

Интер РАО — почему акции так дешёвы?

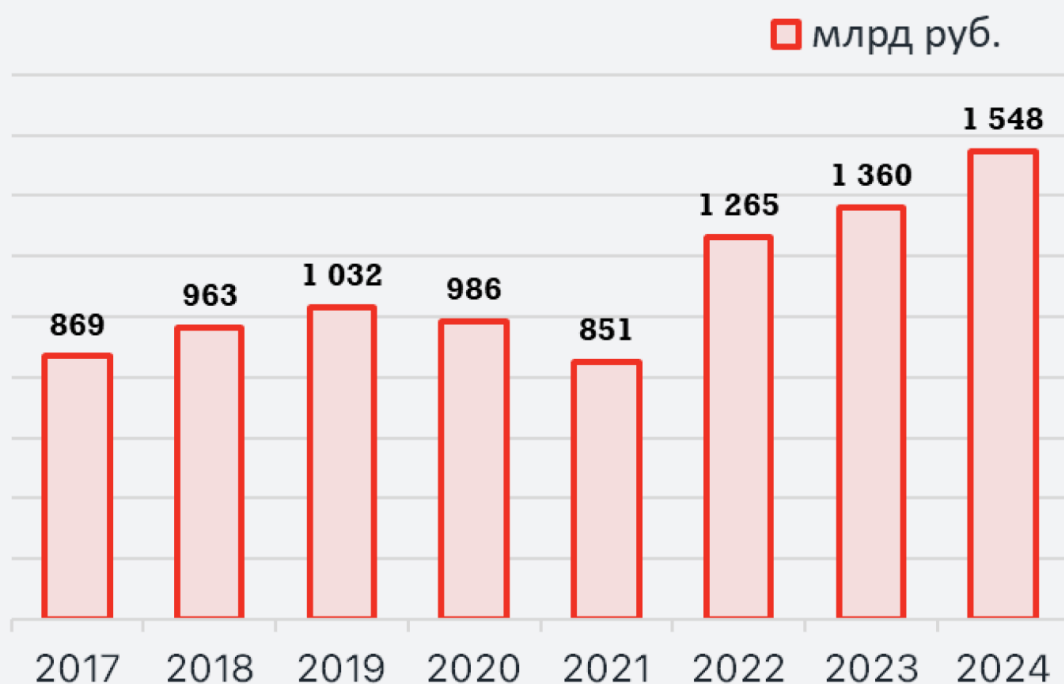
Бумаги компании значительно недооценены, но у этого есть причины

Интер РАО — одна из самых дешёвых компаний на российском рынке. У компании нет долга, и она оценивается дешевле, чем объём «кубышки» на балансе. В чём причина такой недооценки, и стоит ли инвестировать в акции — разбираемся.

Интер РАО — электрогенерирующая компания. Активы включают тепловые и гидроэлектростанции в России и за рубежом, совокупная установленная мощность — 31,2 ГВт.

Компания производит и продаёт электроэнергию, поддерживая стабильный рост финансовых показателей и маржинальность EBITDA на уровне 12–14%. Среднегодовой темп роста выручки за последние 5 лет составляет 8,5%.

Выручка Интер РАО



Источники: Альфа-Инвестиции

@alfa_invest



Особенности компании

Интер РАО обладает второй по размеру «кубышкой»

на российском рынке после Сургутнефтегаза. При долге всего 10 млрд руб. у компании на счетах 250 млрд руб. денежных средств, 112 млрд руб. на депозитах и ещё 129 млрд руб. в долговых инструментах (в основном векселях). Таким образом, на 31.03.2025 кубышку компании можно оценить в

480 млрд руб

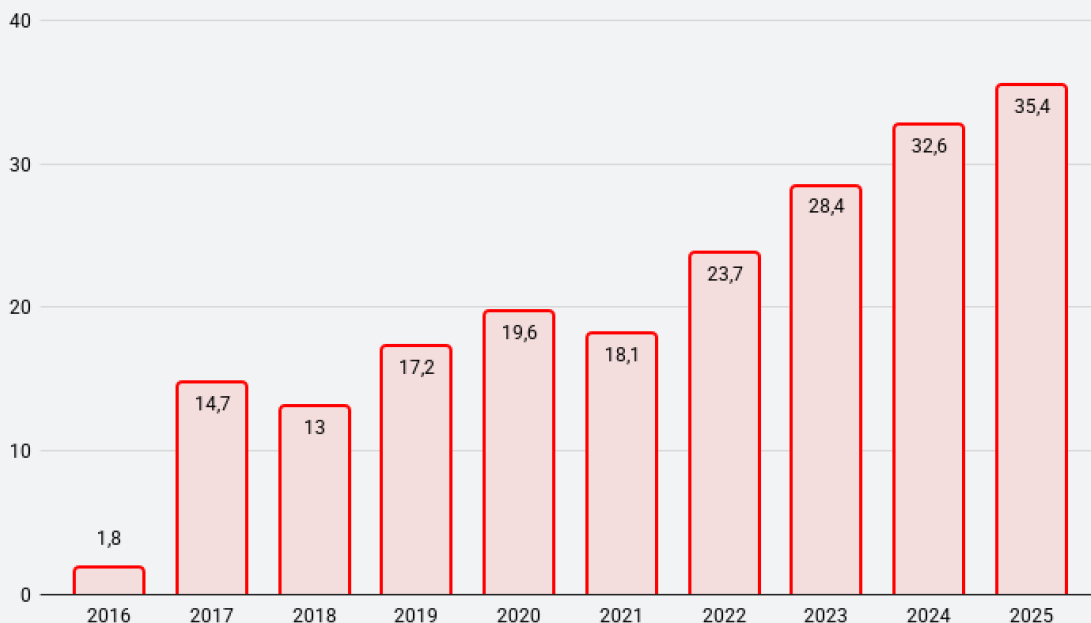
Квазиказначейский пакет в размере 32,6%

от всего акционерного капитала контролируется дочерним обществом Интер РАО Капитал. Если его погасить, доля прибыли на акцию моментально вырастет в 1,5 раза.

Дивиденды в размере 25% от прибыли по МСФО

выплачиваются раз в год. Очень скромно, учитывая стабильный денежный поток от основной деятельности и такой огромный запас кэша, который генерирует

Дивиденды Интер РАО, коп. на акцию



Источник: Интер РАО, Альфа-Инвестиции

@alfa_invest



За последние 12 месяцев EBITDA группы составила 178,9 млрд руб. Даже без учёта квазиказначейского пакета, если исходить из мультипликатора EV/EBITDA на уровне 4х, акции компании могли бы стоить 11,5 руб. Но на рынке мы видим оценку всего 3,3 руб. В чём причина?

Корпоративное управление

При такой огромной «кубышке» компания могла бы выплачивать на дивиденды больше. При выплате 50% прибыли доходность превысила бы 19%, а при выплате 75% прибыли — 29%.

Но стратегия компании не предполагает рост коэффициента выплат. До 2030 года Интер РАО планирует активно финансировать инвестпрограмму, в том числе за счёт средств «кубышки».

В 2024 году Сарех (капитальные расходы) составил 115 млрд руб. и поглотил практически весь операционный денежный поток от основной деятельности. То же самое может происходить в следующие годы.

И хотя, доходы компании позволяют покрывать такой объём инвестиций даже без существенного расходования «кубышки», у акционеров нет понимания, когда и в каком виде они смогут получить отдачу в виде достойных дивидендов.

Окажется ли инвестпрограмма эффективной? Когда она закончится, не начнётся ли новая? И что в итоге будет с «кубышкой» и казначейским пакетом? Опыт предыдущих лет показывает, что компания предпочитает складывать большую часть доходов в «кубышку» и не склонна заботиться о том, чтобы поддерживать свою капитализацию на справедливых уровнях.

Если экстраполировать эту практику в будущее, то драйверов для роста нет. А держать акцию с дивидендной доходностью 10% при ставках ОФЗ на уровне 15% — невыгодно.

Есть ли идея для покупки акций?

Дешевизна Интер РАО имеет устоявшийся характер, как и дешевизна Сургутнефтегаза. И всё-таки кейс Интер РАО выглядит более обнадеживающим.

Компания поддерживает коммуникацию с инвесторами, рассказывает про свою стратегию и перспективы. Дивиденды хоть и скромные, но выплачиваются регулярно. Основной бизнес растёт, поэтому нельзя сказать, что компания зря тратит деньги на Сарех.

Кроме того, компания с отрицательным мультипликатором EV/EBITDA — это слишком дешево, и даже при отсутствии драйверов для роста интерес инвесторов к её акциям может увеличиваться, если общий сентимент на рынке будет позитивным. Краткосрочно определённый спекулятивный потенциал, безусловно, есть. Но пока не более того.

Есть надежда, что в будущем контролирующий акционер и менеджмент всё же захотят повысить капитализацию компании. И если этот момент настанет, акции Интер РАО превратятся в уникальную историю — голубая фишка с потенциалом кратного роста.

Но если эта история затянется на долгие годы, то всё это время доходность бумаг Интер РАО может отставать от рынка.

Интер РАО, дневной график



Источник: Альфа-Инвестиции



Игорь Галактионов, старший инвестиционный аналитик

Альфа-Инвестиции