

## Российский рынок

24 Jan 2012 **Русгидро станет дороже**

### ВЭБ докапитализирует Русгидро на 64 млрд рублей путем покупки акций компаний

[Читать на сайте](#)

В декабре 2011 года Владимир Путин поручил Русгидро снизить отпускные цены на электроэнергию на 12,5%. Одновременно с этим, дабы не ставить в ущерб инвестиционную программу компании, которая пострадает от снижения цен, премьер рекомендовал Минэнерго совместно с ВЭБом разработать программу докапитализации Русгидро.

Стала известна схема, по которой будет происходить финансирование гидроэнергетического холдинга. ВЭБ в течение трех лет (с 2012-го по 2014-й) выкупит 11% акций [Русгидро](#) за \$64 млрд равными долями, причем права обратной продажи в данной сделке покупатель не получит. Однако, чтобы ограничить риски, достигнута договоренность о дополнительном внесении акций Русгидро, если рыночная цена будет ниже стоимости выкупа. Нижняя граница установлена на уровне 1,05 руб., и, если она будет достигнута, ВЭБ получит дополнительно 6% акций Русгидро.

Выкуп долей ВЭБом имеет единственную цель — дофинансировать инвестиционную программу Русгидро, но за 2012-2013 годы абсолютная разница в планируемых по старой инвестпрограмме и скорректированных (ожидаемых по новой инвестиционной программе) расходах составляет 32,18 млрд руб. Таким образом, в случае если цена акции Русгидро будет выше 1,65 руб., то компании не придется доплачивать своими акциями ВЭБу и она окажется в неплохом плюсе.

|             | Инвестпрограмма | Скорректированная инвестпрограмма* | Рост/снижение |
|-------------|-----------------|------------------------------------|---------------|
| <b>2011</b> | 108,8           | -                                  |               |
| <b>2012</b> | 103,5           | 88,87                              | -14%          |
| <b>2013</b> | 95,6            | 78,05                              | -18%          |
| <b>2014</b> | -               | 60,53                              |               |

\*еще не утверждена

Источник: Русгидро, расчеты Инвесткафе.

В целом рынок позитивно отреагировал на появление данной новости: акции Русгидро выросли за 17 января на 2,83%, тогда как отраслевой индекс МисехPWR поднялся на 1,6%, а Мисех показывал по результатам дня рост на 1,3%.

Часть акций ВЭБ купит у Русгидро, часть — у РАО ЕЭС. Сейчас на балансе Русгидро находится 100 млрд казначейских акций, из которых в ходе дополнительной эмиссии будет выпущено 89 млрд (эмиссия инициирована летом 2011 года, цена продажи установлена на уровне 1,65 руб./акция).

Цель текущей эмиссии Русгидро — консолидировать гидроэнергетические активы и профинансировать строительство Гоцатлинской ГЭС в Дагестане.

Начальный этап консолидации активов подразумевает достаточно сложный набор сделок. Стартовые позиции игроков приведены на диаграммах.



Русгидро проводит эмиссию акций: 30 млрд штук переходит Интер РАО ЕЭС в обмен на 40,007% акций Иркутскэнерго (оценка — 25,96 руб./акция). Государство передает Русгидро 5 плотин в Иркутской области в обмен на пакет акций (оценка — 7,59 млрд руб., 1,2% нового уставного капитала Русгидро). В то же время Русгидро собирается получить блокирующий пакет в Евросибэнерго, оплачивая его плотинами и своими акциями.

При оценке Евросибэнерго в \$5 млрд Русгидро придется внести 19,26 млрд акций. Итоговый вариант владения для Русгидро и Евросибэнерго представлен на рисунке ниже.



При благоприятных обстоятельствах Русгидро сможет консолидировать почти 90% гидрогенерирующих мощностей России. Это полностью соответствует стратегии развития компании до 2015 года. Положительным моментом является факт приобретения активов за счет дополнительных эмиссий, так как при этом не происходит отвлечения средств из оборота компании. К тому же оценка акций дополнительного выпуска выше рынка на 57%.

Сейчас Русгидро показывает неплохие финансовые результаты, которые особенно хорошо выглядят с учетом затрат на восстановление СШГЭС, составивших всего около 45 млрд рублей. Компания стабильно наращивает выручку на протяжении пяти последних лет. Правда, по показателю чистой прибыли в 2008 наблюдается провал: «бумажные» убытки от переоценки активов достигли 32,5 млрд руб. В 2010 году снижение чистой прибыли произошло по причине падения стоимости от экономического обесценения активов (-25 млрд руб.) и убытков зависимых обществ (-9 млрд руб.).

|                           | 2006    | 2007     | 2008       | 2009     | 2010     |
|---------------------------|---------|----------|------------|----------|----------|
| <b>Выручка</b>            | 53436,3 | 80756,5  | 107669,8   | 338460,0 | 418003,0 |
| <b>Чистая прибыль</b>     | 7623,69 | 5471,021 | -19480,298 | 32112    | 11330    |
| <b>Profit margin, (%)</b> | 14      | 7        | -18        | 9        | 3        |

Источник: Русгидро, расчеты Инвесткафе.

Котировки компании будут испытывать давление из-за эмиссии, поэтому оценка Русгидро снизилась.

| Показатель                                | Энел ОГК-5<br>1H2011 | Э.ОН<br>1H2011 | Мосэнерго   | Русгидро<br>1H2011 |
|-------------------------------------------|----------------------|----------------|-------------|--------------------|
| <b>Установленная мощность (IC), GW</b>    | 8,672                | 10,345         | 12,3        | 26,165             |
| <b>EV/IC</b>                              | 13                   | 16             | 9           | 14                 |
| <b>Теоретическая цена Upside/downside</b> |                      |                |             | 11%                |
| <b>EV</b>                                 | 111 324 101          | 167 342 200    | 109 456 625 | 367 110 749        |
| <b>EBITDA</b>                             | 8228570              | 17620337       | 12722645    | 33401353           |
| <b>EV/ebitda</b>                          | 13,53                | 9,50           | 8,60        | 10,99              |
| <b>Теоретическая цена Upside/downside</b> |                      |                |             | -4%                |
| <b>Целевая цена</b>                       |                      |                |             | 1,098              |
| <b>Upside/downside</b>                    |                      |                |             | 5%                 |

Источник: данные компании, расчеты Инвесткафе.

На сегодняшний день целевая цена Русгидро — 1,098 руб., потенциал роста — 5%, рекомендация — «держать».

Вы можете обратиться напрямую к аналитикам Инвесткафе по вопросам, входящим в сферу их компетенции:

#### Макроэкономика

**Григорий Бирг**, содиректор аналитического отдела  
[gb@investcafe.ru](mailto:gb@investcafe.ru), +7 495 720-03-65  
**Антон Сафонов**, старший аналитик  
[safonov@investcafe.ru](mailto:safonov@investcafe.ru), +7 962 900-60-21  
**Антон Тягнибеда**, аналитик  
[pr@investcafe.ru](mailto:pr@investcafe.ru), +7 495 721-68-70

#### Валютный рынок, международные рынки

**Максим Казаков**, аналитик  
[pr@investcafe.ru](mailto:pr@investcafe.ru), +7 495 721-68-70  
**Григорий Бирг**, содиректор аналитического отдела  
[gb@investcafe.ru](mailto:gb@investcafe.ru), +7 495 720-03-65  
**Анна Бодрова**, аналитик  
[pr@investcafe.ru](mailto:pr@investcafe.ru), +7 495 721-68-70

#### Транспорт и грузоперевозки

**Дмитрий Адамидов**, содиректор аналитического отдела  
[da@investcafe.ru](mailto:da@investcafe.ru), +7 985 766-05-74  
**Роберт Краснов**, аналитик  
[pr@investcafe.ru](mailto:pr@investcafe.ru), +7 495 721-68-70

#### Нефтегазовый сектор и нефтехимия

**Григорий Бирг**, содиректор аналитического отдела  
[gb@investcafe.ru](mailto:gb@investcafe.ru), +7 495 720-03-65  
**Антон Тягнибеда**, аналитик  
[pr@investcafe.ru](mailto:pr@investcafe.ru), +7 495 721-68-70

#### Финансовые рынки и деривативы

**Алексей Пухаев**, аналитик  
[pr@investcafe.ru](mailto:pr@investcafe.ru), +7 495 721-68-70  
**Максим Казаков**, аналитик  
[pr@investcafe.ru](mailto:pr@investcafe.ru), +7 495 721-68-70

#### Телекоммуникации и IT

**Илья Раченков**, аналитик  
[rachenkov@investcafe.ru](mailto:rachenkov@investcafe.ru), +7 909 630-67-59  
**Андрей Артишев**, аналитик  
[pr@investcafe.ru](mailto:pr@investcafe.ru), +7 964 560-87-45

#### Недвижимость

**Дмитрий Адамидов**, содиректор аналитического отдела  
[da@investcafe.ru](mailto:da@investcafe.ru), +7 985 766-05-74  
**Юрий Кочетков**, аналитик  
[pr@investcafe.ru](mailto:pr@investcafe.ru), +7 964 560-87-45  
**Антон Сафонов**, старший аналитик  
[safonov@investcafe.ru](mailto:safonov@investcafe.ru), +7 962 900-60-21

#### Металлургия и горно-добывающая промышленность

**Павел Емельянцеv**, аналитик  
[pavel@investcafe.ru](mailto:pavel@investcafe.ru), +7 903 541-75-64  
**Антон Сафонов**, старший аналитик  
[safonov@investcafe.ru](mailto:safonov@investcafe.ru), +7 962 900-60-21

#### Потребительский сектор

**Антон Сафонов**, старший аналитик  
[safonov@investcafe.ru](mailto:safonov@investcafe.ru), +7 962 900-60-21  
**Оксана Лукичева**, аналитик  
[pr@investcafe.ru](mailto:pr@investcafe.ru), +7 964 560-87-45

#### Налоговое законодательство и корпоративная практика

**Олег Малкин**, юрист  
[ol.malkin@gmail.com](mailto:ol.malkin@gmail.com), +7 903 672-97-55  
**Дмитрий Шилоv**, юрист  
[d.shylov@gmail.com](mailto:d.shylov@gmail.com), +7 916 475-10-54

#### Масс-медиа

**Илья Раченков**, аналитик  
[rachenkov@investcafe.ru](mailto:rachenkov@investcafe.ru), +7 909 630-67-59

#### Сырьевые рынки

**Оксана Лукичева**, аналитик  
[pr@investcafe.ru](mailto:pr@investcafe.ru), +7 964 560-87-45

#### Политика

**Анна Бодрова**, аналитик  
[pr@investcafe.ru](mailto:pr@investcafe.ru), +7 495 721-68-70  
**Алексей Пухаев**, аналитик  
[pr@investcafe.ru](mailto:pr@investcafe.ru), +7 495 721-68-70

#### Политика

**Максим Казаков**, аналитик  
[pr@investcafe.ru](mailto:pr@investcafe.ru), +7 495 721-68-70  
**Алексей Пухаев**, аналитик  
[pr@investcafe.ru](mailto:pr@investcafe.ru), +7 495 721-68-70  
**Антон Тягнибеда**, аналитик  
[pr@investcafe.ru](mailto:pr@investcafe.ru), +7 495 721-68-70

#### Политика

**Тимур Вильданов**, аналитик  
[pr@investcafe.ru](mailto:pr@investcafe.ru), +7 495 721-68-70

#### Независимое аналитическое агентство «Инвесткафе»

Адрес: 125047 Москва, 4-й Лесной пер., д.4, Лесная Плаза, оф.508  
тел.: +7 495 792-06-19 | факс: +7 495 225-85-00 | [info@investcafe.ru](mailto:info@investcafe.ru)

Генеральный директор: Семен Бирг [sb@investcafe.ru](mailto:sb@investcafe.ru)

Руководитель проекта: Артем Каминский [ak@investcafe.ru](mailto:ak@investcafe.ru) +7 903 745-39-34

Аналитический отдел: [research@investcafe.ru](mailto:research@investcafe.ru) +7 964 561-04-99

Пресс-служба: [pr@investcafe.ru](mailto:pr@investcafe.ru) тел. +7 495 721-68-70, +7 964 561-90-33

Аналитическая информация, представленная в настоящем документе, предназначена исключительно для информационных целей и ни при каких обстоятельствах не должна использоваться или рассматриваться как oferta или предложение делать oferta. Несмотря на то, что аналитическая информация подготовлена с максимальной тщательностью, ни ООО «Инвесткафе», ни аналитики сайта – авторы информации не предоставляют никаких прямых или косвенных заверений или гарантий в отношении достоверности и полноты аналитической информации. Ни ООО «Инвесткафе», ни аналитики сайта – авторы информации не несут никакой ответственности за любые прямые или косвенные убытки от использования аналитической информации, опубликованной на сайте либо представленной в настоящем бюллетене.