



## Электроэнергетика

### Начало аналитического покрытия

Вывод

Мы начинаем анализ сектора электрогенерации с покрытия компаний Интер РАО (ВЫШЕ РЫНКА, целевая цена 5.2), ЭЛ5-Энерго (ВЫШЕ РЫНКА, 0.9) и Юнипро (ДЕРЖАТЬ, 2.3). Интер РАО – крупнейшая компания на рынке электрогенерации, сможет комфортно заместить выбывающие платежи по ДПМ программами модернизации и строительством новых мощностей; мы ожидаем в 2024-2026 гг. див. доходность 9-10% ежегодно. Благодаря значительному запасу денежных средств на балансе, Интер РАО выигрывает от высоких процентных ставок и хорошо спозиционирована для деятельности в сфере слияний и поглощений. ЭЛ5-Энерго, благодаря устойчивому денежному потоку с высокой доходностью, сможет значительно сократить долговую нагрузку в ближайшие два года и возобновить дивидендные выплаты. Для Юнипро, несмотря на отличное финансовое состояние и большой объем накопленных денежных средств, мы не видим краткосрочных триггеров роста котировок, пока не прояснится ситуация вокруг дивидендов.

**Динамика акций сектора электрогенерации за 12 месяцев – в среднем хуже рынка.** За последние 12 месяцев акций компаний энергетического сектора либо выглядели хуже рынка, либо в основном котировались в соответствии с динамикой индекса Мосбиржи. Мультипликаторы компаний, а также их средние дневные обороты (ADT), все еще существенно (20-60%) ниже уровней 2020-2021 гг. Можно говорить о том, что компании сектора на сегодняшний день не входят в категорию фаворитов участников рынка.

**Ухудшение дивидендных перспектив.** Снижение интереса инвесторов к сектору наблюдалось на фоне ухода с рынка западных поставщиков энергетического оборудования, роста затрат на поддержание, модернизацию и новое строительство, а также увеличения программ капиталовложений, что привело к ухудшению ожиданий в отношении свободных денежных потоков и, как следствие, дивидендов.

**Рост ключевой ставки снизил привлекательность сектора.** Важным фактором, отразившимся на инвестиционной привлекательности сектора, впрочем, как и рынка в целом, стало значительное повышение ключевой ставки. В условиях скромного роста выручки инвесторы рассматривали акции энергетических компаний как бумаги с квазификсированной дивидендной доходностью. Однако ухудшение дивидендных перспектив и рост процентных ставок снизили привлекательность сектора по этим метрикам.

**Существенная деградация мультипликаторов — негатив заложен в цене.** Отраслевой мультипликатор PE снизился на 60%+ по сравнению с 2021г. Средний мультипликатор PE 2024П для сектора сейчас примерно 30% ниже, чем по российскому рынку в целом. Таким образом, участники уже заложили в цену новые рыночные реалии.

**Перспективы 2024-2026 гг. – новая фаза капитального строительства.** Ухудшение ситуации с поставками и обслуживанием оборудования сопровождалось довольно устойчивым ростом спроса на электроэнергию (1.1% в 2023, +2.6% в 2024П). Летом 2024 г. оптовые цены на электроэнергию достигли исторических максимумов из-за существенной нагрузки на мощности и множества аварий. В стратегии развития электротехнических систем России на 2024-2029 гг. энергодефицит генерирующих мощностей оценивается в 1 348 МВт в ОЭС Востока, 1 225 МВт в ОЭС Сибири и 857 МВт в ОЭС Юга. Можно с уверенностью говорить, что отрасль входит в новую фазу капитального строительства, которая продлится как минимум три-четыре года.

**В фокусе – компании с растущими финансовыми показателями и/или понятной отдачей для инвесторов.** По нашим расчетам, компаний тепловой генерации в 2024–2025 гг. могут показать самую скромную рентабельность по EBITDA, так как именно на эти годы приходится практически полное выбывание мощностей по ДПМ, а запуск модернизированных мощностей в этот период будет только набирать обороты. В этих условиях мы фокусируемся на эмитентах с понятной дивидендной политикой, способных заместить частично или полностью выбывшие ДПМ новыми платежами за мощность в ближайшей перспективе (Интер РАО). Интер РАО – крупнейший игрок на рынке модернизации и на рынке строительства новых мощностей, несмотря на отрицательный денежный поток в ближайшие три-четыре года, компания сможет предложить инвесторам стабильную чистую прибыль и дивидендную доходность. Также мы обращаем внимание на компании, у которых поток платежей по ДПМ иссякнет лишь в весьма отдаленной перспективе (ЭЛ5-Энерго). Мы полагаем, что ЭЛ5-Энерго, которая 4 года не выплачивала дивиденды из-за высокой задолженности (появившейся в ходе строительства ДПМ ВИЭ), благодаря платежам за мощность в ветрогенерации и сокращению капиталовложений уже к концу 2024 г. снизит коэффициент «чистый долг/ЕБИТДА» до 1.7х, а к концу 2025 – до 1.3х, что позволит компании возобновить выплаты акционерам.

Оценка

**Оценка.** Мы оцениваем компании по методу дисконтированного денежного потока и сравниваем их с аналогами по мультипликатору PE. В случае с Юнипро, несмотря на существенную недооценку по модели ДДП, мы полагаем, что пока нет ясности вокруг дивидендов, не будет и триггеров, которые обеспечили бы рост котировок компании, приближая ее оценку к фундаментальной стоимости.

### Рекомендации и целевые цены

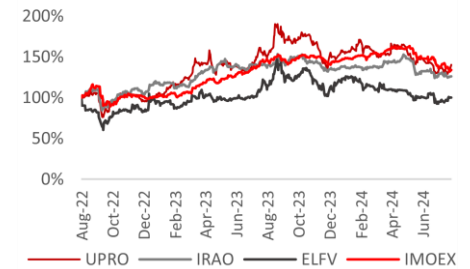
	Интер РАО	ЭЛ5-Энерго	Юнипро
Тикер	IRAO RX	ELFV RX	UPRO RX
Рекомендация	ВЫШЕ РЫНКА	ВЫШЕ РЫНКА	ДЕРЖАТЬ
Цена, руб.	3.79	0.58	1.89
Целевая цена	5.2	0.9	2.3
Потенциал Роста	37%	55%	22%

### Финансовые показатели (млрд. руб.)

	IRAO	ELFV	UPRO
PE 2024	2.54	3.7	3.0
PE 2025	2.64	3.4	4.0
EV/ЕБИТДА 2024	0.21	3.2	0.9
EV/ЕБИТДА 2025	0.20	2.9	1.3
Дох. СДП 2024	-28%	42%	18%
Дох. СДП 2025	-14%	39%	12%

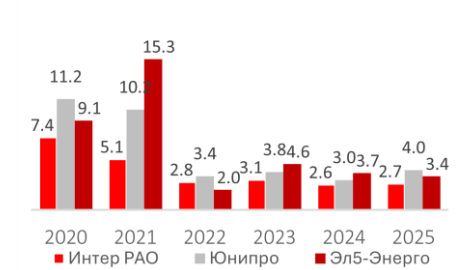
Источник MD Medical Group, оценка Альфа-Банка

### Динамика акций против индекса



Источнику: Investing.com, Альфа-Банк

### Динамика мультипликатора PE



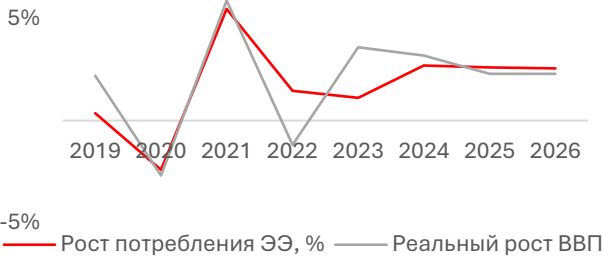
Источники: Оценка Альфа-Банка



Российский рынок энергетики: ключевые тренды

Сильная корреляция между динамикой энергопотребления и ростом ВВП

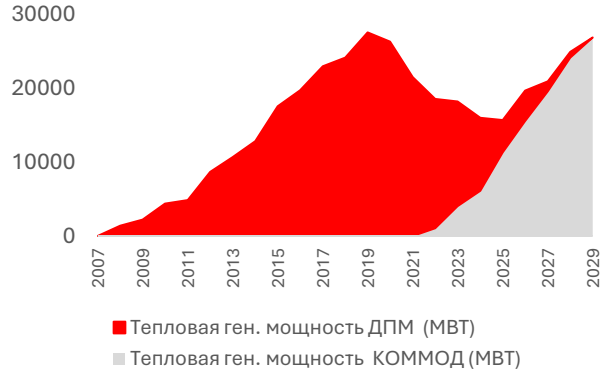
Рост потребления электроэнергии и реальный рост ВВП,



Источники: Росстат, Альфа-Банк, НП Совет Рынка, оценка Альфа-Банка

Модернизация приходит на смену ДПМ...

Тепловая мощность по ДПМ и КОММОД (МВт)



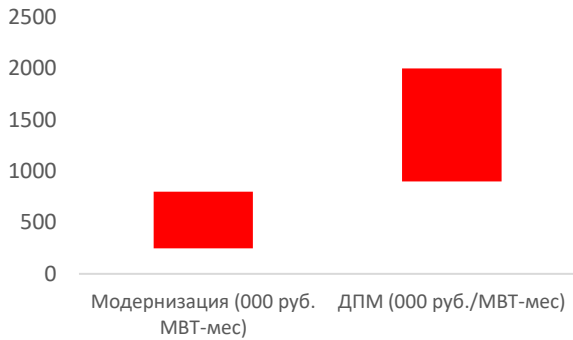
Потребность в увеличении мощностей свидетельствует о начале новой фазы цикла капиталовложений

Объем ввода новых мощностей в тепловой генерации (в том числе замещающих) в 2024-2029 гг. (МВт)



...Однако диапазон цен КОММОД существенно ниже цен ДПМ

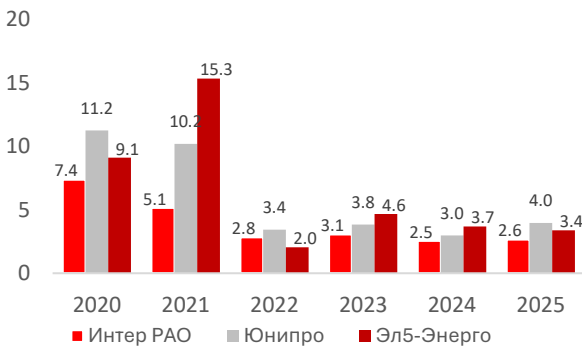
Диапазон цен на мощность КОММОД и ДПМ (000 руб./МВт-мес)



Источники: Оценка Альфа-Банка, НП Совет Рынка

Деградация мультипликаторов отражает снижение СДП и /или ухудшение дивидендных перспектив

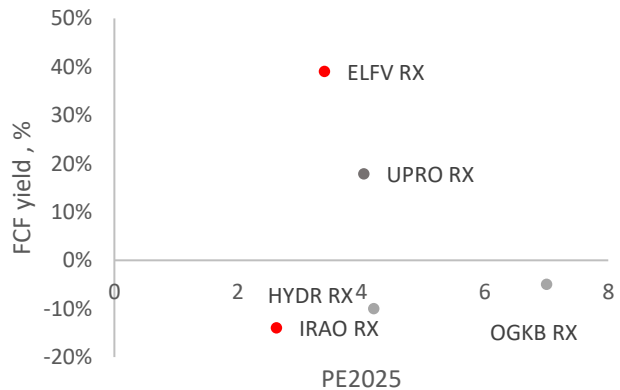
Мультипликатор PE



Источники: данные компаний, оценка Альфа-Банка

Наш фокус – на компаниях с растущими финансовыми показателями и/или стабильной див. доходностью

Мультипликатор PE 2025 и доходность СДП 2025





# Интер РАО

21 августа 2024 г.

**Вывод**

Мы начинаем покрытие акций Интер РАО с рекомендации **ВЫШЕ РЫНКА**, целевая цена – 5,2 руб., потенциал роста – 40%. Целевая цена подразумевает дивидендную доходность за 2024–2026 гг. в размере 7% (на уровне исторической средней доходности) при текущей доходности в 10%. Активное разворачивание программ модернизации в 2024–2028 гг. позволит комфортно покрыть выпадение денежных потоков от завершения ДПМ, в результате, после 10%-го снижения EBITDA в 2024 г., мы ожидаем умеренный рост на уровне 5–6% в 2024–2027 г. Интер РАО – прямой бенефициар высоких процентных ставок. Несмотря на кратный рост капитальных затрат в 2024–2026 гг. по сравнению с историческими средними значениями за последние два года и, как следствие, ожидаемого отрицательного свободного денежного потока, чистая денежная позиция останется довольно существенной на фоне растущих процентных доходов. Мы обращаем внимание на отсутствие краткосрочных факторов, способствующих быстрой переоценке акций.

**Активы.** Установленная электрическая мощность Интер РАО составляет 30 968 МВт, в том числе 28 220 МВт в РФ (рыночная доля 12.5%). Зарубежные мощности объемом 2 747 МВт находятся в Грузии и Молдавии. Генерирующие мощности представлены в первой, второй и неценовых зонах. Помимо генерации компания занимает лидирующие позиции в России в сбытовом сегменте (рыночная доля 18.5%, 19.2 млн клиентов). Интер РАО – единственный участник экспортно-импортных операций на оптовом рынке электроэнергии и мощности с совокупным объемом операций в 2023 г. 12 млрд кВт-ч. Сегмент Инжиниринг объединяет компании, работающие в сфере услуг, в реализации проектов энергетического строительства, управления проектами (в том числе в сфере модернизации, КОММОД), проектирования объектов электроэнергетики и поставки оборудования. Сегмент Энергомашиностроение включает Воронежский трансформатор, СТПТ, УТЗ, Невский Трансформатор, НПО Элсиб.

**Модернизация и КОМ НГО – фаза роста капитальных затрат.** Интер РАО занимает крупнейшую в России рыночную долю по объектам модернизации (КОММОД), эта доля составляет 39% (10 404 МВт). Компания намерена продолжить активное участие в предстоящих аукционах, старт которых запланирован на 4К24, после почти трехлетнего перерыва. Активная вовлеченность в программу модернизации позволит компании в среднесрочной перспективе комфортно заместить выбывающие платежи по ДПМ. Помимо модернизации в 2023 г. Интер РАО начала строительство Новоленской ТЭС (КОМ НГО) мощностью 550 МВт в рамках развития Восточного полигона. Ввод мощностей запланирован на середину 2028 г., а EBITDA от реализации проекта в 2029 г. может превысить 80 млрд руб.

**Стратегия развития в прочих сегментах.** Помимо участия в КОММОД и КОМ НГО компания рассматривает приобретение активов в сферах генерации, сбыта, IT и энергомашиностроения. Ключевым критерием для возможных сделок является наличие потенциальной синергии с активами Интер РАО, а также возврат на инвестированный капитал, превышающий среднюю стоимость капитала.

**Финансовые показатели.** В этом году компания вошла в фазу активного инвестирования, которая продлится, как минимум, три-четыре года. В 2024 г. общий объем капитальных затрат составит около 190 млрд руб. и останется вблизи этих уровней в последующие три-четыре года. Вместе с тем, по мере запуска проектов модернизации, пик ввода которых запланирован на 2026 г., будет расти их влияние на финансовые показатели. Мы ожидаем, что в 2024 г. проекты модернизации добавят к EBITDA 11 млрд руб., в 2025 – около 20 млрд руб., а в 2028 – уже более 60 млрд руб. Это позволит комфортно заместить выпадение платежей ДПМ. Таким образом, EBITDA сегмента Российской Генерации, который является для компании основным (в 2023 г. он обеспечил 56%), в 2024 г. снизится на 9%, а в 2024–2028 гг. будет расти в среднем на 6.5% в год (CAGR). В прочих сегментах мы моделируем на среднесрочную перспективу стабильные финансовые показатели или рост близкий к инфляционному. Исключение составляет сегмент Энергомашиностроения, где ожидается кратный рост EBITDA ввиду сделок по слиянию и поглощению и растущего спроса на энергетическое оборудование на фоне импортозамещения. В результате значительного роста капиталовложений и инвестиций в оборотный капитал мы ожидаем в 2024–2026 гг. отрицательный СДП в диапазоне -109–50 млрд руб.

**Бенефициар высокой ключевой ставки.** Интер РАО является прямым бенефициаром высокой ставки ЦБ. Помимо значительной чистой денежной позиции (339 млрд руб. в конце 1П24), цены на мощность, будь то ДПМ или КОММОД, положительно коррелируют со ставками доходности ОФЗ. Значительный рост процентного дохода от чистой денежной позиции (81 млрд руб. в 2024 и 73 млрд руб. в 2025 г.) позволит покрыть существенную часть отрицательного свободного денежного потока в 2024–2026 гг., поэтому, чистая денежная позиция, несмотря на значительные капитальные затраты, в среднесрочной перспективе не должна опуститься существенно ниже 300 млрд руб.

**Дивиденды: стабильная доходность на уровне 9–10% в 2024–2026 гг.** Мы ожидаем чистую прибыль на уровне 157 млрд руб. в 2024 г. и 143–150 млрд руб. в 2025–2027 гг. с последующим ростом в 2028 г., после запуска Новоленской ТЭС. Компания традиционно направляет на дивиденды 25% чистой прибыли, что подразумевает размер выплат 0.35–0.38 руб. на акцию и доходность в диапазоне 9–10% за 2024–2026 гг.

**Инвестиционный анализ**

Тикер	ИРАО RX
Рекомендация	ВЫШЕ РЫНКА
Цена закрытия,	3.82
Целевая цена, RUB	5.20
Потенциал роста	37%

Рын. кап., млрд руб.	399
3M ADTV, млн руб.	670

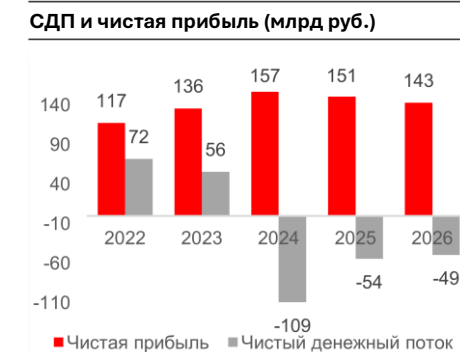
Структура акционеров	
Интер РАО Капитал .	29.6%
ПАО Россети	8.6%
Роснефтегаз	26.4%
FF	35.4%

Финансовые показатели (млрд. руб.)	2022	2023	2024	2025
EV/EBITDA, x	0.2	0.2	0.2	0.2
PE, x	3.4	2.9	2.6	2.7
Выручка	1265	1360	1462	1575
Скорр. EBITDA	183	182	167	181
Скорр. NI	117	136	157	151
Кап. Затраты	-55	-67	-190	-179
FCF	72	56	-109	-54
Чистый долг	-341	-411	-363	-359
Выручка, г/г, %		7%	7%	8%
EBITDA, г/г, %		0%	-9%	9%
EBITDA margin, %	14%	13%	11%	12%
FCF yield, %		14%	-27%	-13%
DPS, руб.	0.24	0.28	0.33	0.38
DY, %		7%	8%	10%

Источники: Интер РАО, Альфа-Банк



Источники: Investing.com, Альфа-Банк



Источники: оценка Альфа-Банка



## Оценка: ПОКУПАТЬ, целевая цена 5.2руб. /акцию, потенциал роста 37%

Мы оцениваем Интер РАО с помощью методики Дисконтированного Денежного потока и методики сравнения с аналогами. Стоит отметить, что Интер РАО является единственной из трех компаний под покрытием, распределяющей дивиденды акционерам. Компания направляет на дивиденды 25% чистой прибыли по МСФО. Ожидаемая дивидендная доходность за 2024 и 2025гг. составляет 9–10% при исторической средней в 7% и средней по Российскому рынку в 10%.

Метод дисконтированного денежного потока базируется на предположках безрисковой ставки в 15,7%, премии за риск 7% и росте в постпрогнозном периоде в 4% .

Стоит отметить, что на оценку методом свободного денежного потока оказывает существенное влияние значительный отрицательный свободный денежный поток в 2024 г в размере около 100 млрд руб. на фоне кратного роста капитальных затрат и значительных инвестиций в оборотный капитал.

Целевая цена в 5,2 руб. за акцию подразумевает потенциал роста 37%, целевой мультипликатор PE2025П 3.6x и целевую дивидендную доходность 7.2% - на уровне исторической средней.

### Модель дисконтированного денежного потока (млн. руб)

	2024	2025	2026	2027	2028	Постпрогнозный период
Adj. EBIT	133,499	140,747	141,564	139,116	170,531	
Амортизация	33,334	40,475	46,724	53,035	59,136	
Изменение оборотного капитала	-46,607	-11,297	-11,744	-12,779	-2,569	
Налог	-39,274	-45,096	-45,155	-44,977	-52,260	
Капитальные затраты	-190,000	-178,891	-180,570	-174,887	-112,829	
Затраты на M&A	0	0	0	0	0	
Миноритарный интерес	0	0	0	0	0	
<b>Свободный денежный поток</b>	<b>-109,048</b>	<b>-54,061</b>	<b>-49,180</b>	<b>-40,491</b>	<b>62,009</b>	
Дисконтированный денежный поток	-109,048	-54,061	-49,180	-40,491	62,009	<b>364,761</b>
<b>Целевая стоимость компании</b>	<b>173,990</b>					
<b>Целевая рыночная капитализация</b>	<b>536,993</b>					
<b>Целевая цена, руб.</b>	<b>5.2</b>					

Источник: оценка Альфа-Банка



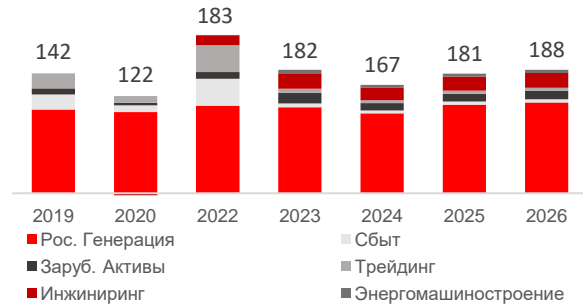
## Интер РАО: ключевые индикаторы

Динамика выручки Интер РАО по сегментам (млрд руб.)

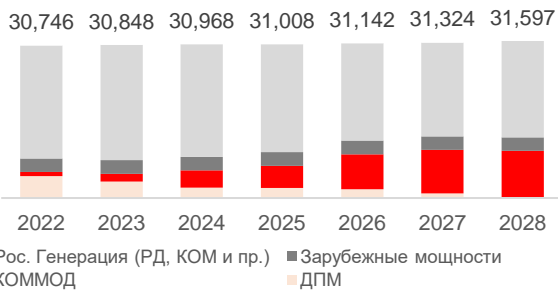


Источники: Интер РАО, оценка Альфа-Банка

Динамика EBITDA по сегментам (млрд руб.)

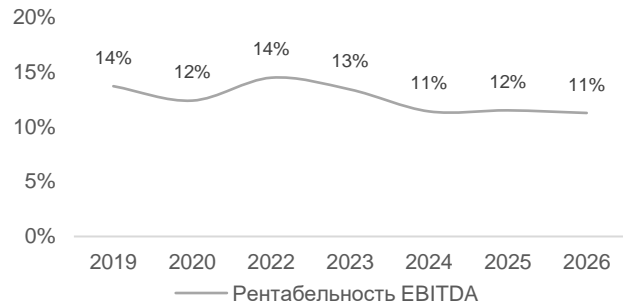


Электрическая установленная мощность (МВт)

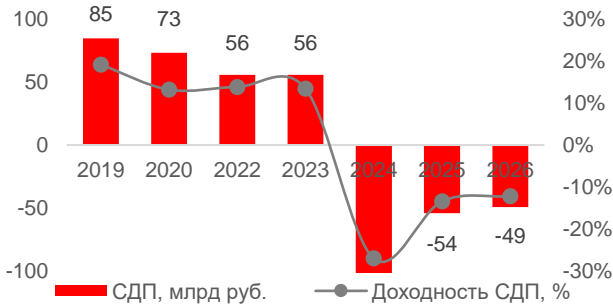


Источники: Интер РАО, оценка Альфа-Банка

Рентабельность по EBITDA

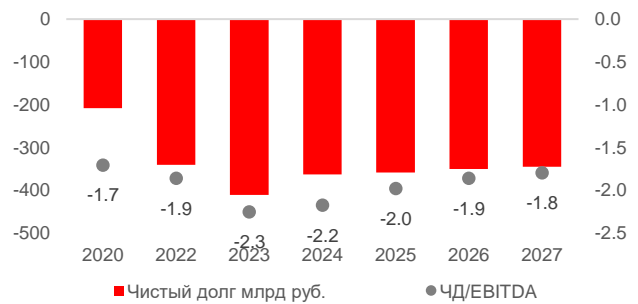


Динамика свободного денежного потока и его

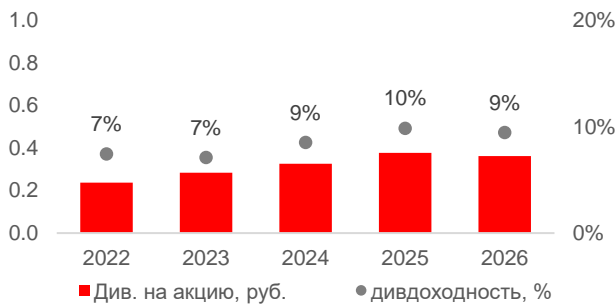


Источники: Интер РАО, оценка Альфа-Банка

Чистый долг и коэффициент «чистый долг/EBITDA»

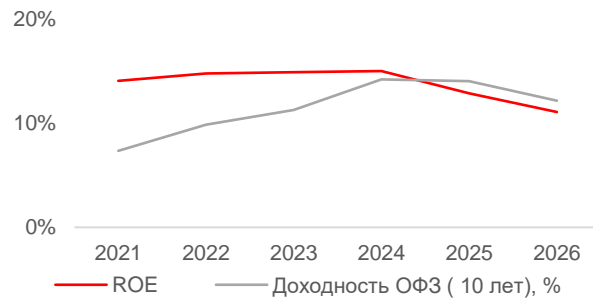


Дивиденд на акцию (руб.) и доходность (%)



Источники: Интер РАО, оценка Альфа-Банка

ROE ПАО «Интер РАО» и доходность ОФЗ (10 лет)





## Интер РАО финансовая отчетность (млрд руб.)

Отчет о прибылях и убытках, млрд руб.	2022	2023	2024	2025	2026	2027	2028
<b>Выручка</b>	<b>1,265</b>	<b>1,360</b>	<b>1,462</b>	<b>1,575</b>	<b>1,671</b>	<b>1,768</b>	<b>1,909</b>
Операционные затраты	-1,169	-1,244	-1,337	-1,442	-1,538	-1,638	-1,747
<b>Операционная прибыль</b>	<b>108</b>	<b>125</b>	<b>125</b>	<b>132</b>	<b>133</b>	<b>131</b>	<b>162</b>
Финансовые доходы	51	45	81	73	63	56	54
Финансовые расходы	-25	-12	-13	-13	-12	-11	-11
<b>Чистый финансовый доход</b>	<b>26</b>	<b>33</b>	<b>68</b>	<b>60</b>	<b>51</b>	<b>45</b>	<b>43</b>
Прибыль до налогообложения	146	168	196	196	188	180	209
Налог на прибыль	-29	-32	-39	-45	-45	-45	-52
<b>Чистая прибыль</b>	<b>117</b>	<b>136</b>	<b>157</b>	<b>151</b>	<b>143</b>	<b>135</b>	<b>157</b>
<b>ЕБИТДА</b>	<b>183</b>	<b>182</b>	<b>167</b>	<b>181</b>	<b>188</b>	<b>192</b>	<b>230</b>
Баланс, млрд руб.	2022	2023	2024	2025	2026	2027	2028
<b>Внеоборотные активы</b>	<b>462</b>	<b>520</b>	<b>692</b>	<b>833</b>	<b>969</b>	<b>1,093</b>	<b>1,149</b>
Основные средства	343	377	549	690	826	950	1,006
Нематериальные активы	62	69	69	69	69	69	69
Инвестиции в СП и ассоциированные компании	23	32	32	32	32	32	32
Отложенные налоговые активы	13	17	17	17	17	17	17
Ценные бумаги	8	6	6	6	6	6	6
Прочие внеоборотные активы	13	18	18	18	18	18	18
<b>Оборотные активы</b>	<b>660</b>	<b>779</b>	<b>794</b>	<b>819</b>	<b>839</b>	<b>862</b>	<b>984</b>
Запасы	36	56	102	118	134	150	158
Дебиторская задолженность	158	165	183	197	209	221	239
Денежные средства	258	403	355	351	342	337	433
Предоплата по налогу на прибыль	0	0	0	0	0	0	0
Прочие оборотные активы	208	154	154	154	154	154	154
<b>Капитал</b>	<b>796</b>	<b>912</b>	<b>1,047</b>	<b>1,173</b>	<b>1,291</b>	<b>1,403</b>	<b>1,538</b>
Акционерный капитал	293	293	293	293	293	293	293
Выкупленные акции	-87	-87	-87	-87	-87	-87	-87
Эмиссионный доход	69	69	69	69	69	69	69
Резервы	2	7	7	7	7	7	7
Нераспределенная прибыль	518	629	764	890	1,009	1,121	1,256
<b>Неконтрольные доли участия</b>	<b>9</b>	<b>17</b>	<b>17</b>	<b>17</b>	<b>17</b>	<b>17</b>	<b>17</b>
<b>Долгосрочные обязательства</b>	<b>98</b>	<b>113</b>	<b>113</b>	<b>113</b>	<b>113</b>	<b>113</b>	<b>113</b>
Кредиты и займы	1	1	1	1	1	1	1
Долгосрочные обязательства по аренде	76	72	72	72	72	72	72
Отложенные налоговые обязательства	4	5	5	5	5	5	5
Прочие долгосрочные обязательства	17	35	35	35	35	35	35
<b>Краткосрочные обязательства</b>	<b>219</b>	<b>257</b>	<b>274</b>	<b>292</b>	<b>308</b>	<b>324</b>	<b>347</b>
Краткоср. кредиты и займы	12	18	18	18	18	18	18
Краткоср. часть долгоср. обязательств	14	15	15	15	15	15	15
Кредиторская задолженность	165	198	213	229	243	257	278
Задолженность по прочим налогам	23	20	21	23	24	26	28
Задолженность по налогу на прибыль	4	6	7	7	8	8	9
<b>Чистый долг</b>	<b>-341</b>	<b>-411</b>	<b>-363</b>	<b>-359</b>	<b>-350</b>	<b>-345</b>	<b>-441</b>
Отчет о движении денежных средств	2022	2023	2024	2025	2026	2027	2028
<b>Ден. поток от операционной деятельности</b>	<b>127</b>	<b>123</b>	<b>81</b>	<b>125</b>	<b>131</b>	<b>134</b>	<b>175</b>
Операционная прибыль	108	125	125	132	133	131	162
Амортизация осн. средств и немат. активов	26	30	33	40	47	53	59
Изменение оборотного капитала	-15	-11	-47	-11	-12	-13	-3
Налог уплаченный	-35	-37	-39	-45	-45	-45	-52
<b>Ден. поток от инвестиционной деятельности</b>	<b>-19</b>	<b>51</b>	<b>-107</b>	<b>-104</b>	<b>-116</b>	<b>-116</b>	<b>-57</b>
Покупка основных средств и немат. активов	-55	-67	-190	-179	-181	-175	-113
Чистые поступл. от продажи (покупки) фин. активов	-89	42	0	0	0	0	0
Дивиденды полученные	1	4	4	4	4	4	4
Проценты полученные	30	33	79	71	61	55	52
<b>Ден. поток от финансовой деятельности</b>	<b>-39</b>	<b>-30</b>	<b>-22</b>	<b>-25</b>	<b>-24</b>	<b>-23</b>	<b>-22</b>
Изменение долговых обязательств	-5	6	0	0	0	0	0
Погашение обязательств по финансовой аренде	-14	-15	0	0	0	0	0
Проценты уплаченные	-2	-2	0	0	0	0	0
Дивиденды выплаченные	-17	-19	-22	-25	-24	-23	-22
<b>Свободный денежный поток</b>	<b>72</b>	<b>56</b>	<b>-109</b>	<b>-54</b>	<b>-49</b>	<b>-40</b>	<b>62</b>



## ПАО Юнипро

Вывод

Стоимость компании ПАО Юнипро упала до многолетнего минимума 47 млрд руб., а накопленная к концу 2024 г. денежная позиция, по нашим оценкам, достигнет 68% от рыночной капитализации. Мы прогнозируем доходность свободного денежного потока в 2024 г. на уровне 18%, а на 2025-2027 гг. моделируем диапазон 12-16%. Перспективы возобновления дивидендных выплат остаются неясными. Наиболее вероятный сценарий – перехода компании к российскому собственнику – предполагает активное участие ПАО Юнипро в проектах модернизации и, возможно, строительство новых мощностей, не позволяя рассчитывать на высокие дивиденды. Мы полагаем, что, пока не появится ясность вокруг акционерного капитала и дивидендных выплат, триггеров, способствующих переоценке акций компании в сторону фундаментальной стоимости, не будет. Мы присваиваем рекомендацию ДЕРЖАТЬ с целевой ценой 2.3 руб. за акцию.

**Активы компании.** Установленная электрическая мощность ПАО Юнипро составляет 11 305 МВт (рыночная доля 4,6%). Ее активы включают Березовскую ГРЭС (2 420 МВт, 2-ая ценовая зона, уголь), Сургутскую-2, Шатурскую, Смоленскую и Яйвинскую ГРЭС, общей установленной мощностью 8 885 МВт (1-ая ценовая зона, газ). У компании один из самых низких в отрасли показателей УРУТ (удельный расход условного топлива на выработку электроэнергии).

**ДПМ и модернизация мощностей.** Договор на поставку мощности (ДПМ) по Березовской ГРЭС на 800 МВт, который ежегодно добавлял к EBITDA, по нашим оценкам, около 20 млрд руб., заканчивается в октябре 2024 г. Программа модернизации (КОММОД) включает в себя 5 из 6 блоков Сургутской ГРЭС. Это два блока, из которых один был введен в 2022 г. и еще один находится в процессе модернизации (общая мощность 4 150 МВт, 15% отобранных проектов модернизации), а также три блока, которые планируется запустить в 2025, 2026 и 2027 гг. По нашим оценкам, платежи КОММОД позволят в 2029 г. достичь EBITDA на уровне 2023 г.

**Прогноз финансовых показателей.** В 2024 г. мы ожидаем скорректированную EBITDA на уровне 47,8 млрд руб., а в 2025 г. – ее снижение на 26%, до 35,6 млрд руб., в результате завершения ДПМ. В 2026-2029 гг. ожидается рост в среднем на 6% за счет роста платежей КОММОД. Доходность свободного денежного потока (СДП) снизится с 18% в 2024 г. до 12% в 2025-2026 гг. В случае участия компании в аукционах по модернизации в 2024-2025 гг. прогнозы СДП будут скорректированы вниз из-за увеличения капитальных затрат.

**Чистая денежная позиция на конец 2024 г. достигнет 68% от рыночной капитализации.** На фоне высокого СДП и отсутствия дивидендных выплат компания продолжает аккумулировать денежные средства на балансе и наращивать процентный доход. В условиях высоких процентных ставок и дальнейшего накопления денежной позиции финансовые доходы будут все более позитивно влиять на чистую прибыль, частично покрывая, таким образом, негативный эффект от окончания платежей за поставку мощности Березовской ГРЭС в 4К24г.

**Структура акционеров.** Крупнейшим акционером ПАО Юнипро (88,73%) является Uniper SE, подконтрольная правительству Германии. В апреле 2023 г. принадлежащие Uniper акции были переданы во временное управление Росимущество. Статус временного управляющего дает Росимущество часть полномочий собственника компании, за исключением прав по распоряжению имуществом, включая право на осуществление дивидендных выплат. Согласно указу Президента РФ, решение о временном управлении может быть прекращено по решению главы государства. После перехода компании под временное управление, она продолжила вести нормальную операционную деятельность и реализовывать планы по модернизации энергоблоков Сургутской ГРЭС.

**Перспективы дивидендных выплат – сохраняется неопределенность.** Вопрос о дивидендных выплатах – один из ключевых для инвестиционного кейса ПАО Юнипро. По всей вероятности, текущий статус-кво (отсутствие дивидендных выплат) может сохраниться до окончания СВО. Дальнейшие сценарии пока очень неопределены. Было бы логично ожидать, что, если Uniper SE будут возвращены полномочия собственника данного актива и появится возможность осуществления трансграничных платежей, значительная часть накопленных денежных средств будет направлена на дивиденды. Более вероятный сценарий – переход прав собственника Росимуществу и/или какой-либо другой российской структуре – на наш взгляд, не позволяет рассчитывать на высокие дивидендные выплаты, т. к. ПАО Юнипро, учитывая значительные денежные средства на ее балансе и прогнозируемый энергодефицит в отрасли, вероятно, будет активно вовлечена в процесс модернизации существующих мощностей и строительство новых. Это не исключает возможности возобновления дивидендных выплат, однако их предполагаемый размер будет гораздо скромнее, чем в рамках первого сценария. В целом, мы не ожидаем, что компания возобновит дивидендные выплаты в ближайшие 12-18 месяцев.

Инвестиционный анализ

Тикер	UPRO RX
Рекомендация	ВЫШЕ РЫНКА
Цена закрытия,	1.85
Целевая цена, RUB	2.3
Потенциал роста	21%

Рын. кап., млрд руб.	110
ЗМ ADTV, млн руб.	220

Структура акционеров	
Uniper SE .*	83.7%
FF	16.3%

\*во временном управлении у Росимущества

### Финансовые показатели (млрд. руб.)

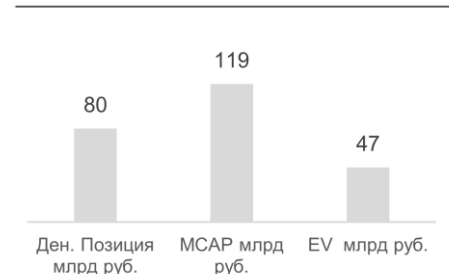
	2023	2024	2025	2026
EV/EBITDA, x	1.0	1.0	1.3	1.2
PE, x	3.7	3.0	4.0	3.8
Выручка	119	122	113	120
Скорр. EBITDA	47	48	36	38
Скорр. NI	32	39	29	31
Кап. Затраты	-14	-12	-13	-12
FCF	17	21	14	14
Чистый долг	-50	-80	-107	-134
ND/EBITDA, x	-1.1	-1.7	-3.0	-3.5
Выручка, г/г, %		2%	-7%	6%
EBITDA, г/г, %		1%	-26%	6%
EBITDA margin, %	40%	39%	31%	32%
FCF yield, %	14%	18%	12%	12%
DPS	0.0	0.0	0.0	0.0

### Динамика акций Юнипро и индекса



Источники: Investing.com, Альфа-Банк

### Ден. позиция к концу года составит 68% от рыночной капитализации



Источники: Оценка Альфа-Банка



## Оценка ДЕРЖАТЬ, целевая цена 2.3 руб. за акцию, потенциал роста 17%

Оценка компании по дисконтированным денежным потокам и дисконтированным дивидендным выплатам в данном случае нерелевантна, так как в сложившейся ситуации, когда пакет акций крупнейшего собственника передан во временное управление, у компании нет возможности распределить причитающуюся миноритарием долю денежных потоков в качестве дивидендов.

Эта картина несколько напоминает ситуацию с компанией Globaltrans, которая также накопила значительную денежную позицию (ее сумма оценивается в 61% от рыночной капитализации на конец 2024 г.) и, как и ПАО Юнипро, но из-за нюансов с редомициляцией, не имеет возможности платить дивиденды. Также показателен пример Интер РАО, у которой стоимость предприятия составляет всего 40 млрд руб., а мультипликатор EV/EBITDA 2024П равен 0,15x. Впрочем, ситуация вокруг Интер РАО гораздо менее неопределенна, благодаря понятной структуре акционеров, прозрачной стратегии развития и дивидендной политике. Можно также упомянуть Сургутнефтегаз, у которого стоимость предприятия отрицательна уже много лет. Все эти примеры показывают, что участники рынка не готовы полностью учитывать при оценке компании объем аккумулированных на ее балансе денежных средств. Это можно считать спецификой российского рынка. Вероятно, это объясняется относительно низким доверием к способам и срокам расходования средств. Соответственно, нет никаких оснований полагать, что в случае с Юнипро ситуация будет оцениваться рынком иначе, хотя в этом случае выплата дивидендов препятствуют вполне объективные причины. Таким образом, мультипликатор EV/EBITDA, составляющий у подобного рода компаний менее 1.0x или даже менее 0.0x, можно рассматривать как некоторую разновидность нормы для российского рынка.

В этих условиях, на наш взгляд, логичнее всего сравнивать ПАО Юнипро с аналогами и с российским рынком акций в целом по мультипликатору РЕ. На данный момент окончательный переход ПАО Юнипро в руки российских акционеров является более вероятным сценарием. Мы также полагаем, что в условиях растущего энергодефицита и все более актуальной необходимости дальнейшей модернизации отрасли большая часть денежных средств будет направлена на новые инвестиционные проекты, доходность которых еще только предстоит оценить. Как следует из приведенной ниже таблицы, мультипликатор РЕ предполагает минимальный дисконт к аналогам в 2024 г. и премию в 2025 г. Дисконт к российскому рынку по РЕ достаточно весомый – 43%–28%, однако российский рынок в среднем предлагает дивидендную доходность около 10% в 2024-2025 гг., чего нельзя сказать о ПАО Юнипро.

Фундаментально, акции ПАО Юнипро, безусловно, выглядят привлекательно. Методика DCF, при моделируемой безрисковой ставке 15.7%, 7%-й премии за риск и темпах роста в терминальном периоде на уровне 4%, дает целевую цену более 4 руб. за акцию. Однако мы считаем, что до тех пор, пока не появится ясности в отношении акционерной собственности компании и перспектив дивидендных выплат, у Юнипро не будет триггеров, которые могли бы обеспечить ее позитивную переоценку. Мы присваиваем акциям ПАО Юнипро рекомендацию ДЕРЖАТЬ с целевой ценой 2.3 руб., что соответствует мультипликатору РЕ 2025П на уровне 4.7x и предполагает 16%-й дисконту к российскому рынку.

### Сравнительный анализ ПАО Юнипро по мультипликатору РЕ

РЕ	2024	2025	2026
Юнипро	3.0	4.0	3.8
Интер РАО	2.6	2.6	2.8
ЭЛ-5 Энерго	3.7	3.4	2.9
Российский рынок	5.3	5.6	
<b>(Дисконт) к российскому рынку</b>	<b>-43%</b>	<b>-28%</b>	
<b>Премия (Дисконт) к сопоставимым аналогам</b>	<b>-4%</b>	<b>33%</b>	

Источник: оценка Альфа-Банка

### Дивидендная доходность ПАО Юнипро, сопоставимых аналогов и российского рынка в целом

Див. Доходность*	2024	2025	2026
Юнипро	0%	0%	0%
Интер РАО	10%	9%	9%
ЭЛ-5 Энерго	0%	15%	17%
Российский рынок	11%	11%	

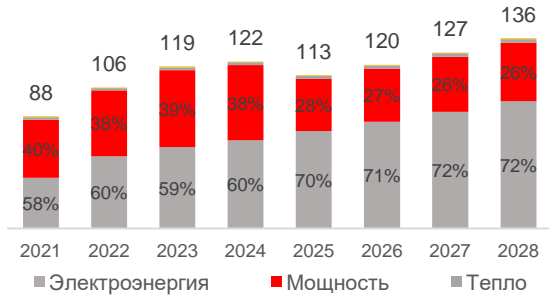
Источник: оценка Альфа-Банка \* за отчетный год, выплачиваемая в следующем году





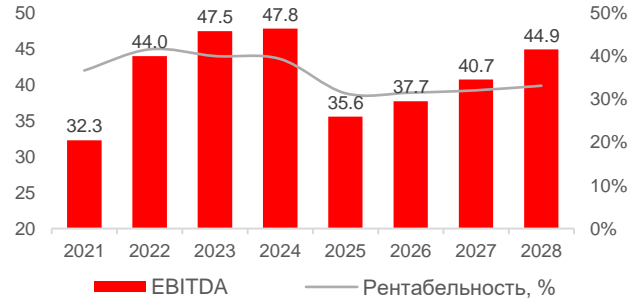
## Юнипро: ключевые индикаторы

### Динамика выручки (млрд руб.)

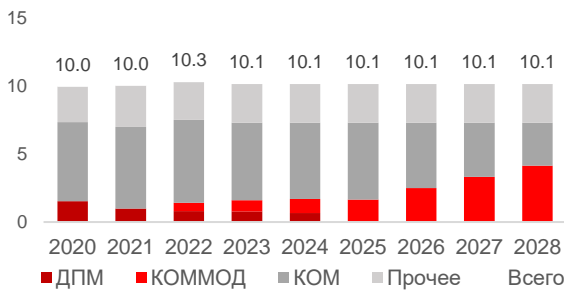


Источники: Юнипро, оценка Альфа-Банка

### Эволюция EBITDA (млрд руб.) и рентабельность (%)



### Электрические мощности (тыс. МВт)

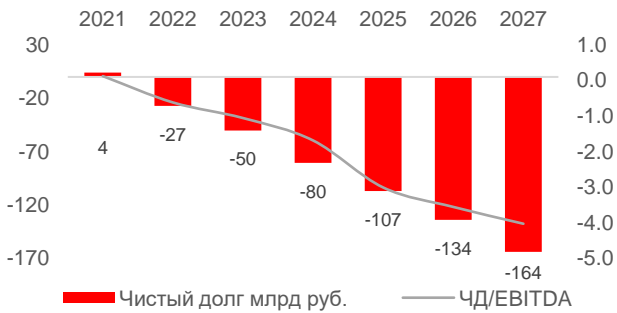


Источники: Юнипро, оценка Альфа-Банка

### Свободный денежный поток (млрд руб.) и доходность СДП

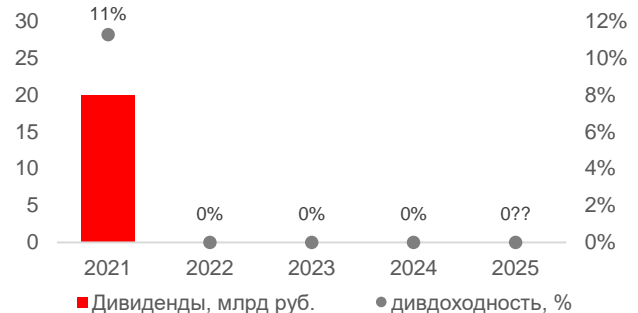


### Эволюция чистого долга

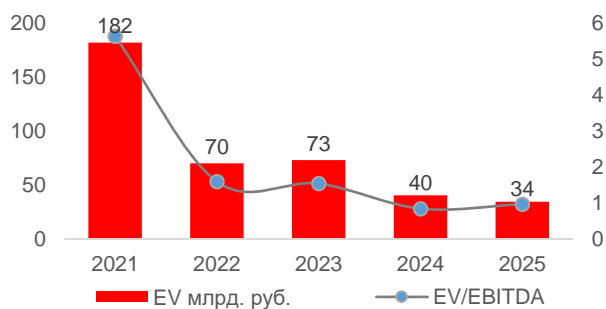


Источники: Юнипро, оценка Альфа-Банка

### Дивиденды

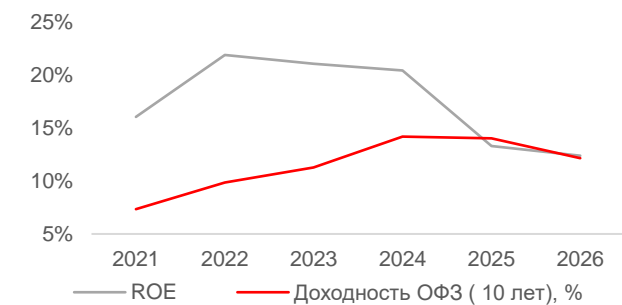


### Эволюция стоимости компании и мультипликатора EV/EBITDA



Источники: Юнипро, оценка Альфа-Банка

### ROE ПАО Юнипро против доходности ОФЗ (10 лет)





## Юнипро: Финансовая отчетность

Отчет о прибылях и убытках, млн руб.	2022	2023	2024	2025	2026	2027	2028
<b>Выручка</b>	<b>105.8</b>	<b>118.6</b>	<b>121.6</b>	<b>113.4</b>	<b>119.7</b>	<b>127.0</b>	<b>135.6</b>
Операционные издержки	-81.7	-95.6	-82.4	-86.8	-91.3	-95.9	-100.5
Прочие операционные издержки	1.1	0.5	0.5	0.5	0.5	0.5	0.5
<b>Операционная прибыль</b>	<b>25.2</b>	<b>23.5</b>	<b>39.7</b>	<b>27.1</b>	<b>28.9</b>	<b>31.6</b>	<b>35.7</b>
Финансовые доходы	1.2	4.4	9.6	12.4	13.1	12.2	14.9
Финансовые расходы	-0.2	-0.4	-0.4	-0.3	-0.3	-0.2	-0.2
Доходы от СП	0.1	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
Прибыль до уплаты налогов	26.3	27.6	49.0	39.2	41.7	43.7	50.4
Налог на прибыль	-5.0	-5.6	-9.8	-9.8	-10.4	-10.9	-12.6
<b>Чистая прибыль</b>	<b>21.3</b>	<b>22.0</b>	<b>39.2</b>	<b>29.4</b>	<b>31.3</b>	<b>32.8</b>	<b>37.8</b>
<b>ЕВИТДА скорр. на обесценение активов</b>	<b>44.0</b>	<b>47.5</b>	<b>47.8</b>	<b>35.6</b>	<b>37.7</b>	<b>40.7</b>	<b>44.9</b>
<b>Скорр. чистая прибыль</b>	<b>28.4</b>	<b>32.2</b>	<b>39.2</b>	<b>29.4</b>	<b>31.3</b>	<b>32.8</b>	<b>37.8</b>
<b>Баланс, млн руб.</b>							
<b>Активы</b>	<b>146.4</b>	<b>166.3</b>	<b>204.4</b>	<b>233.9</b>	<b>265.1</b>	<b>297.8</b>	<b>335.6</b>
<b>Внеоборотные активы</b>	<b>105.1</b>	<b>99.9</b>	<b>103.5</b>	<b>108.2</b>	<b>111.5</b>	<b>113.2</b>	<b>112.8</b>
Основные средства	102.0	95.4	99.0	103.7	107.0	108.7	108.3
Нематериальные активы	0.7	0.7	0.7	0.7	0.7	0.7	0.7
Инвестиции в СП	0.6	0.6	0.6	0.6	0.6	0.6	0.6
Долгосрочные финансовые активы	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
Прочие внеоборотные активы	1.8	3.1	3.1	3.1	3.1	3.1	3.1
<b>Оборотные активы</b>	<b>41.3</b>	<b>66.3</b>	<b>100.9</b>	<b>125.7</b>	<b>153.6</b>	<b>184.6</b>	<b>222.8</b>
Денежные средства	27.1	50.1	80.6	106.9	134.0	163.8	200.8
Дебиторская задолженность	8.0	9.5	10.0	9.0	9.5	10.1	10.8
Запасы	4.6	4.7	8.3	7.8	8.2	8.7	9.3
Краткосрочные финансовые активы	1.5	2.0	2.0	2.0	2.0	2.0	2.0
<b>Капитал</b>	<b>129.7</b>	<b>152.5</b>	<b>191.7</b>	<b>221.1</b>	<b>252.4</b>	<b>285.2</b>	<b>323.0</b>
Акционерный капитал	25.2	25.2	25.2	25.2	25.2	25.2	25.2
Эмиссионный доход	40.1	40.1	40.1	40.1	40.1	40.1	40.1
Прочие резервы	0.0	0.8	0.8	0.8	0.8	0.8	0.8
Нераспределенная прибыль	64.4	86.4	125.6	155.1	186.4	219.1	256.9
<b>Долгосрочные обязательства</b>	<b>6.4</b>	<b>4.8</b>	<b>4.8</b>	<b>4.8</b>	<b>4.8</b>	<b>4.8</b>	<b>4.8</b>
Отложенные налоговые активы	4.1	2.5	2.5	2.5	2.5	2.5	2.5
Пенсионные обязательства	0.6	0.6	0.6	0.6	0.6	0.6	0.6
Долгоср. обязательства по аренде	0.6	0.6	0.6	0.6	0.6	0.6	0.6
<b>Краткосрочные обязательства</b>	<b>10.2</b>	<b>8.9</b>	<b>9.0</b>	<b>9.2</b>	<b>9.5</b>	<b>9.8</b>	<b>10.0</b>
Краткоср. обязательства по аренде	0.2	0.2	0.2	0.2	0.2	0.2	0.2
Кредиторская задолженность	6.8	5.5	4.8	5.0	5.3	5.6	5.8
Краткоср. долговые обязательства	0.0	0.7	1.5	1.5	1.5	1.5	1.5
Отложенные долговые обязательства	3.1	2.5	2.5	2.5	2.5	2.5	2.5
<b>Обязательства и капитал, всего</b>	<b>146.3</b>	<b>166.3</b>	<b>205.5</b>	<b>235.2</b>	<b>266.7</b>	<b>299.8</b>	<b>337.8</b>
<b>Чистый долг</b>	<b>-27.1</b>	<b>-50.0</b>	<b>-80.5</b>	<b>-106.8</b>	<b>-133.9</b>	<b>-163.7</b>	<b>-200.7</b>
<b>Отчет от движении денежных средств</b>							
<b>Ден. поток от операционной деятельности</b>	<b>34.7</b>	<b>31.4</b>	<b>33.1</b>	<b>27.6</b>	<b>26.6</b>	<b>29.0</b>	<b>31.3</b>
Операционная прибыль	25.2	23.5	39.7	27.1	28.9	31.6	35.7
Амортизация	7.6	8.1	8.1	8.4	8.8	9.1	9.3
Изменение оборотного капитала:	-2.7	-7.2	-4.9	1.8	-0.7	-0.8	-1.0
НДС к возмещению	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
Запасы	-0.5	0.0	-3.6	0.6	-0.4	-0.5	-0.6
Кредиторская задолженность	1.4	-1.9	-0.8	0.3	0.3	0.3	0.3
Налоги	-4.5	-6.7	-9.8	-9.8	-10.4	-10.9	-12.6
Коррект. на обесц. осн. средств	9.0	12.6	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
<b>Ден. поток от инвестиц. деятельности</b>	<b>-4.1</b>	<b>-8.5</b>	<b>-2.1</b>	<b>-0.7</b>	<b>0.9</b>	<b>1.4</b>	<b>6.1</b>
Капитальные затраты	-5.9	-14.2	-11.7	-13.1	-12.1	-10.9	-8.8
Поступления от продажи осн. средств	0.1	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
Проценты полученные	0.8	3.7	9.6	12.4	13.1	12.2	14.9
<b>Ден. поток от финансовой деятельности</b>	<b>-3.5</b>	<b>-0.2</b>	<b>-0.6</b>	<b>-0.5</b>	<b>-0.5</b>	<b>-0.5</b>	<b>-0.5</b>
Изменение долговых обязательств	-3.3	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
Дивиденды выплаченные	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
Процентные расходы	-0.1	0.0	-0.4	-0.3	-0.3	-0.2	-0.2
Платежи по лизинговым обязательствам	-0.1	-0.2	-0.2	-0.2	-0.3	-0.3	-0.3
<b>Свободный денежный поток (СДП)</b>	<b>28.7</b>	<b>17.0</b>	<b>21.2</b>	<b>14.3</b>	<b>14.2</b>	<b>17.8</b>	<b>22.2</b>



# ЭЛ5-Энерго

21 августа 2024 г.

Вывод

Мы начинаем покрытие ЭЛ5-Энерго с рекомендацией **ВЫШЕ РЫНКА** и целевой ценой в 0,9 руб. за акцию, потенциал роста – 54%. В связи с завершением капитальных затрат, связанных с модернизацией, и поступлением платежей ДМП ВИЭ и КОММОД мы прогнозируем на 2024-2026 гг. положительный свободный денежный поток (СДП) на уровне в среднем 8.5 млрд руб. ежегодно; в 2021-2022 гг. этот показатель был отрицательным. Выйдя в плюс по СДП, ЭЛ5-Энерго сможет сократить долговую нагрузку и, если будет желание основного акционера (ПАО Лукойл), возобновить дивидендные выплаты. Компания предлагает доходность СДП на уровне 38-43% в 2024-2026 гг., против 14% у Юнипро и 19% у Интер РАО (указаны средние показатели).

**Активы.** ЭЛ5-Энерго представлена в тепловой генерации, работающей на газе и ВИЭ в первой ценовой зоне. Установленная электрическая мощность активов компании составляет 5 942 МВт (рыночная доля 2.4%). В тепловой генерации активы включают Конаковскую, Невинномысскую и Среднеуральскую ГРЭС, общей мощностью 5 650 МВт. ВИЭ представлена Азовской (90 МВт) и Кольской ВЭС (203,5 МВт). **ДМП и модернизация: курс на низкий углеродный след.** В 2021 г. завершились ДМП платежи по Невинномысской и Среднеуральской ГРЭС совокупной мощностью 360МВт. Несколько лет назад компания, контролируемая итальянской Enel, выбрала курс на снижение углеродного следа и развитие ВИЭ. В рамках этой стратегии была продана работающая на угле Рефтинская ГРЭС (3 800 МВт) и начато строительство ветрогенерации в рамках программы ДМП ВИЭ. Азовская ВЭС была введена в 2021 г., а Кольская ВЭС – в марте 2023 г. ДМП-платежи по ВИЭ осуществляются в течение 10 лет с базовой доходностью 12%. В проектах КОММОД компания выиграла конкурс на модернизацию мощностей Среднеуральской и Невинномысской ГРЭС (суммарно 360 МВт). 1 июля 2024 г., на полгода раньше, чем планировалось, был введен в эксплуатацию турбоагрегат #7 на Среднеуральской ГРЭС (120 МВт), ввод оставшегося турбоагрегата #6 запланирован на конец 2025 г.

**Акционерный капитал.** В октябре 2022 Enel продала ПАО Лукойл 56.4% акций ЭЛ5-Энерго (на тот момент – Enel Russia). В январе 2024 г. Лукойл увеличил долю в ЭЛ5-Энерго до 63,8%, выкупив пакет Uroc Limited (7,4%). ООО ППИТ-7 контролирует долю в 5,54%, согласно годовому отчету, таким образом, оставшиеся 30.58% можно считать акциями в свободном обращении. После покупки актива новый акционер, принял решение воздержаться от выплаты дивидендов до момента нормализации долговой нагрузки ЭЛ5-Энерго (на тот момент коэффициент ЧД/ЕБИТДА превышал 3.0x), при этом не уточнялось, какая именно долговая нагрузка может считаться приемлемой.

**Завершение цикла капитальных затрат и рост свободного денежного потока.** После ввода модернизированного блока #6 на Среднеуральской ГРЭС в конце 2025 г. мы ожидаем сокращения капитальных затрат приблизительно с 5 млрд руб. в 2024-2025гг. до уровня поддерживающих затрат (около 3.5 млрд руб). В совокупности со стабильным платежами ДМП ВИЭ и КОММОД это, по нашим оценкам, приведет к росту свободного денежного потока в среднем до 8.5 млрд руб. в 2024-2026гг., что подразумевает доходность СДП около 40%. Это позволит ЭЛ5-Энерго существенно сократить долговую нагрузку и, при желании основного акционера, возобновить дивидендные выплаты. Мы ожидаем, что уже в конце 2024 г. соотношение чистого долга и ЕБИТДА составит 1.7x, а в конце 2025 – 1.3x. Мы прогнозируем возобновление дивидендных выплат в 2026 г., по итогам 2025 г., и ожидаем, что на их выплату компания направит 50% чистой прибыли (с доходностью 15% в 2025 г. и 17% в 2026 г.) По итогам первого полугодия описываемый тренд уже виден в цифрах. Свободный денежный поток вырос за полугодие на 38%, до 5.9 млрд руб, а чистый долг сократился на 14% (коэффициент ЧД/ЕБИТДА составил 1.9x).

**Возможное объединение с другим энергетическим активом Лукойла.** Помимо ЭЛ5-Энерго, Лукойл владеет и другими активами в электрогенерации и тепловых сетях, объединенными в компанию ВДК Энерго. ВДК Энерго занимают лидирующее положение на рынке ОЭС Юга (там же находятся Азовская ВЭС и Невинномысская ГРЭС ЭЛ5-Энерго). Одним из вариантов возможного развития событий в будущем может стать объединение ЭЛ5-Энерго и ВДК Энерго в целях оптимизации закупок и сокращения расходов. На сегодняшний день ПАО Лукойл заинтересована в более глубоком изучении возможных синергий в результате объединения, однако о серьезных планах на этот счет информации пока нет.

**Родниковская ВЭС – фактор риска и неопределенности.** В 2020 г. компания утвердила строительство Родниковской ВЭС (Ставропольский край) мощностью 71.3 МВт, однако в 2022 г. в связи с уходом с российского рынка западных производителей энергетического оборудования и высокой долговой нагрузкой было решено отказаться от строительства. На сегодняшний день ведется анализ целесообразности реализации данного проекта. С учетом сложностей с поставкой оборудования капитальные затраты могут значительно превысить прежние оценки. Только с учетом индексации на инфляцию, но без поправки на валютные курсы и санкционные ограничения, стоимость строительства могла увеличиться на 50-55% относительно оценок 2020 г. При базовой ставке доходности в 12% проект может оказаться неинтересным для реализации. Если компания примет решение о строительстве, это приведет к тому, что процесс снижения долговой нагрузки из-за роста капитальных затрат затянется. Как следствие, момент возобновления дивидендных выплат также будет отложен на неопределенный срок. Мы считаем это существенным фактором риска для наших оценок СДП и рекомендации по акциям.

Инвестиционный анализ

Тикер	ELFV RX
Рекомендация	ВЫШЕ РЫНКА
Цена закрытия,	0.58
Целевая цена, RUB	0.90
Потенциал роста	54%

Рын. кап., млрд руб.	20.5
3М ADTV, млн руб.	55

Структура акционеров	
ПАО Лукойл	63.88%
ООО ППИТ-7	5.54%
FF	30.58%

\*во временном управлении у Росимущества

### Финансовые показатели (млрд. руб.)

	2023	2024	2025	2026
EV/ЕБИТДА, x	4.3	3.2	2.6	2.0
скорр. PE, x	4.6	3.7	3.4	2.9
Выручка	60.8	66.0	73.0	76.8
Скорр. ЕБИТДА	11.9	13.8	15.0	15.3
Скорр. Чистая прибыль	4.8	5.6	6.1	7.1
Кап. затраты	-9.4	-4.8	-4.8	-3.5
FCF	3.1	8.6	7.9	8.9
Чистый долг	29.0	23.8	19.1	9.2
ND/ЕБИТДА, x	2.4	1.7	1.3	0.6
Выручка, г/г, %	20%	9%	11%	5%
ЕБИТДА, г/г, %	28%	15%	9%	2%
ЕБИТДА margin, %	20%	21%	21%	20%
FCF yield, %	15%	41%	38%	43%
DPS, руб.	0.0	0.0	0.1	0.1
DY, %	0%	0%	15%	17%

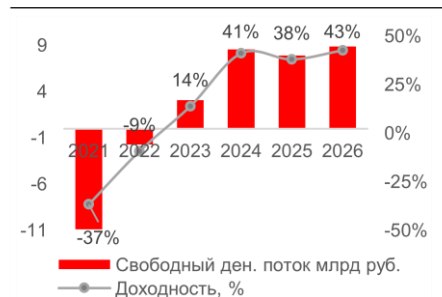
Источник: ЭЛ5-Энерго, оценка Альфа-Банка

### Динамика акций против индекса



Источники: Investing.com, Альфа-Банк

### Кратный рост денежного потока



Источники: оценка Альфа-Банка



## Оценка ВЫШЕ РЫНКА, целевая цена 0,90 руб., потенциал роста 56%

Мы считаем, что в среднесрочной перспективе Эл5-Энерго возобновит дивидендные выплаты. В нашей модели мы исходим из того, что они возобновятся в 2026 г (по итогам 2025 г.), и ожидаем что долговая нагрузка по ЧД/ЕБИТДА снизится к концу 2025 г. до 1,3х. Впрочем, перспектива возобновления выплат достаточно отдаленная. Таким образом, мы оцениваем компанию с помощью метода дисконтированного денежного потока

В модель ДДП заложены следующие параметры: темпы роста в постпрогнозном периоде на уровне 4%, безрисковая ставка 15,7%, премия за риск в 7%.

### Модель дисконтированного денежного потока (млн руб.)

	2024	2025	2026	2027	2028	Постпрогнозный период
<b>Скорректированная ЕБИТДА</b>	<b>10,351</b>	<b>11,495</b>	<b>11,681</b>	<b>10,776</b>	<b>10,454</b>	
Амортизация	3,419	3,539	3,659	3,747	3,834	
Изменение оборотного капитала	1,115	-157	-468	-167	-31	
Налог	-1,390	-2,032	-2,370	-2,401	-2,663	
Капитальные затраты	-4,811	-4,811	-3,500	-3,500	-8,000	
<b>Свободный денежный поток</b>	<b>8,684</b>	<b>8,035</b>	<b>9,001</b>	<b>8,455</b>	<b>3,594</b>	
Фактор дисконтирования	1.0	0.9	0.7	0.6	0.5	
Дисконтированный свободный денежный поток	8,684	6,841	6,525	5,219	1,889	27,660
<b>Целевая стоимость компании</b>	<b>56,818</b>					
<b>Целевая рыночная капитализация</b>	<b>33,067</b>					
<b>Целевая цена, руб.</b>	<b>0.90</b>					

Источник: оценка Альфа-Банка

### Мультипликаторы Эл5-Энерго

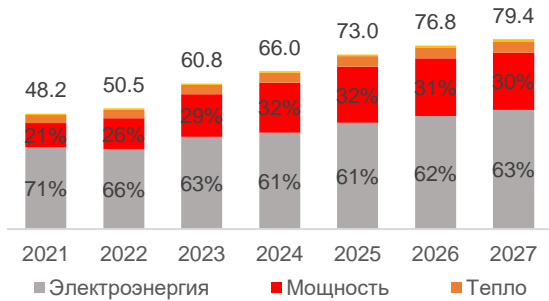
	2024	2025	2026	2027	2028
<b>Текущие мультипликаторы</b>					
EV/ЕБИТДА, х	3.2	3.0	2.6	2.1	1.3
PE, х	3.7	3.4	2.9	2.9	2.6
<b>Целевые мультипликаторы</b>					
EV/ЕБИТДА, х	4.1	3.8	3.7	3.9	4.0
PE, х	5.9	5.4	4.7	4.6	4.1
<b>PE, Российский рынок</b>	<b>5.3</b>	<b>5.6</b>			

Источник: оценка Альфа-Банка



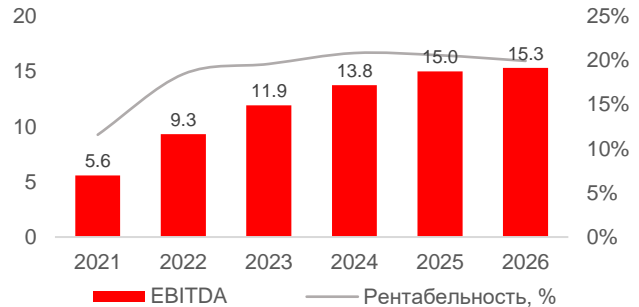
## ЭЛ5-Энерго: ключевые индикаторы

Динамика выручки (млрд руб.)

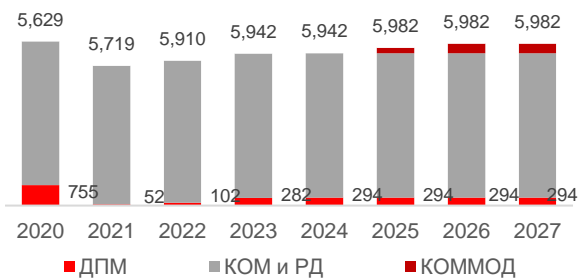


Источники: ЭЛ5-Энерго, оценка Альфа-Банка

Эволюция EBITDA (млрд руб.) и рентабельность (%)

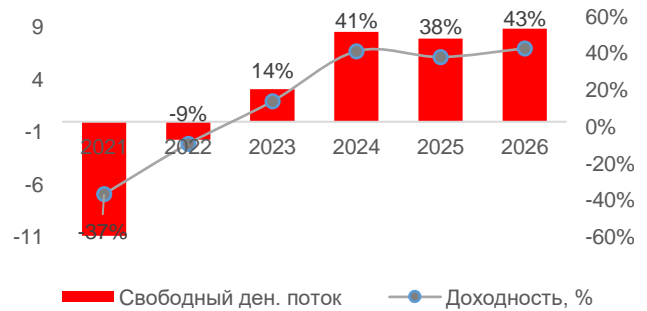


Электрические мощности (МВт)

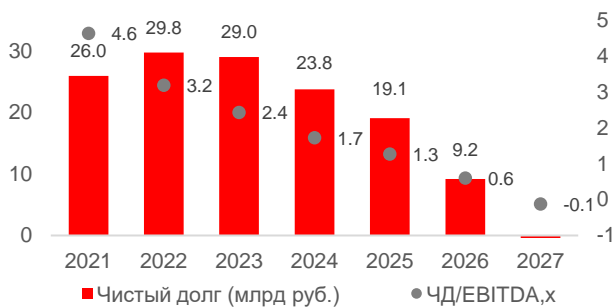


Источники: ЭЛ5-Энерго, оценка Альфа-Банка

Свободный денежный поток (млрд руб.) и доходность СДП

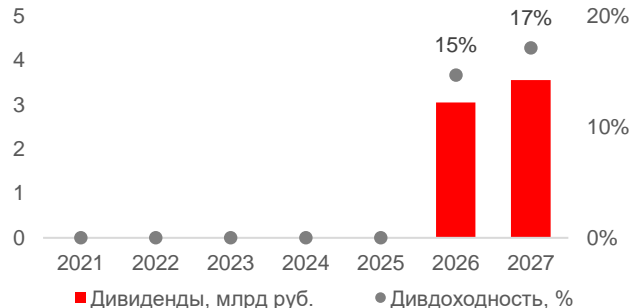


Эволюция чистого долга

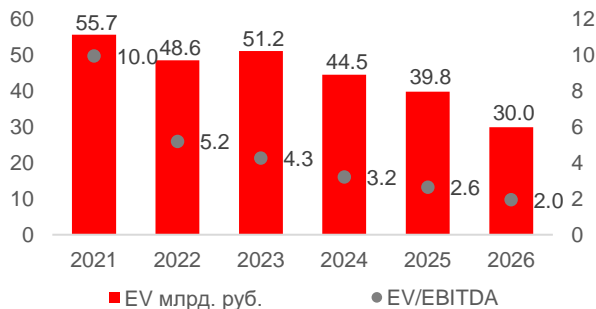


Источники: ЭЛ5-Энерго, оценка Альфа-Банка

Дивиденды, выплаченные в текущем году

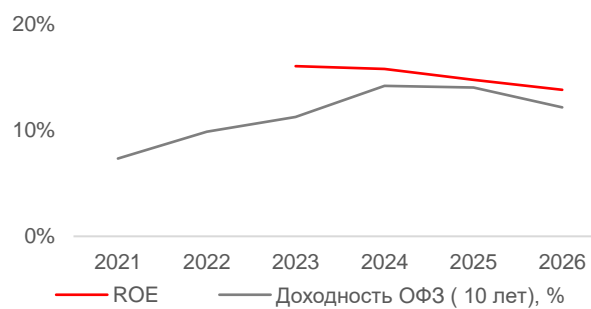


Эволюция стоимости компании и коэф. EV/EBITDA



Источники: ЭЛ5-Энерго, оценка Альфа-Банка

ROE ПАО ЭЛ5-Энерго против доходности ОФЗ (10 лет)





## Эл5-Энерго: финансовая отчетность

Отчет о прибылях и убытках, млрд руб.	2022	2023	2024	2025	2026	2027	2028
<b>Выручка</b>	<b>50.5</b>	<b>60.8</b>	<b>66.0</b>	<b>73.0</b>	<b>76.8</b>	<b>79.4</b>	<b>82.7</b>
Операционные расходы	-74.6	-52.6	-56.2	-62.1	-65.8	-69.4	-73.1
Резерв под ожидаемые убытки дебиторской задолженности	-0.1	-0.2	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
Прочие операционные доходы	0.6	0.6	0.6	0.6	0.7	0.7	0.8
<b>Операционная прибыль</b>	<b>-23.6</b>	<b>8.6</b>	<b>10.4</b>	<b>11.5</b>	<b>11.7</b>	<b>10.8</b>	<b>10.5</b>
Финансовые доходы	0.8	0.6	0.1	0.5	0.4	1.0	2.2
Финансовые расходы	-2.4	-3.3	-3.5	-3.8	-2.6	-2.2	-2.0
Прибыль до налогов	-25.1	5.9	6.9	8.1	9.5	9.6	10.7
Налог на прибыль	4.9	-1.2	-1.4	-2.0	-2.4	-2.4	-2.7
<b>Чистая прибыль</b>	<b>-20.2</b>	<b>4.6</b>	<b>5.6</b>	<b>6.1</b>	<b>7.1</b>	<b>7.2</b>	<b>8.0</b>
<b>скорр. EBITDA</b>	<b>9.3</b>	<b>11.9</b>	<b>13.8</b>	<b>15.0</b>	<b>15.3</b>	<b>14.5</b>	<b>14.3</b>
<b>Скорр. чистая прибыль</b>	<b>9.2</b>	<b>4.8</b>	<b>5.6</b>	<b>6.1</b>	<b>7.1</b>	<b>7.2</b>	<b>8.0</b>
<b>Баланс, млрд руб.</b>							
<b>Внеоборотные активы</b>	<b>51.9</b>	<b>57.5</b>	<b>58.9</b>	<b>60.1</b>	<b>60.0</b>	<b>59.7</b>	<b>63.4</b>
Основные средства	46.6	52.7	54.1	55.4	55.2	54.9	58.6
Нематериальные активы	0.6	0.4	0.4	0.4	0.4	0.4	0.4
Финансовые вложения в долевыми инструментами	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
Отложенные налоговые активы	4.3	3.8	3.8	3.8	3.8	3.8	3.8
Прочие внеоборотные активы	0.5	0.5	0.5	0.5	0.5	0.5	0.5
<b>Оборотные активы</b>	<b>13.4</b>	<b>9.5</b>	<b>11.0</b>	<b>11.4</b>	<b>17.9</b>	<b>29.6</b>	<b>38.0</b>
Запасы	2.4	2.5	1.7	1.9	2.0	2.1	2.2
Дебиторская задолженность	6.4	6.1	6.1	6.1	6.6	7.3	7.7
Предоплата по налогу на прибыль	0.1	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
Денежные средства	4.6	0.9	3.2	3.4	9.3	20.2	28.1
<b>Капитал</b>	<b>25.0</b>	<b>29.6</b>	<b>35.2</b>	<b>41.3</b>	<b>51.4</b>	<b>62.2</b>	<b>73.8</b>
Акционерный капитал	35.4	35.4	35.4	35.4	35.4	35.4	35.4
Эмиссионный доход	6.8	6.8	6.8	6.8	6.8	6.8	6.8
Резерв хеджирования	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
Накопленный убыток	-17.2	-12.6	-7.0	-0.9	9.2	20.0	31.6
Неконтролирующие доли участия	-0.1	-0.1	-0.1	-0.1	-0.1	-0.1	-0.1
<b>Всего долгосрочные обязательства</b>	<b>26.0</b>	<b>24.3</b>	<b>21.3</b>	<b>16.8</b>	<b>12.8</b>	<b>12.8</b>	<b>12.8</b>
Кредиты и займы	24.6	22.7	19.7	15.2	11.2	11.2	11.2
Отложенные налоговые обязательства	0.4	0.4	0.4	0.4	0.4	0.4	0.4
Обязательства по вознаграждениям работникам	0.8	1.0	1.0	1.0	1.0	1.0	1.0
Резервы	0.2	0.2	0.2	0.2	0.2	0.2	0.2
Прочие долгосрочные обязательства	0.1	0.1	0.1	0.1	0.1	0.1	0.1
<b>Всего краткосрочные обязательства</b>	<b>14.5</b>	<b>13.2</b>	<b>13.5</b>	<b>14.1</b>	<b>14.4</b>	<b>14.7</b>	<b>15.1</b>
Кредиты и займы	9.8	7.3	7.3	7.3	7.3	7.3	7.3
Торговая и прочая кредиторская задолженность	3.8	4.8	5.1	5.7	6.0	6.3	6.7
<b>Чистый долг</b>	<b>29.8</b>	<b>29.0</b>	<b>23.8</b>	<b>19.1</b>	<b>9.2</b>	<b>-1.7</b>	<b>-9.7</b>
<b>ND/EBITDA</b>	<b>3.2</b>	<b>2.4</b>	<b>1.7</b>	<b>1.3</b>	<b>0.6</b>	<b>-0.1</b>	<b>-0.7</b>
<b>Отчет о движении денежных средств млрд руб.</b>							
<b>Операционный денежный поток</b>	<b>6.2</b>	<b>12.7</b>	<b>13.5</b>	<b>12.8</b>	<b>12.5</b>	<b>12.0</b>	<b>11.6</b>
Операционная прибыль	-23.6	8.6	10.4	11.5	11.7	10.8	10.5
Поправки на неден. комп. операционной прибыли	29.5	0.1	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
Амортизация	3.4	3.2	3.4	3.5	3.7	3.7	3.8
<b>Изменения в оборотном капитале</b>	<b>-2.8</b>	<b>0.6</b>	<b>1.1</b>	<b>-0.2</b>	<b>-0.5</b>	<b>-0.2</b>	<b>0.0</b>
Налог на прибыль	-0.3	-0.8	-1.4	-2.0	-2.4	-2.4	-2.7
Выплаченные дивиденды	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
Прочие (вкл. Невостр. Див прошлых лет)	0.0	0.9	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
<b>Ден. потоки от инвестиционной деят-ти</b>	<b>-6.1</b>	<b>-9.2</b>	<b>-4.7</b>	<b>-4.3</b>	<b>-3.1</b>	<b>-2.5</b>	<b>-5.3</b>
Капитальные затраты	-7.9	-9.4	-4.8	-4.8	-3.5	-3.5	-7.5
Процентны полученные	0.5	0.3	0.1	0.5	0.4	1.0	2.2
Поступления от выбытия осн. средств	1.1	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
<b>Ден. потоки от финансовой деят-ти</b>	<b>-4.7</b>	<b>-7.5</b>	<b>-6.5</b>	<b>-8.3</b>	<b>-3.5</b>	<b>1.4</b>	<b>1.6</b>
Изменения долга	-1.5	-4.4	-3.0	-4.5	-4.0	0.0	0.0
Проценты оплаченные	-3.1	-3.0	-3.4	-3.7	-2.5	-2.0	-1.8
Обязательства по аренде	-0.1	-0.1	-0.1	-0.1	-0.1	-0.1	-0.1
Дивиденды выплаченные	0.0	0.0	0.0	0.0	3.0	3.6	3.6
<b>FCF</b>	<b>-1.7</b>	<b>3.1</b>	<b>8.6</b>	<b>7.9</b>	<b>8.9</b>	<b>8.3</b>	<b>4.0</b>



## Альфа-Банк Рынок акций

Ул. Каланчевская, 27  
+7 (495)

Москва, Россия 107078  
795-3712

**Начальник управления Акции**  
+7 (495) 783 5101

Вячеслав Савицкий  
[vsavitskiy@alfabank.ru](mailto:vsavitskiy@alfabank.ru)

## Управление аналитики

### Начальник управления

Борис Красноженов

[bkrasnozhenov@alfabank.ru](mailto:bkrasnozhenov@alfabank.ru)  
+7 (495) 795-3612

### Макроэкономика

Наталья Орлова, Ph.D.

[norlova@alfabank.ru](mailto:norlova@alfabank.ru)  
+ 7 (495) 795-3677

Валерия Кобяк

[vkobyak@alfabank.ru](mailto:vkobyak@alfabank.ru)  
+7 (499) 923-6697 (доб. 3071)

Иван Леонов

[ileonov@alfabank.ru](mailto:ileonov@alfabank.ru)  
+7 (499) 923-6697 (доб. 0788519)

## Рынок акций

### Стратегия

Джон Волш

[jwalsh@alfabank.ru](mailto:jwalsh@alfabank.ru)  
+7 (499) 923-6697 (доб. 8238)

### TMT, Сельское и Лесное хоз-во

Анна Курбатова

[akurbatova@alfabank.ru](mailto:akurbatova@alfabank.ru)  
+7 (495) 795-3740

### Металлы и горная добыча

Борис Красноженов

[bkrasnozhenov@alfabank.ru](mailto:bkrasnozhenov@alfabank.ru)  
+7 (495) 795-3612

Олеся Воробьева

[oovorobyeva@alfabank.ru](mailto:oovorobyeva@alfabank.ru)  
+7 (499) 681-3075

Елизавета Дегтярева

[edegtyareva@alfabank.ru](mailto:edegtyareva@alfabank.ru)  
+7 (495) 010-4889

### Финансы

Евгений Кипнис

[ekipnis@alfabank.ru](mailto:ekipnis@alfabank.ru)  
+7 (495) 795-3713

### Нефть и Газ

Никита Блохин

[nblokhin2@alfabank.ru](mailto:nblokhin2@alfabank.ru)  
+7 (499) 923 6697 (доб. 8037)

### Электроэнергетика

Анастасия Егазарян

[aegazaryan@alfabank.ru](mailto:aegazaryan@alfabank.ru)  
+7 (499) 923-6697 (доб. 2852)

### Потребительский

Евгений Кипнис

[ekipnis@alfabank.ru](mailto:ekipnis@alfabank.ru)  
+7 (495) 795-3713

### Редактор

Максим Сухманский

[msukhmanskiy@alfabank.ru](mailto:msukhmanskiy@alfabank.ru)  
+7 (499) 923-6697 (доб. 0105222)

Олеся Воробьева

[oovorobyeva@alfabank.ru](mailto:oovorobyeva@alfabank.ru)  
+7 (499) 681-3075

### Спец. по данным/Аналитик

Денис Дорофеев

[didorofeev@alfabank.ru](mailto:didorofeev@alfabank.ru)  
+7 (499) 923-6697 (доб. 8086)

### Транспорт, Машиностроение, Здравоохранение

Анастасия Егазарян

[aegazaryan@alfabank.ru](mailto:aegazaryan@alfabank.ru)  
+7 (499) 923 6697 (доб. 2852)

Полина Орехова

[porekhova@alfabank.ru](mailto:porekhova@alfabank.ru)  
+7 (499) 923-6697 (доб. 8903)

### Недвижимость

Ирина Фомкина

[ifomkina@alfabank.ru](mailto:ifomkina@alfabank.ru)  
+7 (499) 923-6697 (доб. 0101174)

## Стратегия по валютному рынку и процентным ставкам

### Долговой рынок

Мария Радченко

[mgradchenko@alfabank.ru](mailto:mgradchenko@alfabank.ru)  
+7 (499) 923-6697 (доб. 0105074)

Никита Еуров

[neurov@alfabank.ru](mailto:neurov@alfabank.ru)  
+7 (499) 923-6697 (доб. 5204)

## Торговые операции и продажи (Москва)

### Продажи

Александр Зоров

[azorov@alfabank.ru](mailto:azorov@alfabank.ru)  
+7 (495) 783-5115

### РЕПО

Олег Морозов

[omorozov@alfabank.ru](mailto:omorozov@alfabank.ru)  
+7 (499) 923 6697 (доб. 6972)

Анастасия Полтавская

[apoltavskaya@alfabank.ru](mailto:apoltavskaya@alfabank.ru)  
+7 (499) 923-6697 (доб. 4290)

### Торговые операции

Артем Белобров

[abelobrov@alfabank.ru](mailto:abelobrov@alfabank.ru)  
+7 (499) 923-6697 (доб. 4618)

### Альфа Директ

+7 (495) 786-4886

Иван Макаров

[makaroviv@alfabank.ru](mailto:makaroviv@alfabank.ru)  
+7 (499) 923-6697 (доб. 0105373)

## © Альфа-Банк, 2024 г. Все права защищены. Генеральная лицензия ЦБ РФ № 1326 от 16 01 2015 г.

Настоящий отчет и содержащаяся в нем информация являются исключительной собственностью Альфа-Банка. Несанкционированное копирование, воспроизводство и распространение настоящего материала, частично или полностью, в отсутствие разрешения Альфа-Банка в письменной форме строго запрещено.

Данный материал предназначен АО «Альфа-Банк» (далее – «Альфа-Банк») для распространения в Российской Федерации. Он не предназначен для распространения среди частных инвесторов. Несмотря на то, что приведенная в данном материале информация получена из публичных источников, которые по мнению Альфа-Банка, являются надежными, Альфа-Банк, его руководящие и прочие сотрудники не делают заявлений и не дают заверений ни в прямой, ни в косвенной форме, относительно своей ответственности за точность, полноту такой информации и отсутствие в данном материале каких-либо важных сведений. Любая информация и любые суждения, приведенные в данном материале, могут быть изменены без предупреждения. Альфа-Банк не дает заверений и не заявляет, что упомянутые в данном материале ценные бумаги и/или суждения предназначены для всех его получателей. Данный материал распространяется исключительно для информационных целей. Распространение данного материала не является деятельностью по инвестиционному консультированию. Информация, приведенная в данном материале, не является индивидуальной инвестиционной рекомендацией. Альфа-Банк и связанные с ним компании, руководящие сотрудники и прочие сотрудники всех этих структур, в т.ч. лица, участвующие в подготовке и издании данного материала, могут иметь отношения с маркет-мейкерами, а иногда и выступать в качестве таковых, а также в качестве консультантов, брокеров или представителей коммерческого, или инвестиционного банка в отношении ценных бумаг, финансовых инструментов или компаний, упомянутых в данном материале, либо входить в органы управления таких компаний. Ценные бумаги с номиналом в иностранной валюте подвержены колебаниям валютного курса, которые могут привести к снижению их стоимости, цены или дохода от вложений в них. Кроме того, инвесторы, вкладывающие средства в ценные бумаги типа АДР, стоимость которых изменяется в зависимости от курса иностранных валют, принимают на себя валютный риск. Инвестиции в России и в российские ценные бумаги сопряжены со значительным риском, поэтому инвесторы, прежде чем вкладывать средства в такие бумаги, должны провести собственное исследование и изучить экономические и финансовые показатели самостоятельно. Инвесторы должны обсудить со своими финансовыми консультантами риски, связанные с таким приобретением. Альфа-Банк и их дочерние компании могут публиковать данный материал в других странах. Поскольку распространение данной публикации на территории других государств может быть ограничено законом, лица, в чьем распоряжении окажется данный материал, должны быть информированы о таких ограничениях и соблюдать их. Любые случаи несоблюдения указанных ограничений могут рассматриваться как нарушение закона о ценных бумагах и других соответствующих законов, действующих в той или иной стране.