



KRSG: BUY
UPSIDE: 94%

Красноярская ГЭС: легенды и мифы Ангаро-Енисейского каскада

Initiation of coverage

Аналитик: Екатерина Трипотень
tripoten@sovlink.ru

Stock data

Shares Ords	391,105,645	Free float, %	6.6%
Bid Ords, \$	1.5200	Target price, \$	3.95
Offer Ords, \$	2.0500	Upside, %	94%
M.Cap, \$ mn	828	Rating	BUY

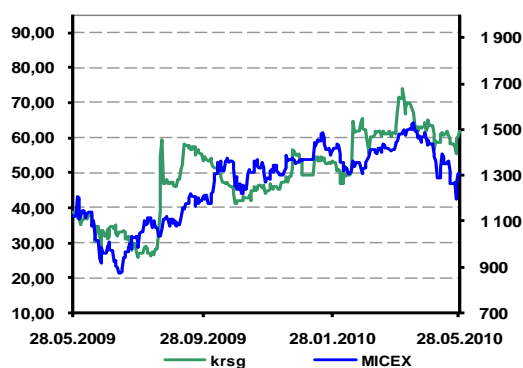
Financials

	2010E	2011E	2012E	2013E
Revenue, \$ mn	447	656	712	763
EBITDA, \$ mn	200	324	347	361
EBITDA margin%	45	49	49	47

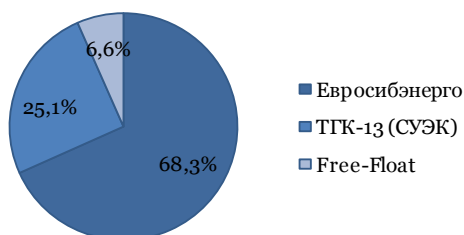
Market performance

		1 month	6 months
Absolute	Ords	-1.38%	37.78%
Relative to MICEX	Ords	7.75%	35.35%
Price range, \$			
High	Ords	2.12	2.42
Low	Ords	1.819	1.446

Динамика курса акций Красноярской ГЭС относительно индекса ММВБ



Структура акционерного капитала ГЭС



• Красноярская ГЭС – одна из самых экономически эффективных гидроэлектростанций страны. Но по отраслевому мультипликатору EV/мощность ГЭС торгуется на уровне \$140/кВт, что в 4 раза ниже, чем РусГидро, и почти в 2 раза (!), чем у теплогенерирующих компаний страны.

• Причина - наличие у участников рынка целого ряда заблуждений относительно работы ГЭС, и в частности, невыгодности условий контракта с РусАлом. Почему же тогда рентабельность ГЭС находится на уровне аналогичного показателя РусГидро, а по мультипликатору P/E₂₀₀₉₋₂₀₁₀ станция вдвое дешевле своего более крупного российского аналога?

• Мы не видим причин для сохранения столь серьезного дисконта, несмотря на очевидные различия в ликвидности и масштабе работы ГЭС и РусГидро, и считаем, что в обозримой перспективе он должен сокращаться. Тем более, что с 1 января 2009 г ГЭС стала субъектом оптового рынка электроэнергии и ее финансовые показатели будут улучшаться по мере либерализации.

• В последующие 2 года в жизни компании произойдет еще ряд изменений, связанных в частности, с изменением расчетов за мощность и участием в рынке системных услуг. А реализация ряда инвестиционных проектов за счет госсредств позволят ГЭС увеличить выработку электроэнергии без дополнительной нагрузки на денежный поток компании.

• Мы оценили Красноярскую ГЭС методом дисконтированных денежных потоков. Кроме того, мы провели анализ чувствительности этой модели к изменению цены на РСВ и выработки станции. По итогам этого анализа мы оценили 1 акцию Красноярской ГЭС в 120.5 рубля, что предполагает потенциал роста в 94% и соответствует рекомендации **ПОКУПАТЬ**.



О компании

Производство

Красноярская ГЭС – это гидростанция на Енисее с установленной мощностью 6000 МВт. Это вторая по установленной мощности станция в стране после недавно потерпевшей аварию Саяно-Шушенской ГЭС с 6400 МВт и седьмая в мире. Она обеспечивает энергией Красноярский край, один из наиболее экономически развитых регионов России.

Выработка электроэнергии ГЭС в 2009 г составила 23 млрд кВт.ч, что является абсолютным максимумом. При этом КИУМ станции достиг 43%. Объем выработки зависит от притока воды в водохранилище ГЭС, внутри года наибольший приток приходится на лето и осень. Кроме того, существуют системные ограничения по выдаче мощности станции.

Среднемноголетнее значение объема производства электроэнергии – 18 млрд кВт.ч, при этом фактическая годовая выработка может отличаться от нее на 24%. На 2008 г пришелся минимум выработки с 2000 года, с 2009 г начался, по данным компании, многоводный период. Основным потребителем компании является Красноярский алюминиевый завод ОАО «РусАл» с максимальным годовым потреблением 14 млрд кВт.ч, или 61% от выработки станции 2009 г.

Финансы

До 2009 г проходящий в стране процесс реформирования электроэнергетики, предполагающий в том числе либерализацию энергорынка, компании не касался. Она, в отличие от остальных крупных генераторов, не была субъектом оптового рынка, а реализовывала всю электроэнергию через сбытовую компанию на розничном рынке по одноставочному тарифу, где учтена как плата за электроэнергию, так и плата за мощность, величина которого, например, в 2008 г составляла 10.44 коп/кВт.ч (или 104 руб/МВт.ч) при том, что среднегодовая цена только электроэнергии на РСВ Сибири (рынок на сутки вперед, спотовый рынок) за этот же период превысила 500 руб/МВт.ч.

Став субъектом оптового рынка, Красноярская ГЭС, как и другие игроки, стала продавать часть электроэнергии по свободным ценам, часть по регулируемым контрактам, доля которых к 2011 г будет сведена к минимуму, а оплату постоянных издержек получать через тариф на мощность.

Кроме того, с 1 января 2010 г начал действовать долгосрочный (10-летний) договор между ГЭС и ее основным потребителем КраАзом. Вместо тарифа завод стал оплачивать электроэнергию ГЭС по цене, величина которой определяется формулой, привязанной к цене алюминия на LME и зависящей также от цены электроэнергии на рынке Сибири. До полной либерализации рынка по контракту продается 60-80% объема потребления КраАза, остальное по регулируемому тарифу, с 2011 г – весь объем. РусАл хотел захеджироваться от валютных рисков, поэтому 50% стоимости электроэнергии по контракту рассчитывается в рублях, 50% в долларах. Базовый тариф, от которого начинается расчет цены, составляет 11.012 коп/кВт.ч или 0.367 центов/кВт.ч. При этом максимальная стоимость электроэнергии на РСВ, участвующая в расчетах, ограничена *price cap* в 49.8 коп или 1.66 цента/кВт.ч (для



сравнения, цена РСВ Сибири за март – 493.94 руб/МВт.ч). Но и в случае падения котировок алюминия на LME ниже \$1800/тонну цена электроэнергии в контракте не может быть ниже определенных значений: для 2010 г нижняя граница составляет 11.32 коп или 0.42 цента/кВт.ч и в последующие годы будет подрастать в пределах 5%.

Зависимость цены электроэнергии в контракте от цены алюминия на LME выглядит следующим образом:

LME price (US\$/t)	1 800	1 850	1 950	2 050	2 150	2 250	2 500	3 000	3 500	4 000
Contract price (kop/kWh)	11	16.1	22.1	25.6	27.8	29.4	31.8	34	35.1	35.7

Источник: меморандум к IPO РусАла

По нашим оценкам, основанным на консенсус-прогнозе Bloomberg по ценам на алюминий, средний рост цены электроэнергии для КраЗа составит 7% до 2013 года.

Оставшуюся электроэнергию Красноярская ГЭС реализует другим потребителям оптового рынка, получая маржинальный доход от разницы между ее себестоимостью и ценой, сложившейся на рынке (гидростанции не участвуют в формировании цены на РСВ, подают ценопринимающие заявки).

Кроме того, Красноярская ГЭС получает плату за мощность. И если цена контракта РусАла представляет собой одноставочный тариф, то остальные потребители оплачивают электроэнергию и мощность отдельно. Регулируемая цена мощности на 2010 г для ГЭС составляет 51.4 руб/МВт/месяц, свободная цена мощности превысит ее почти в 2 раза. Кроме того, в настоящий момент оплачивается лишь 2580 МВт Красноярской ГЭС, что регулятором было принято в качестве максимально располагаемой величины для сохранения тарифов на оптовом рынке в 2008 г, но не имеет ничего общего с реальной мощностью станции. Мы полагаем, что по мере либерализации рынка мощности эту искусственную конструкцию сменит стандартная схема, и объем максимально располагаемой мощности будет увеличен. В этом случае тариф на мощность с 2011 г будет снижен пропорционально, но появившийся дополнительный объем ГЭС сможет реализовать по свободной цене.

Себестоимость производства электроэнергии на Красноярской ГЭС – одна из наиболее низких в стране. В 2009 г этот показатель составил 0.069 руб/кВт.ч. Опережают ее Братская и Усть-Илимская ГЭС, входящие в ОАО «Иркутскэнерго», из «отстающих» наиболее близка к ней Саяно-Шушенская ГЭС, филиал ОАО «РусГидро».

По отчетности, в структуре себестоимости ГЭС наибольшую долю занимают расходы на покупную электроэнергию – 62%; остальное – расходы на производство электроэнергии плюс амортизация (7% от общей себестоимости).

ГЭС покупает электроэнергию на оптовом рынке и отражает соответствующие расходы и доходы от ее реализации вот по какой причине. Из-за особенностей конструкции оптового рынка ГЭС реализует электроэнергию КраЗу не напрямую – по цене долгосрочного



контракта, а через оптовый рынок. Схема выглядит следующим образом: ГЭС продает электроэнергию, необходимую КрАзу, на оптовый рынок по цене оптового рынка, КрАз затем перепродает ее Центру финансовых расчетов при энергобирже по той же цене. Эту энергию затем выкупает ГЭС, а завод оплачивает потребленный объем по цене контракта (так называемые сделки в обеспечение).

Инвестиции

С 1995 г ГЭС реализует инвестпрограмму, предполагающую, в частности, модернизацию к 2011 г всех гидроагрегатов станции. В настоящее время реконструкции подверглись 10 из 12 гидроагрегатов, введена в эксплуатацию автоматизированная система коммерческого учета электроэнергии (АСКУЭ), выполнен проект реконструкции открытых распределительных устройств. Основным источником финансирования – амортизационные отчисления.

Акционеры

Капитал Красноярской ГЭС состоит только из обыкновенных акций, общим числом 391,1 млн штук номиналом 1 рубль. Основным акционером ОАО Красноярская ГЭС является ОАО Евросибэнерго (68.29%), структура по управлению энергоактивами группы En+ Олега Дерипаски, в которую также входит РусАл. Еще чуть более 25% контролируется группой СУЭК. Таким образом, free float оценивается примерно в 6.7%.

Перспективы

Мы ожидаем увеличения доходов и прибыли Красноярской ГЭС в ближайшие годы, в том числе благодаря либерализации рынка, росту цен на нем, а также увеличению поступлений от платы за мощность.

Что касается наращивания производства. Красноярская ГЭС и так способна вырабатывать еще больше энергии, которая пока не находит потребителя из-за системных ограничений. Для снятия ограничений по пропускной способности сети 220 кВ достаточно реконструкции подстанции ПС «Левобережная», которая уже входит в планы Федеральной сетевой компании на 2010-2011, или реконструкции распределительного пункта в другой подстанции на 500 кВ - «Енисей», что запланировано на 2011-2013. Это позволит передавать электричество на запад Сибири, где спрос существует.

Также в ближайшие годы поменяется режим работы Ангаро-Енисейского каскада из-за необходимости наполнения водохранилища Богучанской ГЭС. Кроме того, РусГидро начало готовить проектную документацию по строительству двух дамб на Енисее - в Абакане и Минусинске. Этот проект будет финансироваться из бюджета и даст возможность поднять уровень воды в водохранилище Красноярской ГЭС до проектного уровня, что позволит станции увеличить выработку на 1.4 млрд кВт.ч.

В планах компании также расчистка нижнего бьефа, которая ни разу с пуска станции не проводилась. Это позволит ГЭС оперативнее и в большем объеме набирать мощность, то есть даст возможность получать дополнительные доходы на балансирующем рынке.



Финансироваться проект, скорее всего, будет также за счет средств бюджета, т.к. нижний бьеф находится в федеральной собственности.

Оценка

Мы оценили денежные потоки Красноярской ГЭС до 2013 г включительно, чтобы охватить период изменения финансового состояния станции. Мы заложили в нашу упрощенную DCF модель неизменную годовую выработку ГЭС в 20 млрд кВт.ч, что считаем довольно консервативным, учитывая ожидания, что по меньшей мере в 2010 г объем производства на станции сохранится на уровне предыдущего года, а в последующие годы, возможно, будет реализован целый ряд проектов, которые позволят увеличить его (см раздел *Перспективы*). Мы исходим из того, что поставки КраЗу составят 14 млрд кВт.ч в год. При этом мы не исключаем роста потребления в результате реализации проектов по увеличению выпуска продукции на заводе.

Цену реализации электроэнергии по контракту с КраЗом мы рассчитывали по формуле, которую РусАл раскрыл в меморандуме к IPO, а также исходя из консенсус-прогноза цен на алюминий на LME, составленном Bloomberg.

Мы также учитывали темпы либерализации оптового энергорынка и тарифы Красноярской ГЭС на электроэнергию и на мощность. Также мы заложили в модель увеличение максимально располагаемой мощности, которая может быть оплачена по тарифу или в рамках рынка, с текущих 2600 до 6000 МВт, с 2011 г, что повлечет рост соответствующей статьи доходов ГЭС. Наибольший вклад в рост себестоимости ГЭС вносит увеличение расходов на приобретение электроэнергии, предназначенной КраЗу – в связи с ростом цен на РСВ.

в млн рублей	2010	2011	2012	2013
выручка, в т.ч.	13 182	19 090	21 196	23 310
<i>от продажи на ОРЭ э/э, предназначенной КраЗу</i>	6 277	8 718	9 996	11 505
<i>от продажи э/э КраЗу по контракту</i>	3 500	4 116	4 396	4 354
<i>от продажи на РСВ (для 2010 г + рег сектор) остатка э/э</i>	2 691	3 736	4 284	4 931
<i>от продажи мощности</i>	715	2 520	2 520	2 520
себестоимость, в т.ч.	7 655	10 096	11 374	12 883
<i>покупная электроэнергия</i>	6 277	8 718	9 996	11 505
<i>амортизация</i>	375	438	513	600
прибыль от продаж	5 527	8 994	9 822	10 427
ЕВИТДА	5 902	9 433	10 335	11 027
<i>рентабельность по ЕВИТДА</i>	45%	49%	49%	47%
цена э/э на РСВ (Сибирь), \$/МВт.ч	18.4	21.4	24.0	26.9
цена э/э по контракту с КраЗом, \$/МВт.ч (исходя из формулы цены и прогноза цен на алюминий bloomberg)	8.5	10.1	10.6	10.2

Оборотный капитал для DCF-модели мы оценили на основании исторической зависимости кредиторской и дебиторской задолженности, а также запасов от выручки и себестоимости. WACC мы приняли равным 16%, используя beta РусГидро как более ликвидного представителя гидрогенерирующего сегмента, terminal growth – 2%.



Прогноз денежных потоков представлен ниже:

В млн рублей	2010	2011	2012	2013
ЕБИТ*(1-t)	4 421.9	7 195.3	7 857.4	8 341.2
Амортизация	374.733	438.4	512.97	600.2
CAPEX	-374.733	-438.4	-512.97	-600.2
Change of WC	-2 675.5	-1 726.6	-684.8	-726.2
Cash Flow	1 746.4	5 468.7	7 172.6	7 615
Discounted CF	1 510.3	4 090.2	4 639.4	4 259.8

Оценка компании:

WACC	15.6%
Terminal growth	2%
NPV of forecasted years, mn rub	14 499.7
NPV of terminal value, mn rub	31 878.2
Fair EV, mn rub	46 377.9
Net debt, mn rub	-747
Fair Mcap, mn rub	47 125
Shares outstanding	391 105 645
Target price ords, rub	120.5
Current market price, rub	59.91
Upside	101%

Чтобы оценить влияние изменения выработки и цены на свободном рынке на оценку, мы провели анализ чувствительности модели, который приводим ниже.

Изменение цены РСВ	Изменение выработки станции						
	-15%	-10%	-5%	0%	5%	10%	15%
-15%	91.2	98.7	106.3	113.8	121.4	128.9	136.5
-10%	91.9	100.0	108.0	116.0	124.1	132.1	140.2
-5%	92.7	101.2	109.7	118.3	126.8	135.3	143.9
0%	93.4	102.4	111.5	120.5	129.5	138.6	147.6
5%	94.1	103.7	113.2	122.7	132.2	141.8	151.3
10%	94.9	104.9	114.9	124.9	135.0	145.0	155.0
15%	95.6	106.1	116.6	127.2	137.7	148.2	158.7

Кроме того, мы протестировали модель по двум негативным сценариям, предполагающим срабатывание нижнего потолка цены по контракту с РусАлом – в случае, если цена алюминия упадет ниже \$1800/тонну. В первом случае мы исходили из наихудшего развития событий, когда и выработка в каждый год модели ниже, чем мы закладываем, на 15%, и цены на РСВ ниже на эту же величину, и цена контракта по нижней границе начиная с 2011 г. Этот тест дает справедливую цену 1 акции 60.1 рубля, т.е. на уровне текущей цены на рынке. Во втором случае мы просто использовали минимально возможные цены контракта с РусАлом – тогда акции компании сохраняют апсайд в размере 49%.

Мы также протестировали модель на ожидания Евросибэнерго по выработке ГЭС и отпуску Краза в 19 млрд кВт.ч и 14.5 млрд кВт.ч (максимум потребления завода) соответственно, которые мы считаем чрезмерно консервативными, учитывая результаты I квартала. Ориентация на этот прогноз дает справедливую цену в 108 рублей и апсайд 74%.



SWOT-анализ мы решили совместить со сравнением с РусГидро. Сравнение по отраслевым и финансовым мультипликаторам, а также показателями КИУМ и рентабельности, смотрите в таблице ниже:

	KRSG	HYDR*
EV/мощность, \$/кВт	134	576**
EV/ЕВITDA ₂₀₁₀	4	7
P/E ₂₀₁₀	6	12
ЕВITDA margin	45%	49%
Net margin	31%	30%
ЦИС в тарифе 2010, млрд руб	нет	24.4
EV/отпуск, \$/кВт.ч	0.03	0.17
Издержки/кВт.ч, руб/кВт.ч	0.17***	0.36
Отпуск/персонал, кВт.ч/1 чел	61	14
КИУМ	43%	38%
Долгосрочный договор с РусАлом	да	нет

* все финансовые мультипликаторы для РусГидро – на основе консенсус-прогноза СПАРК

** с учетом установленной мощности выбывшей на время СШГЭС

*** вся себестоимость за минусом амортизации, включая расходы на покупку энергии

Мы обращаем ваше внимание, что несмотря на отсутствие целевых инвестиционных средств в тарифе рентабельность Красноярской ГЭС находится на уровне этих же показателей у РусГидро, несмотря на наличие долгосрочного договора с РусАлом. Кроме того, ГЭС значительно превосходит РусГидро по показателям производственной эффективности, при этом она дешевле ее по финансовым мультипликаторам.

Мы также предполагаем, что в перспективе долгосрочные договоры с РусАлом также станут реальностью для всех генераторов, которые обеспечивают его заводы электроэнергией. А кроме Саяно-Шушенской ГЭС РусГидро (эта станция обеспечивала 60-70% потребностей Саяногорского и Хакасского алюминиевых заводов, а также Саянскую фольгу) это еще и 2 станции Кузбассэнерго, и Красноярская ГРЭС-2.

SWOT анализ

Достоинства	Недостатки
<ul style="list-style-type: none"> + Отсутствие топливных издержек, работа на возобновляемых ресурсах; + Отсутствие огромных капиталовложений с сомнительной эффективностью; + Высокий уровень рентабельности, несмотря на наличие долгосрочного договора; + Отсутствие долгов; 	<ul style="list-style-type: none"> - Недостаточная прозрачность; - Ориентация на одного крупного клиента, долгосрочный договор с ним по цене ниже рынка; - Низкая ликвидность акций;
Возможности	Угрозы
<ul style="list-style-type: none"> + Долгосрочный договор с формулой цены не позволит основному акционеру и потребителю вывести прибыль в другую структуру холдинга; + IPO энергетического бизнеса РусАла привлечет интерес инвесторов + Эффективная работа над издержками; 	<ul style="list-style-type: none"> - Авария; - Рост платежей за воду; - Маловодность; - Основной акционер известен корпоративными конфликтами и недружественными действиями по отношению к миноритариям



Рекомендации по ценным бумагам

STRONG BUY:	Потенциал роста более 25%, степень уверенности «высокая» / потенциал роста более 100%, степень уверенности «низкая»
BUY:	Потенциал роста 15-25%, степень уверенности «высокая» / потенциал роста 25-100%, степень уверенности «низкая»
HOLD:	Потенциал роста менее 15%, степень уверенности «высокая», потенциал роста менее 25%, степень уверенности «низкая»
SELL:	“Справедливая цена” на уровне или ниже текущего курса

ООО СОВЛИНК

Тел.: +7 495 967 1300

Факс: + 7 495 967 1311

Кремлевская набережная, д. 1, стр. 2,

Москва 119019, Россия

www.sovlink.ru

research@sovlink.ru

©2010г., ООО “СОВЛИНК”. Содержащаяся в настоящей Аналитической Справке информация (“Информация”) не является рекламой ценных бумаг или рекламой эмитента и не может рассматриваться как таковая. Информация предназначена исключительно для личного пользования клиентов ООО “СОВЛИНК” или иных согласованных с ООО “СОВЛИНК” лиц. Информация не предназначена для граждан США или юридических лиц, зарегистрированных в США. Ничто в настоящей Информации не должно и не может толковаться как информация, предназначенная для неопределенного круга лиц.

Информация носит исключительно ознакомительный/аналитический характер и не может толковаться как рекомендации ООО “СОВЛИНК” по покупке или продаже ценных бумаг. Информация не может служить основанием и на нее нельзя ссылаться при совершении каких либо действий по осуществлению инвестиций. ООО “СОВЛИНК” не несет ответственности за действия, осуществленные на основе Информации. Настоящая Аналитическая Справка не содержит оферты или предложения делать оферту на покупку или продажу каких-либо ценных бумаг, опционов, фьючерсов или иных деривативов, имеющих в качестве базового актива такие ценные бумаги.

Настоящая Аналитическая Справка не учитывает специфику инвестиционных целей, финансовой ситуации и частных интересов какого-либо лица, которое может получить настоящую Аналитическую Справку. Инвесторам следует обращаться за получением финансовых консультаций по вопросам целесообразности осуществления инвестиций в какие-либо ценные бумаги, указанные в настоящей Аналитической Справке, им также следует осознавать, что заявления в отношении будущих планов могут не реализоваться. Инвесторам следует иметь в виду, что доход от таких ценных бумаг, если таковой имеется, может изменяться, и что цена или стоимость любой ценной бумаги может увеличиваться или уменьшаться. В силу этого инвесторы могут в итоге получить меньше, чем они первоначально инвестировали. Прошлые показатели деятельности не обязательно определяют будущие показатели деятельности. Курсы обмена валют могут негативно повлиять на цену, стоимость или доход на любую ценную бумагу, указанную в настоящей Аналитической Справке. Пожалуйста, обратите внимание на то, что инвестиционная деятельность на развивающихся рынках отличается высокой степенью риска, и инвесторы обязаны проводить свои собственные исследования перед тем, как принимать инвестиционные решения.

Лица, подготовившие данную Аналитическую Справку, или ООО “СОВЛИНК” могут держать как короткие, так и длинные позиции по любым, упоминавшимся в данной Аналитической Справке ценным бумагам, а также могут принимать участие в инвестиционной деятельности упоминавшихся в данной Аналитической Справке компаний.

При подготовке настоящей Аналитической Справки лицо(а), подготовившее данную Аналитическую Справку, исходило из того, что упомянутые в настоящей Аналитической Справке эмитенты раскрывают информацию в объеме и порядке, которые предусмотрены законодательством Российской Федерации о ценных бумагах для эмитентов, публично размещающих ценные бумаги.

Данная Аналитическая Справка и Информация основаны исключительно на общедоступной информации, которая представляется надежной, однако ООО “СОВЛИНК” не дает никакой гарантии того, что эта информация является точной или полной, а потому не следует полагаться на нее как на точную или полную. ООО “СОВЛИНК” не дает никакой гарантии ни относительно того, что все читатели получают эту Аналитическую Справку одновременно, ни относительно того, что ООО “СОВЛИНК” будет обновлять данный материал на регулярной основе, а также исправлять неточности, содержащиеся в данной Аналитической Справке.