

РУСГИДРО

АКТУАЛИЗАЦИЯ ОЦЕНКИ

ПОЗИТИВНЫЙ ФАКТОР ПОВЫШЕНИЯ ТАРИФОВ В ДВФО

Мы внесли корректировки в модель РусГидро, учитывая опубликованные не так давно финансовые отчеты за 4К22 по МСФО и операционные показатели за 4К22, а также встроив новые допущения на 2023 г. — повышение оптовых тарифов на э/энергию на Дальнем Востоке для промышленных потребителей на 50% г/г и замедление роста цен на уголь с 10% до 5%. Хотя результаты за 4К22 уступили нашим расчетам, очень большое влияние на прогнозы на 2023–2028 гг. оказывает повышение тарифов на Дальнем Востоке и более низкие, чем мы предполагали ранее, темпы роста цен на уголь. В результате целевая цена по акциям РусГидро повышается на 32% до 0,9 руб. за штуку, а рейтинг — с уровня «Держать» до «Покупать». Кроме того, мы теперь предполагаем, что РусГидро выплатит дивиденды за 2022 г. в 0,051 руб. на акцию (доходность — 6,5%).

Катализаторы: хорошие результаты за 1К23 по МСФО и РСБУ; объявление дивидендов за прошлый год; шаги к либерализации энергорынка на Дальнем Востоке.

Риски: неблагоприятные изменения в регулировании; новые планы капзатрат с низким уровнем ROE; санкции.

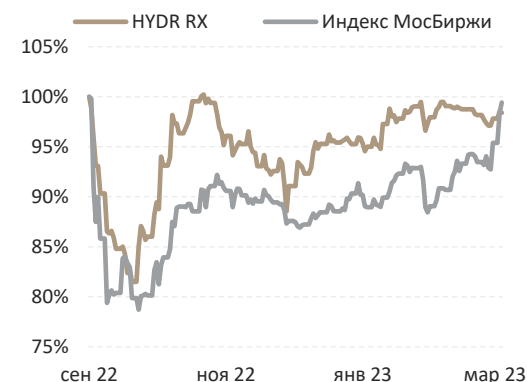
Улучшение финансовых прогнозов. В результате корректировки модели по последним опубликованным результатам и применения новых допущений в отношении цен на э/энергию для промышленных потребителей Дальнего Востока (+50% г/г в 2023 г.) наш прогноз по выручке за 2023 г. увеличился на 2% (до 485 млрд руб.), по EBITDA — на 12% (до 131 млрд руб.), тогда как по чистой прибыли — на 16% (до 59 млрд руб.). Наша первая оценка влияния повышения тарифов на EBITDA за 2023 г. (+34%) оказалась слишком оптимистичной, так как мы предположили повышение на 50% для всех групп потребителей в регионе, оставив без изменения прочие факторы в ранее опубликованной модели.

Попытка сбалансировать операционный денежный поток регулируемой деятельности. Повышение тарифов в ДВФО — попытка улучшить показатели рентабельности РусГидро от работы в этом регионе. Тарифы на электрическую и тепловую энергию здесь регулируются, притом что уголь продается по рыночным ценам. Тарифы, как следствие, повышались исходя из прогнозов по ценам на уголь, хотя эти прогнозы существенно отставали от реального роста рыночных цен. РусГидро оценивает потери от запаздывающей от реальности индексации тарифов в 35 млрд руб. Таким образом, повышение тарифов для промышленных потребителей на 50% должно помочь РусГидро улучшить показатели рентабельности своей дальневосточной «дочки».

Вопрос дивидендов. В прежней редакции модели мы не рассчитывали на выплату дивидендов РусГидро за 2022 г. ввиду проблем с регулируемыми тарифами на Дальнем Востоке. Теперь, когда тарифы проиндексированы для компенсации накопленных убытков, РусГидро, как мы полагаем, поделится прибылью с акционерами в соответствии со своей дивидендной политикой, которая предусматривает выплату 50% скорректированной чистой прибыли, но не менее средней за предшествующие три года суммы. Если считать по скорректированной прибыли за прошлый год (44,7 млрд руб.) выплата должна составить 0,051 руб. на акцию, а дивидендная доходность — 6,5%.

Оценка стоимости. Мы рассчитываем целевую цену акций РусГидро по методам DCF и DDM с равными весами, закладывая в модели такие параметры: CoE — 13,1%, WACC — 12,5%. Кроме того, мы сейчас сдвинули модели на год вперед (с прогнозного периода 2023–2027 гг. на 2024–2028 гг.), при этом суммарный поток FCF в модели DCF увеличился на 63%, терминальная стоимость — на 17%. Целевая цена, рассчитанная по методу DCF, увеличилась на 31% до 0,89 руб./акцию. Совокупные дивиденды в модели DDM увеличились на 46%, стоимость в постпрогнозный период — на 23%, целевая цена по данному методу — на 33% до 0,91 руб. за акцию. Итоговая целевая цена повышается, таким образом, сразу на 32% — до 0,9 руб. за акцию (подробные расчеты приведены на следующей странице).

ДИНАМИКА ЦЕНЫ АКЦИЙ РУСГИДРО В СРАВНЕНИИ С ИНДЕКСОМ



Источники: Московская Биржа, ИБ Синара

Ticker	HYDR RX
ISIN	RU000A0JPKH7
Рейтинг	Покупать
Прежний рейтинг	Держать
Рыночная капитализация, млрд руб.	343
Цена, руб./акцию	0,78
Целевая цена, руб./акцию	0,90
Прежняя целевая цена, руб./акцию	0,68
Потенциал роста	15%
Дивидендная доходность (12 мес.)	6,5%
Степень риска	●●○○○

КЛЮЧЕВЫЕ ФИНАНСОВЫЕ ПОКАЗАТЕЛИ

млрд руб.	2022	2023П	2024П	2025П
EV/EBITDA	5,7	4,4	4,0	0,0
P/E	16,1	5,0	4,4	0,0
Выручка	419	485	523	552
EBITDA	92	131	146	156
Капзатраты	-112	-107	-94	-90
FCF	-63	-12	11	26
Чистый долг	200	231	252	262
Чистый долг/EBITDA	2,2	1,8	1,7	1,7
Чистая прибыль на акцию, руб.	0,05	0,16	0,18	0,19
Дивиденды на акцию, руб.	0,05	0,08	0,09	0,10
Див. доходность	6,5%	10,0%	11,4%	12,3%
Рентаб. по валовой прибыли	9,0%	18,5%	19,6%	20,0%
Рентаб. по EBITDA	22,0%	26,9%	27,9%	28,2%
Рентаб. по чистой прибыли	5,0%	14,1%	14,9%	15,3%

Источник: ИБ Синара

Матвей Тайц
Старший аналитик

РУСГИДРО: ОЦЕНКА СТОИМОСТИ ПО МЕТОДУ DCF

млрд руб.	2024	2025	2026	2027	2028	Постпрогнозный период
Свободный денежный поток FCF	11	26	40	81	90	861
Фактор дисконтирования	1,1	1,3	1,4	1,6	1,8	1,8
Дисконтированный FCF	10	21	28	51	50	478
Справедливая стоимость (EV)	637					
Чистый долг	231	Стоимость акционерного капитала (CoE) WACC			13,1%	
Целевая рыночная капитализация	406				12,5%	
Количество акций, млрд шт.	457,4	Темп роста в постпрогнозный период			2%	
Целевая цена (12 месяцев), руб./акцию	0,89					

Источник: ИБ Синара

РУСГИДРО: ОЦЕНКА СТОИМОСТИ ПО МОДЕЛИ DDM

	2024	2025	2026	2027	2028	Постпрогнозный период
Дивиденды, руб./акцию	0,08	0,09	0,10	0,11	0,12	1,1
Фактор дисконтирования	1,1	1,3	1,4	1,6	1,8	1,8
Дисконтированные дивиденды, руб./акцию	0,07	0,07	0,07	0,06	0,06	0,57
		Стоимость акционерного капитала (CoE) Темп роста в постпрогнозный период			13,1%	
Целевая цена (12 месяцев), руб./акцию	0,91				2%	

Источник: ИБ Синара

РУСГИДРО: КЛЮЧЕВЫЕ ИЗМЕНЕНИЯ В ПРОГНОЗАХ

	2022	2023	2024	2025
<i>Новые прогнозы</i>				
Выручка, млрд руб.	419	485	523	552
EBITDA, млрд руб.	92	131	146	156
Чистая прибыль, млрд руб.	21	68	78	84
Дивиденды, руб./акцию	0,051	0,08	0,09	0,10
<i>Прежние прогнозы</i>				
Выручка, млрд руб.	420	474	517	547
EBITDA, млрд руб.	99	117	136	146
Чистая прибыль, млрд руб.	34	59	72	78
Дивиденды, руб./акцию	0,00	0,07	0,08	0,09
<i>Изменение прогноза</i>				
Выручка	0%	2%	1%	1%
EBITDA	-7%	12%	7%	7%
Чистая прибыль	0%	16%	9%	9%
Дивиденды	н/п	16%	9%	9%

Источники: данные компании, ИБ Синара

РУСГИДРО: ФИНАНСОВАЯ ОТЧЕТНОСТЬ

Отчет о прибылях и убытках, млрд руб.	2022	2023	2024	2025	2026	2027	2028
Чистая выручка от реализации	419	485	523	552	576	600	623
Валовая прибыль	38	90	103	111	120	132	142
ЕВИТDA	92	131	146	156	167	179	190
Износ и амортизация	32	36	38	40	42	42	43
ЕВИТ	38	90	103	111	120	132	142
Чистые процентные расходы	5	7	8	8	7	5	3
Прибыль до налогообложения	35	87	99	107	117	130	143
Налоги на прибыль	16	18	21	22	24	27	30
Доля меньшинства	-2	0	0	0	0	0	0
Чистая прибыль акционерам	21	68	78	84	93	103	114
Балансовый отчет, млрд руб.	2022	2023	2024	2025	2026	2027	2028
Всего оборотные активы	1 643	1 605	1 561	1 590	1 712	1 813	1 966
Денежные средства и краткосрочные вложения	37	23	8	3	9	12	21
Чистые основные средства	772	844	902	953	998	1 012	1 025
Всего активы	993	1 062	1 116	1 170	1 227	1 250	1 279
Всего краткосрочные обязательства	174	187	197	205	212	219	226
Краткосрочный долг и текущая часть долгосрочного долга	82	90	96	101	105	109	114
Долгосрочная задолженность	140	150	150	150	150	110	70
Всего капитал акционеров	614	659	703	749	799	856	918
Доля меньшинства	17	17	17	17	17	17	17
Всего обязательства и капитал акционеров	993	1 062	1 116	1 170	1 227	1 250	1 279
Чистый долг	200	231	252	262	261	222	178
Отчет о движении денежных средств, млрд руб.	2022	2023	2024	2025	2026	2027	2028
Денежные средства от основной деятельности	94	135	150	160	171	183	193
Изменение оборотного капитала	-11	-4	-7	-5	-4	-4	-4
Чистый операционный денежный поток	66	112	122	132	142	151	160
капитальные затраты	-112	-107	-94	-90	-85	-54	-56
Свободный денежный поток	-63	-12	11	26	40	81	90
Чистый денежный поток от инвестиций	-108	-107	-94	-90	-85	-54	-56
Дивиденды выплаченные	-23	-22	-34	-39	-42	-46	-52
Изменение долга	56	18	6	5	4	-36	-36
Чистый денежный поток от финансовых операций	18	-18	-43	-48	-52	-94	-95

Источники: данные компании, ИБ Синара

Аналитический департамент

Sinara_Research@sinara-finance.ru

Директор департамента

Кирилл Таченников

TachennikovKV@sinara-finance.ru

Макроэкономика

Сергей Коныгин

KonyginSS@sinara-finance.ru

Рынок облигаций

Александр Афонин

AfoninAK@sinara-finance.ru

Александр Гайда

GaidaAS@sinara-finance.ru

Зарубежные рынки акций

Сергей Вахрамеев

VahrameevSS@sinara-finance.ru

Ирина Фомкина

FomkinaIA@sinara-finance.ru

Российский рынок акций

Нефть и газ

Кирилл Таченников

TachennikovKV@sinara-finance.ru

Кирилл Бахтин

BakhtinKV@sinara-finance.ru

Василий Мордовцев

MordovtsevVO@sinara-finance.ru

Металлургия

Дмитрий Смолин

SmolinDV@sinara-finance.ru

Стратегия

Кирилл Таченников

TachennikovKV@sinara-finance.ru

Василий Мордовцев

MordovtsevVO@sinara-finance.ru

Финансовый сектор

Ольга Найдёнова

NaidenovaOA@sinara-finance.ru

Технологии, телекоммуникации, ретейл

Константин Белов

BelovKA@sinara-finance.ru

Группа выпуска

Василий Мордовцев

MordovtsevVO@sinara-finance.ru

Станислав Захаров

ZakharovSV@sinara-finance.ru

Девелопмент

Ирина Фомкина

FomkinaIA@sinara-finance.ru

Электроэнергетика, транспорт

Матвей Тайц

TaitsMV@sinara-finance.ru

Инна Драч

DrachIG@sinara-finance.ru

Себастьян Барендт

BarendtSF@sinara-finance.ru

© 2023, ПАО Банк Синара.

Настоящий материал подготовлен ПАО Банк Синара исключительно в информационных целях и только для его получателя.

Настоящий материал является собственностью ПАО Банк Синара (Банк) и не может быть использован в каких-либо целях (в т. ч. посредством цитирования или ссылки в средствах массовой информации) без письменного согласия Банка. Использование информации из настоящего материала полностью или частично, в т. ч. копирование, заимствование, компиляция, цитирование в коммерческих целях, возможно только на договорной основе с Банком. Любые ссылки на настоящий материал или его часть, а также упоминание факта проведения Банком того или иного аналитического исследования, равно как и воспроизведение, передача и распространение настоящего материала среди третьих лиц, запрещены без письменного согласия Банка.

Информация, содержащаяся в настоящем материале, не является индивидуальной инвестиционной рекомендацией, и финансовые инструменты либо операции, упомянутые в нем, могут не соответствовать инвестиционному профилю и инвестиционным целям (ожиданиям) получателя материала. Определение соответствия финансового инструмента либо операций интересам, инвестиционным целям, инвестиционному горизонту и уровню допустимого риска является задачей получателя настоящего материала. ПАО Банк Синара не несет ответственности за возможные убытки в случае совершения (невозможности совершения) операций либо инвестирования в финансовые инструменты, упомянутые в настоящем материале, и не рекомендует использовать настоящий материал в качестве единственного источника информации при принятии инвестиционного решения.

Представленная в настоящем материале информация не может рассматриваться в качестве гарантий или обещания будущей доходности вложений. Содержащиеся в настоящем материале мнения и оценки подготовлены на основе публичных источников, которые рассматриваются Банком как надежные, однако за достоверность, точность и полноту содержащейся в настоящем материале информации Банк ответственности не несет. Стоимость инвестиций может как уменьшаться, так и увеличиваться, и получатель материала в конечном счете может не получить первоначально инвестированную сумму. Результат инвестирования в прошлом не определяет дохода в будущем.

Судения о финансовых инструментах, содержащиеся в настоящем материале, носят предположительный характер, не могут рассматриваться или быть использованы в качестве предложения или побуждения сделать заявку на покупку или продажу либо вложение в финансовые инструменты, и выражены с учетом ситуации на рынке ценных бумаг и связанных с ней событий на дату выхода материала без обязательства их последующего обновления.

Иностранные финансовые инструменты, упомянутые в настоящем материале, могут быть не квалифицированы в качестве ценных бумаг в соответствии с законодательством РФ. Информация об иностранных финансовых инструментах, содержащаяся в настоящем материале, не может использоваться получателями, не соответствующими критериям для признания квалифицированным инвестором в соответствии с законодательством РФ.

Операции с финансовыми инструментами связаны с риском. Получатель настоящего материала должен учитывать возможные риски, сопряженные с осуществлением операций на финансовых рынках.

Настоящий материал не является офертой, предложением делать оферты. Не является рекламой ценных бумаг, иных товаров и (или) услуг.

Настоящий материал подлежит распространению исключительно на территории РФ. При наличии согласия Банка на распространение и копирование материалов необходимо указание ссылки на источник. Изменение материала и (или) его части не допускается без получения предварительного письменного согласия ПАО Банк Синара. Дополнительная информация предоставляется на основании адресного запроса. Распространение без согласия ПАО Банк Синара в любой форме является нарушением условий получения материала и влечет ответственность, предусмотренную законодательством РФ.

До выхода настоящего материала его содержание не раскрывалось эмитентам ценных бумаг, упомянутым в материале.

Список компаний, в отношении которых у ПАО Банк Синара и (или) аффилированных с Банком лиц может возникнуть конфликт интересов при подготовке аналитических материалов ввиду наличия у Банка и (или) аффилированных с Банком лиц договорных отношений с такими компаниями, и (или) владения Банком и (или) аффилированными с Банком лицами ценными бумагами таких компаний, и (или) владения такими компаниями акциями (долями), составляющими уставный капитал Банка и (или) аффилированных с Банком лиц, и (или) в связи с участием должностных лиц Банка и (или) аффилированных с Банком лиц в органах управления указанных компаний (список актуален на дату составления материала): АК «АЛРОСА» (ПАО), ООО «Брусника. Строительство и девелопмент», АО «Бизнес-Недвижимость», АО «ЧТПЗ», EVRAZ PLC, ПАО «Газпром», Global Ports Investments PLC, Globaltrans Investment PLC, ПАО «Интер РАО», ПАО «ЛЮКОЙЛ», ПАО «Манит», ПАО «ММК», ПАО «Мечел», ПАО «МТК «Норильский никель», ПАО «МТС», ПАО «НОВАТЭК», ПАО «НЛМК», Petropavlovsk PLC, АО «ТМК «Пионер», PolyMetal International PLC, ПАО «Группа Позитив», PPF Group, ПАО «НК «Роснефть», ОАО «РЖД», ПАО «ГК «Самолет», ПАО «Сбербанк», ПАО «Северсталь», АО «Группа Синара», ПАО АФК «Система», ПАО «Татнефть» им. В. Д. Шашина, TCS Group Holding PLC, ПАО «ТМК», МКПАО «ОК РУСАЛ», PLLC Yandex N.V., ООО «АРЕНЗА-ПРО», АО «ГК «ЕКС», ООО «ИАТБ-1», ООО «ЛЕГЕНДА», АО «ЭТАЛОН-ФИНАНС», АО ХК «Новотранс», НАО «ПКБ», ГК «Промомед» (АО «Промомед»/ООО «Промомед ДМ»), ООО «РЕСО-Лизинг», ООО «Славянск ЭКО», ООО «ТАЛАН-ФИНАНС», ПАО «Трансфин-М», АО «Экспобанк», АО «Коммерческая недвижимость ФПК «Гарант-Инвест», ПАО «Селигдар», ПАО «Сегежа Групп», ПАО «Группа Черкизово», АО «Синара - Транспортные Машины», ООО ВИС-ФИНАНС.

При оценке финансовых инструментов и эмитентов ценных бумаг в настоящем материале были использованы следующие методы и предположения для оценки: метод дисконтированных денежных потоков, сравнительно-сопоставительный анализ и (или) дисконтированная дивидендная либо купонная модель. В случае использования в настоящем материале рейтинговых оценок такие оценки предполагают следующее возможное отклонение прогнозной цены ценной бумаги от цены, использованной при оценке, на горизонте 12 месяцев: «Покупать» > 5% + расчетная стоимость собственного капитала эмитента, 5% + расчетная стоимость собственного капитала эмитента, «Держать» > расчетная стоимость собственного капитала эмитента, «Продавать» < расчетная стоимость собственного капитала эмитента.

Помимо рейтинговых оценок, в настоящей публикации указывается или может быть указана степень инвестиционного риска, с которым, по оценке Банка, связано владение акциями соответствующего эмитента, с учетом отраслевой принадлежности эмитента, долговой нагрузки эмитента, ликвидности его акций, высокой степени зависимости оценки от будущих темпов роста компании, публикации эмитентом отчетности, факторов неопределенности в связи с имеющей место или предлагаемой реорганизацией либо национализацией, прогнозируемой выплаты дивидендов и иных корпоративных рисков. Степень инвестиционного риска имеет следующие обозначения: ●●●●● (очень высокая), ●●●●○ (высокая), ●●●○ (средняя), ●●○ (низкая), ●○○○ (очень низкая).

Инвестиционный Банк Синара (ИБ Синара) — зарегистрированный товарный знак, под которым ПАО Банк Синара оказывает инвестиционные услуги на фондовом и денежном рынках.

ПАО Банк Синара

Универсальная лицензия Банка России РФ № 705 от 28.02.2022 на осуществление банковских операций со средствами в рублях и иностранной валюте (с правом привлечения во вклады денежных средств физических лиц) и на осуществление банковских операций с драгоценными металлами.

Лицензия профессионального участника рынка ценных бумаг на осуществление брокерской деятельности №065-08840-100000 от 12.01.2006. Выдана ФСФР России без ограничения срока действия.

Лицензия профессионального участника рынка ценных бумаг на осуществление дилерской деятельности №065-08844-010000 от 12.01.2006. Выдана ФСФР России без ограничения срока действия.

Лицензия профессионального участника рынка ценных бумаг на осуществление депозитарной деятельности №065-14099-000100 от 19 августа 2021 г. Выдана Банком России без ограничения срока действия.

Регистрация в Реестре Банка России 23.11.2021 в качестве инвестиционного советника за номером 123.