)	(4 313)	Налог на прибыль, %	20,0	20,0	20,0				
<b>ЕВITDA</b>	<b>2 027</b>	<b>2 232</b>	<b>2 507</b>	<b>2 535</b>	<b>2 799</b>	<b>Стоимость акционерного капитала (ао),</b>	<b>15,2</b>	<b>14,5</b>	<b>13,7</b>				
Амортизация	(374)	(433)	(481)	(498)	(522)	Систематический риск рынка акций, %	5,0	5,0	5,0				
<b>ЕВIT</b>	<b>1 653</b>	<b>1 799</b>	<b>2 026</b>	<b>2 037</b>	<b>2 277</b>	Beta leveraged	0,9	0,9	0,9				
Разовые статьи	(800)	0	0	0	0	Специфический риск компании, %	2,8	2,8	2,8				
Процентные расходы	(63)	(112)	(224)	(352)	(459)	<b>Стоимость долга, %</b>	<b>8,3</b>	<b>7,5</b>	<b>6,6</b>				
Неоперационные доходы/расходы	(232)	(243)	(285)	(288)	(319)	Специфический риск компании, %	0,2	0,3	0,3				
<b>Прибыль до налогообложения</b>	<b>558</b>	<b>1 444</b>	<b>1 517</b>	<b>1 396</b>	<b>1 498</b>	<b>WACC, %</b>	<b>14,2</b>	<b>13,1</b>	<b>12,1</b>				
Налог на прибыль	(185)	(289)	(303)	(279)	(300)	<b>Свободный денежный поток</b>							
Доля меньшинства	(28)	(86)	(90)	(83)	(89)	<b>НОРАТ</b>	<b>1 237</b>	<b>1 258</b>	<b>1 439</b>	<b>1 472</b>			
<b>Чистая прибыль</b>	<b>345</b>	<b>1 069</b>	<b>1 123</b>	<b>1 034</b>	<b>1 109</b>	Амортизация	374	433	481	498			
<b>Баланс</b>						Капитальные затраты	(2 055)	(2 617)	(2 676)	(2 430)			
<b>Долгосрочные активы</b>	<b>17 367</b>	<b>20 997</b>	<b>22 675</b>	<b>23 432</b>	<b>23 581</b>	Изменение чистого оборотного капитала	(611)	2 501	(56)	(59)			
Основные средства и нематериальные	15 396	18 851	20 559	21 403	21 581	<b>Свободный денежный поток</b>	<b>(1 055)</b>	<b>1 575</b>	<b>(813)</b>	<b>(518)</b>			
Прочие долгосрочные активы	1 971	2 146	2 115	2 030	2 000	Ставка дисконтирования, %			13,1	12,1			
<b>Краткосрочные активы</b>	<b>3 991</b>	<b>3 912</b>	<b>4 342</b>	<b>4 639</b>	<b>5 057</b>	Кoeffициент дисконтирования			0,94	0,84			
Оборотные активы	3 365	560	638	707	793	<b>Дисконтированный свободный денежный</b>			<b>(764)</b>	<b>(433)</b>			
Краткосрочные инвестиции	0	0	0	0	0	<b>Оценка стоимости обыкновенных акций</b>							
Денежные средства	626	3 352	3 704	3 931	4 264	Ставка роста в постпрогнозный период, %	3,0						
<b>Итого активы</b>	<b>21 358</b>	<b>24 908</b>	<b>27 017</b>	<b>28 071</b>	<b>28 637</b>	Сумма дисконтированного денежного потока	6 282						
<b>Средства акционеров</b>	<b>16 998</b>	<b>19 635</b>	<b>20 396</b>	<b>20 512</b>	<b>21 234</b>	Дисконтированная продленная стоимость (+)	8 948						
Акционерный капитал	16 848	19 382	20 057	20 105	20 744	<b>Стоимость бизнеса компании</b>	<b>15 230</b>						
Доля меньшинства	150	253	340	407	490	Стоимость чистого долга (-)	102						
<b>Долгосрочные обязательства</b>	<b>2 520</b>	<b>4 031</b>	<b>5 244</b>	<b>6 268</b>	<b>5 509</b>	Доля миноритарных акционеров (-)	365						
Долгосрочные займы	1 041	2 421	3 657	4 746	4 009	Стоимость финансовых вложений (+)	6 775						
Прочие долгосрочные обязательства	1 479	1 610	1 587	1 523	1 500	<b>Стоимость акционерного капитала</b>	<b>21 538</b>						
<b>Краткосрочные обязательства</b>	<b>1 840</b>	<b>1 243</b>	<b>1 377</b>	<b>1 291</b>	<b>1 895</b>	<b>Фундаментальная стоимость ао, долл.</b>	<b>0,0580</b>						
Краткосрочные займы	273	29	149	75	667	<b>Чувствительность оценки, %</b>							
Оборотные обязательства	1 567	1 214	1 228	1 215	1 227	WACC	-3,0	-2,0	-1,0	тек.	1,0	2,0	3,0
<b>Итого обязательства и средства акционеров</b>	<b>21 358</b>	<b>24 908</b>	<b>27 017</b>	<b>28 071</b>	<b>28 637</b>	1,0	+22%	+10%	+1%	-7%	-13%	-19%	-24%
<b>Движение денежных средств</b>						2,0	+28%	+15%	+5%	-4%	-11%	-17%	-22%
<b>Основная деятельность</b>	<b>1 163</b>	<b>4 262</b>	<b>1 848</b>	<b>1 780</b>	<b>1 890</b>	<b>3,0</b>	<b>+37%</b>	<b>+22%</b>	<b>+10%</b>	<b>+0%</b>	<b>-8%</b>	<b>-15%</b>	<b>-20%</b>
Чистая прибыль	345	1 069	1 123	1 034	1 109	4,0	+48%	+30%	+16%	+4%	-5%	-12%	-18%
Амортизация	374	433	481	498	522	5,0	+63%	+40%	+23%	+10%	-0%	-9%	-16%
Изменение оборотного капитала	(611)	2 501	(56)	(59)	(67)	<b>Рыночные мультипликаторы, 1x</b>							
Прочее	1 055	258	299	307	325	EV / Sales	0,9	2,7	2,2	2,0			
<b>Инвестиционная деятельность</b>	<b>(2 906)</b>	<b>(2 617)</b>	<b>(2 676)</b>	<b>(2 430)</b>	<b>(1 255)</b>	EV / EBITDA	6,3	5,7	5,1	5,1			
Приобретение внеоборотных активов	(2 017)	(2 617)	(2 676)	(2 430)	(1 255)	EV / EBIT	7,8	7,1	6,3	6,3			
Приобретение/продажа дочерних	(38)	0	0	0	0	P / E	35,2	11,4	10,8	11,7			
Прочее	(851)	0	0	0	0	P / BV	0,7	0,6	0,6	0,6			
<b>Финансовая деятельность</b>	<b>646</b>	<b>912</b>	<b>1 231</b>	<b>1 036</b>	<b>(241)</b>	EV / FCF	отр.	8,1	отр.	отр.			
Изменение долга	587	1 010	1 399	1 191	(75)								
Изменение акционерного капитала	198	88	0	0	0								
Выплата дивидендов	(52)	(160)	(168)	(155)	(166)								
Прочее	(88)	(26)	0	0	0								
<b>Изменение денежных средств</b>	<b>(1 097)</b>	<b>2 557</b>	<b>402</b>	<b>386</b>	<b>393</b>								
<b>Кoeffициенты</b>													
Рентабельность EBITDA, %	14,7	46,7	43,7	39,4	39,4								
Рентабельность чистой прибыли, %	2,5	22,3	19,6	16,1	15,6								
EBITDA / процентные расходы, 1x	32,1	19,9	11,2	7,2	6,1								
Инвестиции / выручка, %	14,7	54,7	46,7	37,8	17,6								
ROE, %	2,2	5,9	5,9	5,4	5,6								
ROIC, %	6,2	7,7	7,9	7,6	8,4								
Долг/EBITDA	0,6	1,1	1,5	1,9	1,7								
Чистый долг/EBITDA	0,3	н/с	0,0	0,4	0,1								
Долг/собственный капитал	0,1	0,1	0,2	0,2	0,2								

\*В отчетности консолидированы сбытовые активы, которые переданы Интер РАО

Источник: данные компании. Оценка: Велес I



## 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 2011 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 операций на рынке акций

---

Александр Антипов  
Руководитель департамента  
AAntipov@veles-capital.ru

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

Дмитрий Перегудов  
Сейлз-трейдер  
DPeregudov@veles-capital.ru

Анна Шебеко  
Международные продажи  
AShebeko@veles-capital.ru

Вячеслав Беззубенко  
Сейлз-трейдер  
VBezzubenko@veles-capital.ru

## Управление по работе с VIP клиентами

---

Юрий Павлов  
Директор (VIP клиенты)  
YPavlov@veles-capital.ru

Сергей Ветошкин  
Корпоративные клиенты  
SVetoshkin@veles-capital.ru

## Управление анализа рынка акций

---

Илья Федотов  
Начальник управления, телекоммуникации  
IFedotov@veles-capital.ru

Айрат Халиков  
Металлургия  
AKhalikov@veles-capital.ru

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

Анна Дианова  
Электроэнергетика  
ADianova@veles-capital.ru

## Управление доверительных операций

---

Бейшен Исаев  
начальник управления  
BIsaev@veles-capital.ru

Станислав Бродский  
инвестиционные продукты  
SBrodsky@veles-capital.ru

Вадим Лабед  
работа с инвесторами  
VLabed@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

Украина, Киев, 01025, Б. Житомирская ул., д. 20  
Телефон: +38 (044) 459 0250, факс: +38 (044) 459 0251  
www.veles-capital.ua