

## Консолидация восточной электроэнергетики.

Акция	Рекомендация	Текущая цена руб.	Целевая цена руб.	Потенциал
Восток-РАО ао	<b>Держать</b>	0,26		
Восток-РАО ап	<b>Держать</b>	0,14	= Восток-РАО ао	
ДЭК	<b>Держать</b>	0,93		
Камчатэнерго ао	<b>Держать</b>	0,08		
Камчатэнерго ап	<b>Держать</b>	0,07		
Магаданэнерго ао	<b>Держать</b>	2,63		
Магаданэнерго ап	<b>Держать</b>	1,13		
Сахалинэнерго	<b>Держать</b>			
Якутэнерго ао	<b>Держать</b>	0,18		
Якутэнерго ап	<b>Держать</b>	0,18		

Поводом к данной инвестиционной идее появилось сообщение о том, что Русгидро хочет консолидировать дальневосточные энергоактивы в рамках сделки по погашению долгов Восток-РАО.

Известно, что вице-премьер по Дальнему Востоку Юрий Трутнев поручил внести в правительство соответствующий указ, срок исполнения 3 августа. Сегодня стало известно, что Минэнерго разработал этот указ и направило его на согласование в Минэкономразвития и Минфин.

При всей революционности данной новости, на тематический форумах инвесторы на нее не прореагировали, то есть она прошла незамеченной. Более того еще в **ноябре 2014** принята и утверждена правительством долгосрочная программа развития Русгидро где сказано о желании консолидировать 100% Восток-РАО и выкупить доли миноритариев в дочках. Судя по графикам Восток-РАО и дочек закупы были, но видимо инсайдерские. ALÉNKA CAPITAL не могла пройти мимо! Попробуем разобраться.

## Обзор ситуации:

Восток-РАО это холдинг, (его акции давали всем кто покупал РАО ЕЭС для участия в энергореформе) объединяющий изолированные энергосистемы Дальнего Востока. Этот осколок энергоимперии похож на РАО ЕЭС тем, что там реформа еще не проводилась, но не похож тем (поэтому это не Восточное РАО ЕЭС), что единой энергосети нет, что обусловлено огромными территориями. Существуют различные проекты строительства сетей из Якутии в Магадан или Иркутск, но мы это не будем обсуждать.

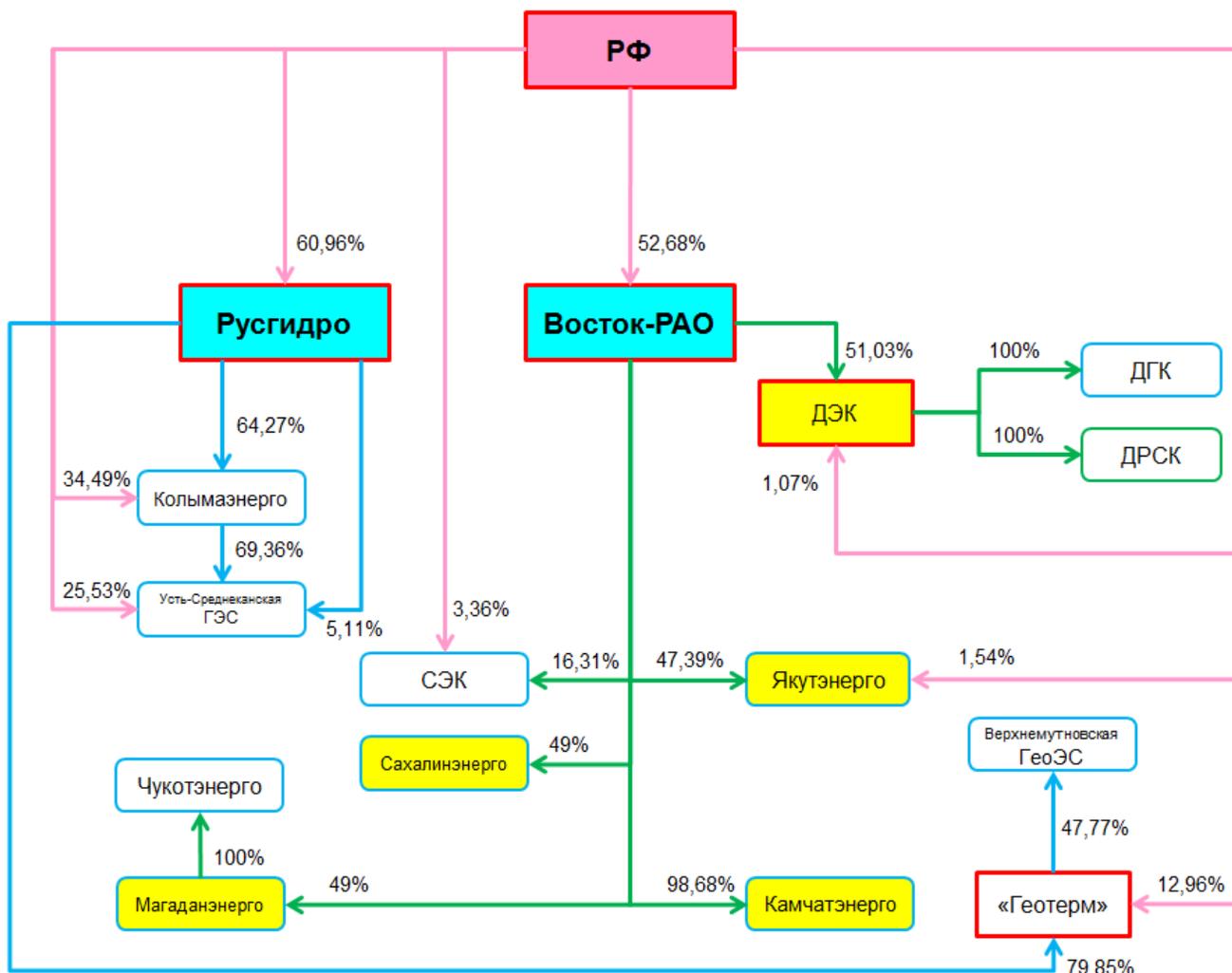
Исследованием Восток-РАО и попытками заработать на ее консолидации материнской Русгидро я занимаюсь давно. Привожу ссылку на обзор от лета 2011, когда мне удалось заработать на Восток-РАО и Тресте Гидромонтаж. 4 года назад написан данный пост:

<http://elvis.whotrades.com/blog/43644808460>



То есть 7 июля 2011 премьер-министр Владимир Путин подписал указ о передаче госактивов в гидроэнергетике (те что не передали в 2008) и на Дальнем Востоке в Русгидро. Это 52,68% РАО Востока, 2,87% Богучанской ГЭС, 1,07% ДЭК, 1,54% Якутскэнерго, 3,36% Сахалинской энергетической компании (СЭК), 34,49% Колымаэнерго, 25,53% Усть-Среднеканской ГЭС, 12,96% Камчатского «Геотерм», плотины иркутских ГЭС, 25,5% Трест Гидромонтаж и 3,133 млрд. рублей.

### 2011 Перед передачей в Русгидро

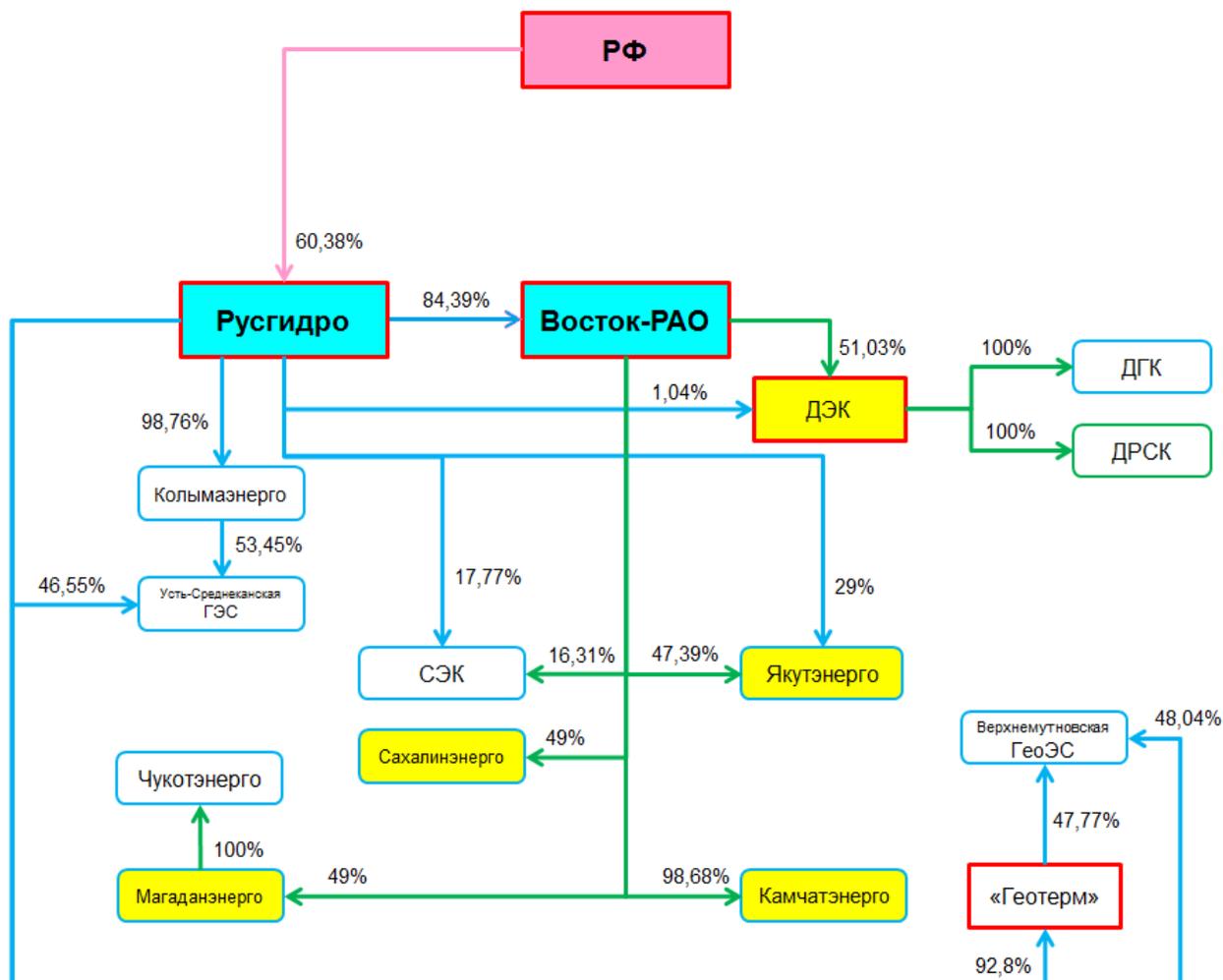


Трюк был в том, чтобы угадать оценку акций для внесения в Русгидро. Тем более допэмиссия последней могла оплачиваться всеми этими бумагами. То есть внести в Русгидро акции ряда восточных энергокомпаний мог любой желающий у кого были акции Русгидро и этих компаний одновременно.

[http://www.rushydro.ru/file/main/global/investors/disclosure/facts/2011/Soobschenie\\_o\\_susch\\_fakte\\_o\\_resheniyah\\_prinyatyh\\_SD.pdf](http://www.rushydro.ru/file/main/global/investors/disclosure/facts/2011/Soobschenie_o_susch_fakte_o_resheniyah_prinyatyh_SD.pdf)

Денежная оценка Восток-РАО была 0,52 рубля. Трест Гидромонтаж 11,33 рубля. Тогда удалось заработать, купив префы Треста по \$0,08.

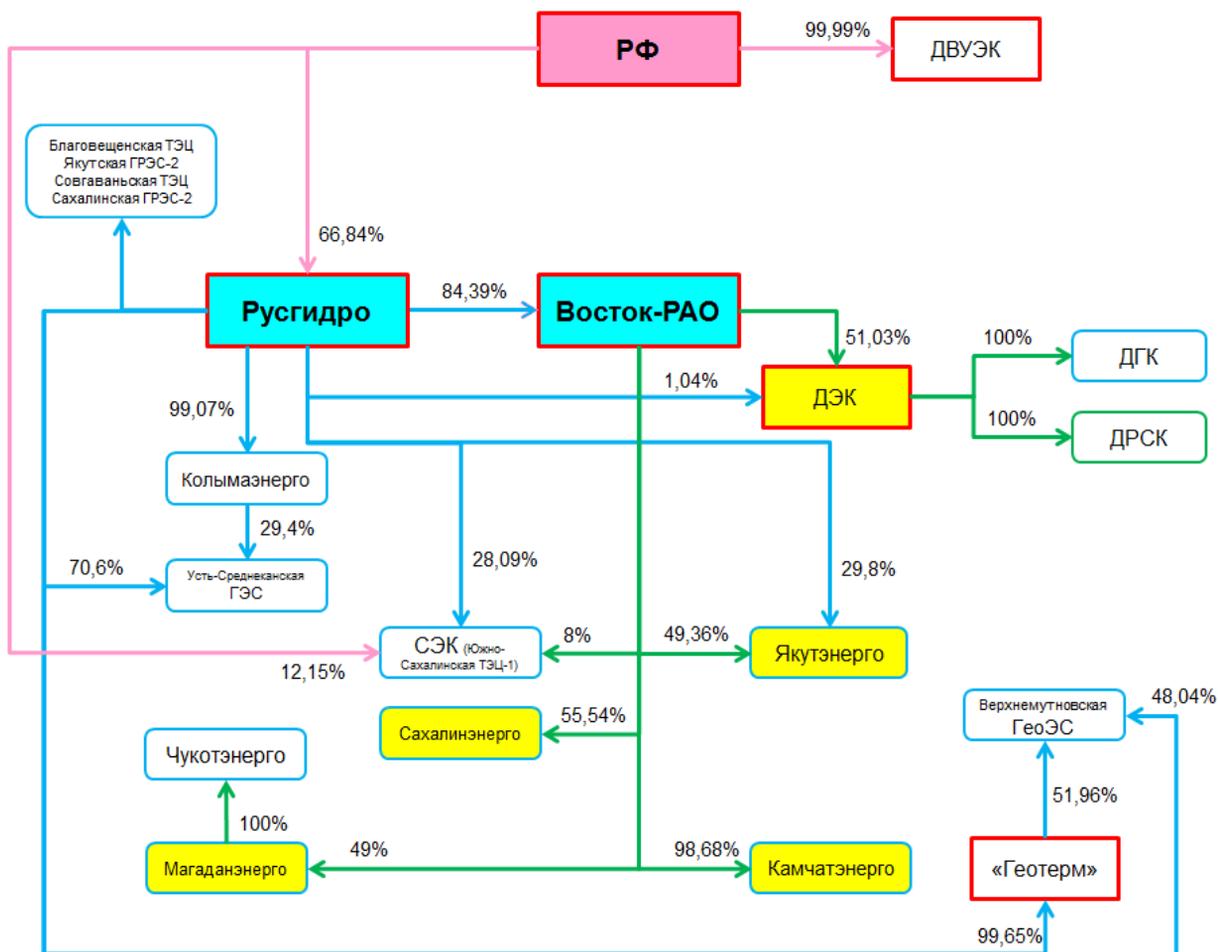
### 2013 Русгидро берет контроль над восточной энергетикой



Далее в 2013-2014 происходит несколько малозначащих событий. Оферта по Якутскэнерго после пересечения 75%, допэмиссии СЭК и Усть-Среднеканской ГЭС, объединение пакетов в Сахалинэнерго.

Также Русгидро начало стройку 4 станций на Дальнем Востоке. Причем станции тепловые, а не профильные ГЭС – поручение правительства в рамках развития Дальнего Востока. Это очень важно. Завершение строительства в 2016-2017.

### 2014 Перед консолидацией



Итак в чем суть идеи? Привожу цитаты:

15.10.2014. "Русгидро" хочет консолидировать 100% акций дальневосточного холдинга "РАО ЭС Востока" и выкупить у миноритариев доли в его активах. Это предложение внесено в проект долгосрочной программы развития (ДПР) "Русгидро". Ключевыми миноритариями в активах "РАО ЭС Востока" сейчас являются структуры, считающиеся близкими к бенефициару СГК и СУЭК Андрею Мельниченко. Консолидация должна упростить управление и финансирование компаний, но оценить расходы "Русгидро" на консолидацию сложно из-за больших долгов энергокомпаний.

Подробнее: <http://www.kommersant.ru/doc/2589916>

По мнению "Русгидро", консолидация позволит без ограничений передавать "РАО ЭС Востока" новые электростанции, перераспределять финансы между головной компанией и дочерними обществами, оптимизируя налоговые последствия, и упростить корпоративное управление ДЭК, ДГК и ДРСК.

16.10.2014. ДПР определяет направления развития группы в 2015-2019 годах. Основные проблемы связаны с дальневосточным энергохолдингом "РАО ЭС Востока". "Русгидро" предлагает упростить сложную структуру владения активами "РАО ЭС Востока", консолидировать их и увеличить долю в его капитале с 84,39% до 100% ""РАО ЭС Востока" имеет неоптимальную многоуровневую структуру владения активами, которая усложняет и снижает эффективность управления",- указывает "Русгидро".

28.07.2015. Русгидро предлагает консолидировать как само «РАО ЭС Востока» (доля «Русгидро» сейчас 84,38%), так и ее дочернюю структуру ПАО «Дальневосточная энергетическая компания» (у «РАО ЭС Востока» 51,03%, еще 33,7% принадлежит структуре владельца СУЭК Андрея Мельниченко). Также в периметр консолидации предлагается включить «ДВУЭК», которая сейчас принадлежит государству.

Подробнее: <http://www.kommersant.ru/doc/2778011>

28.07.2015. "Предлагается рассмотреть комплексную консолидацию дальневосточных активов", - сказал источник, назвав в качестве объектов консолидации ПАО "РАО ЭС Востока", ПАО "ДЭК" и государственное АО "ДВЭУК" (99,99%). Провести консолидацию планируется в рамках готовящейся допэмиссии "Русгидро", основным мероприятием станет внесение ВТБ в уставный капитал "Русгидро" 85 млрд руб. для рефинансирования долга "ЭС Востока", который достиг критических отметок. При этом Е.Дод также предложил осуществить внесение Якутией в уставный капитал "РусГидро" бюджетных ассигнований на 1 млрд руб. для инвестирования во внеплощадочную инфраструктуру Якутской ГРЭС-2.

<http://www.interfax.ru/business/456656>

На схеме (стр. 5) видно как запутано владение Русгидро своими дальневосточными активами. Ее нужно упростить по нескольким причинам.

1. На острове Сахалин три энергетических актива, конечный собственник один, а логично бы все объединить на базе Сахалинэнерго.
2. 4 новые тепловые станции не нужны Русгидро, их надо передать в Восток-РАО.
3. Также неудобно владеть акциями Якутэнерго, СЭК, Усть-Среднеканской ТЭЦ и напрямую и через дочки.
4. У государства остались доли в двух дальневосточных активах и их надо передать в Восток-РАО.
5. Плюс надо выкупить долю СУЭКа в ДЭК. В Магаданэнерго сидит Prosperity.
6. Продажа сетей, в частности ДРСК анонсирована ранее.

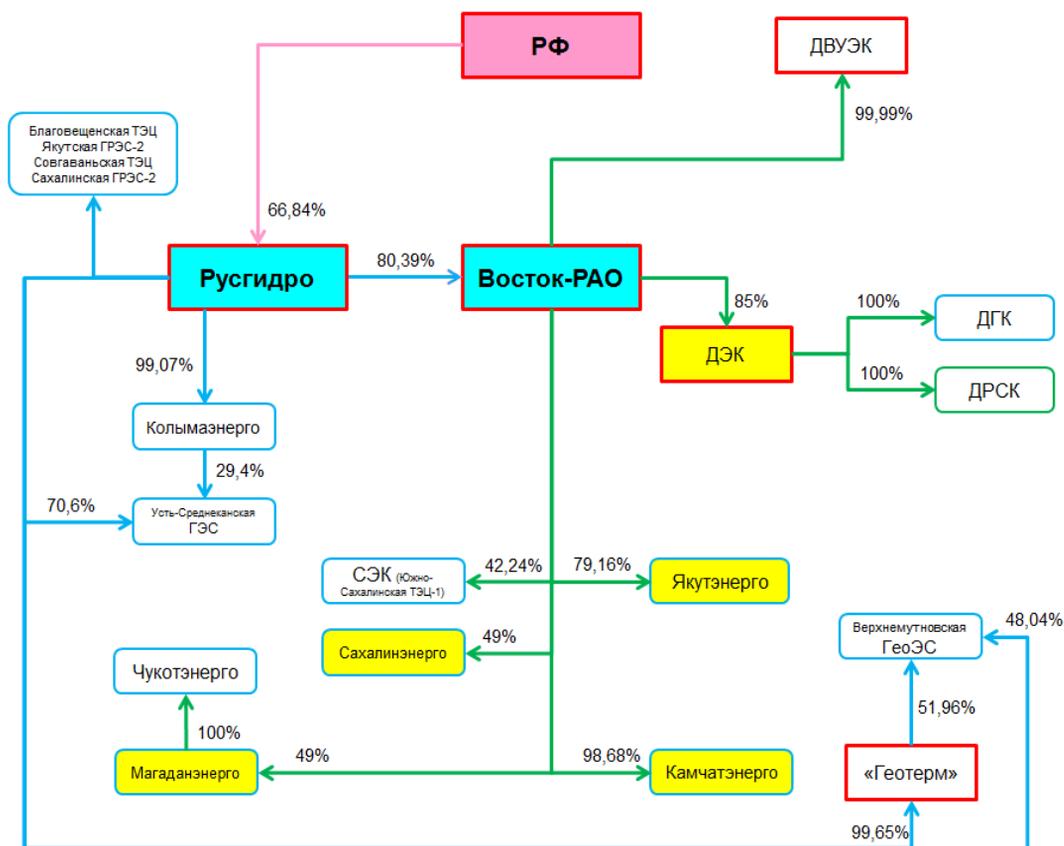
Ранее на консолидацию, как мы читали, просто не было денег, теперь ВТБ выкупает допэмиссию Русгидро специально под дальневосточную программу.



### Как будет проходить консолидация?

Напрашивается вариант когда РФ вносит в Восток-РАО (или в Русгидро) взамен новых акций этого холдинга свои доли в СЭК и ДВУЭК, одновременно это могут сделать Donalink с 34% ДЭК, а само Русгидро внесет в дочку свои 29% Якутскэнерго, 1% ДЭК и 28% СЭК. Этот сценарий немного упрощает владение активами, но не решает главные вопросы стоящие перед Русгидро. Тем более и в Восток-РАО и в ДЭК останутся миноритарии.

#### 2015. Самый простой вариант консолидации



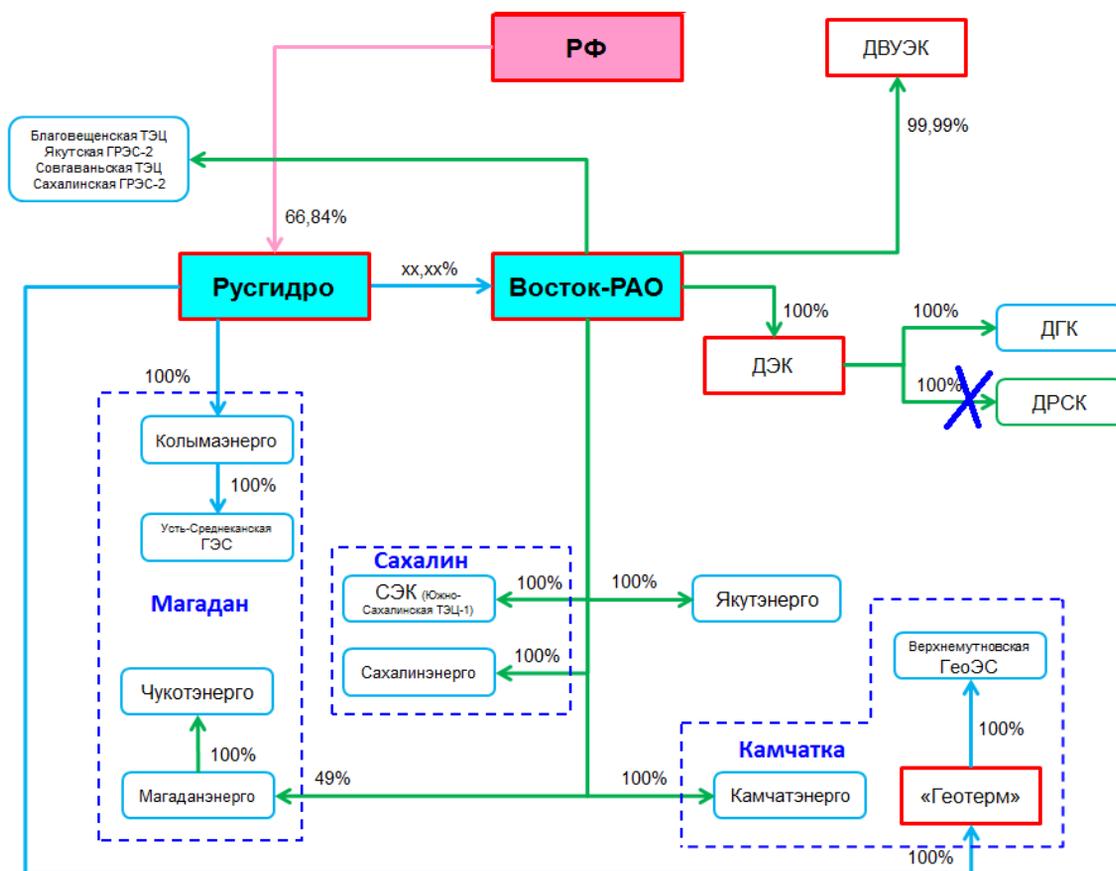
Присоединение активов к Русгидро или упразднение Восток-РАО мы не рассматриваем. Это слишком затратно, так как возможно понадобится выкупать доли миноритариев самой Русгидро несогласных с данной реорганизацией.

Присоединение ДЭК к Восток-РАО давно анонсировано, теперь только в схему добавлен ДВУЭК, но как передать деньги из Русгидро и в дальнейшем 4 станции?

### Переход на единую акцию

Я считаю, что только переход Восток-РАО на единую акцию позволит объединить на его базе все активы Русгидро и государства на Дальнем Востоке. Объективно из имеющейся информации не ясно будут ли в этом участвовать изолированные энергосистемы Сахалина, Магадана и Камчатки. Это было бы логично.

#### 2015. Логичная консолидация



Имеющейся компетенции не хватит чтобы сделать оценку компаний и акций, для выкупа и обмена на Восток-РАО или Русгидро. По большому счету оценка может быть любой. Поэтому рекомендаций нет и следует лишь следить. Действительно акции дальневосточных компаний с одной стороны фантастически дешевы, с другой неперспективны с финансовой точки зрения, компании убыточны. Именно поэтому Русгидро все и затевает, чтобы упростить управление, снизить долг и наконец передать новые станции на баланс.

Однако мы видим:

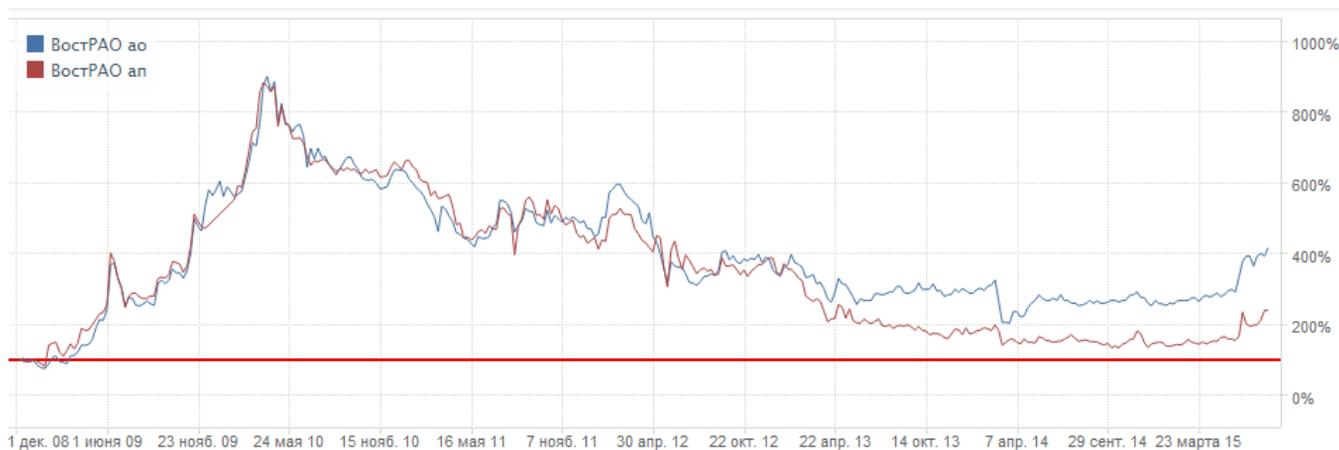
Закуп в [Восток-РАО](#) в июне, без новостей.

Мартовский всплеск в [ДЭК](#).

Можно выделить весенний спрос в [Магаданэнерго ап](#), но он сдулся.

Легкий подъем котировок с конца июля после выхода новостей про консолидацию в ДЭК и Восток-РАО ап.

Как мы знаем, при любой реорганизации префы голосуют и получают право на выкуп. Префы Восток-РАО торгуются с большим дисконтом к обычке, и существенной недооценкой к номиналу в [0,5 рубля](#), ниже которого допэмиссию выпускать нельзя. Характерно, что Русгидро не видит разницы между префами и обычкой и оценивало ранее два типа акций одинаково. Предположительно в Восток-РАО ап есть апсайд не менее 70%, до текущей цены обычки в 0,26 рубля, однако Русгидро ранее оценивало акции Восток-РАО (оба типа) и по [0,35](#), по [0,5](#), по [0,52](#) рубля.



Также с огромным дисконтом к обычке торгуются [префы Магаданэнерго](#), но это неликвидные акции. Тем не менее при реорганизации Магаданэнерго бумаги будут оценены одинаково. Опять же весь вопрос в том как оценят Магаданэнерго по 1 рублю или по 10? И будет ли оно участвовать в реорганизации? Повторю оценить это вне нашей компетенции и риски высоки.

## Роль СУЭК (Андрей Мельниченко) в сделке.

Структуры СУЭК или Андрея Мельниченко владели и владеют серьезными пакетами в ряде энергетических компаний Сибири и Дальнего Востока. Таким образом они пытались обеспечить себе надежный сбыт своего угля. Однако постепенно выходят из них, оставив себе лишь активы бывших Кузбассэнерго и Енисейской ТГК (ТГК-12 и ТГК-13) объединенных в Сибирскую Генерирующую компанию (СГК).

Доля 27,81% в ТГК-14 обменяны на блокпакет ТГК13 с Норильским никелем в 2007.

Доля 31,30% в ТГК-11 продана Интер-РАО по оферте в 2009.

Доля 25,02% в Красноярской ГЭС обменяна на акции Русгидро в 2010.

Доля 24,70% в Якутэнерго обменяна на акции Русгидро в 2011.

Кузбассэнерго и ТГК-13 поделены на отдельные станции и управляются СГК.

Осталось 33,7% ДЭК, 25% Кузбассэнергосбыта и 40% МРСК Сибири (в 2013 докуплен пакет у ГКМ). Вероятно пакет Мечела в Кузбассэнергосбыте будет докуплен. Что будет с долей в МРСК непонятно, а пакет в ДЭКе будет продан или обменян на Восток-РАО.

От позиции СУЭК (Мельниченко) зависит консолидация ДЭК в Восток-РАО, а без ДЭК проводить реформы в регионе нет смысла. Тем более без этого не продать сетевую ДРСК.



## Привилегированные акции

Привилегированные акции PAO Востока редкий тип бумаги. Free-float примерно 500 млн. акций, оценивается в 70 млн. рублей. Купить их очень сложно. Главное это номинал акций в **0,5 рубля**, доэмиссии не могут размещаться ниже этой цены. Дивиденды определены уставом в 1,83% от чистой прибыли на все префы.

6.4. Привилегированные акции Общества имеют одинаковую номинальную стоимость и предоставляют их владельцам одинаковый объем прав.

Акционеры-владельцы привилегированных акций имеют право на получение ежегодного фиксированного дивиденда. Общая сумма, выплачиваемая в качестве дивиденда по каждой привилегированной акции, устанавливается в размере 10 (десяти) процентов чистой прибыли Общества по итогам финансового года, разделенной на число акций, которые составляют 25 (двадцать пять) процентов уставного капитала Общества на дату государственной регистрации Общества в качестве юридического лица. При этом, если сумма дивидендов, выплачиваемая Обществом по каждой обыкновенной акции в определенном году, превышает сумму, подлежащую выплате в качестве дивидендов по каждой привилегированной акции, размер дивиденда, выплачиваемого по последним, должен быть увеличен до размера дивиденда, выплачиваемого по обыкновенным акциям.

В целом free-float Восток-PAO 13,8%.



## Риски:

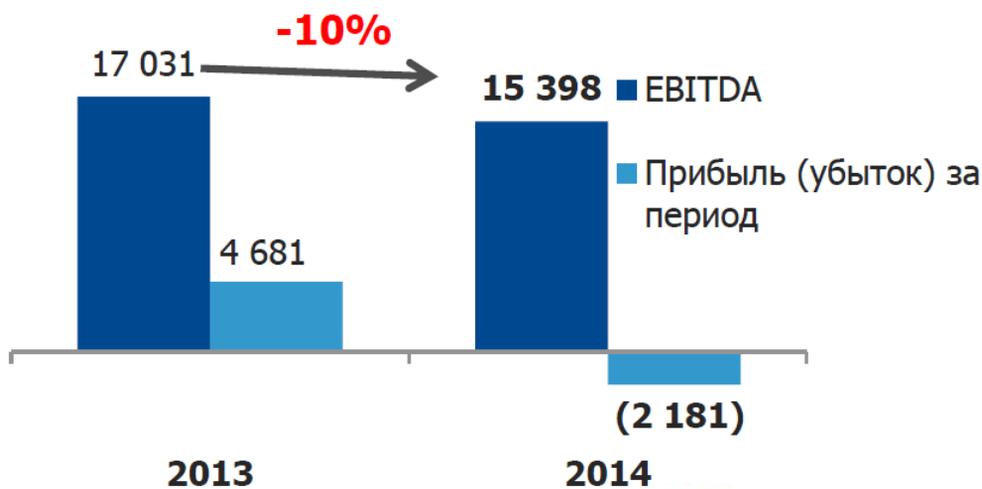
Главный риск я вижу в том, что реорганизация просто не будет проведена. Тогда дожидаться прибыли придется очень долго и акции зависнут на годы. К этому надо быть готовым и не выделять на идею более 1% капитала или вообще не покупать. Есть опасения что после этого обзора будет повышенная активность в акциях восточной энергетики, надо трезво понимать для чего покупать.

Однако рынку очевидно, что Русгидро так или иначе проведет консолидацию, тем более для этого проводится допэмиссия на 85 млрд. + 1 млрд. от Якутии. Есть указ от правительства РФ.

28 августа Русгидро отчитывается за 1-е полугодие 2015 по МСФО и будет конкретика по схеме сделки.

Восток-РАО имеет чистый долг 65 млрд. рублей при 15 млрд. рублей EBITDA. Коэффициенты  $\text{долг}/\text{EBITDA}=4,3$ ,  $\text{EV}/\text{EBITDA}=5$ . Допэмиссия погасит долг и позволит экономить на процентах. То есть она экономически оправдана и необходима для выведения дальневосточной энергетики в устойчивый плюс.

### Чистая прибыль (убыток) и EBITDA, млн. руб.



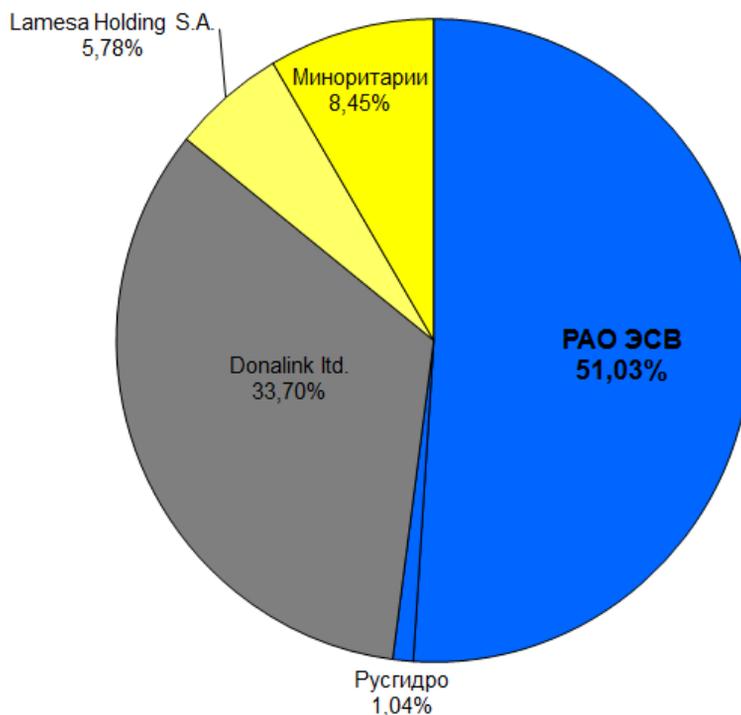
Самый самый плохой сценарий реорганизации это оценка Восток-РАО по средней за полгода (ниже нельзя). Это около 0,2 рублей, а это дает маржу безопасности для префов.

## Дочерние компании Восток-РАО:

Низкая оценка это всегда риск и непредсказуемо. Но мы имеем дело с Русгидро, которая придерживается высоких корпоративных стандартов и всегда соблюдало закон об АО. Для любой реорганизации необходима поддержка 75% акционеров компании.

В **ДЭК** есть не только Мельниченко с 33,7% акций, способный заблокировать объединение с Восток-РАО. С 5,78% сидит офшор КЭС. ДЭК на бирже стоит больше материнской компании, что странно. Если ДЭК оценят выше текущих, то это автоматически увеличивает оценку материнской компании.

### Структура акционеров ОАО "ДЭК"



В **Магаданэнерго** с пакетом в 8-15% сидит Prosperity.

В **Сахалинэнерго** у крупных миноритариев 30% акций.

В **Якутэнерго** крупных миноритариев не осталось и у Русгидро с дочками 79,16% акций.

В **Камчатэнерго** доля Восток-РАО 98,68%.

## Отказ от ответственности:

\*Данный обзор нужен лишь для структурирования информации указанной в группе Alenka Capital в социальной сети «В Контакте» и не является указанием к действию. Мы с трудом предвидим будущее, к нашему сожалению. Мы призываем Вас думать своей головой и традиционно рекомендуем принимать инвестиционные решения самостоятельно в душевном комфорте, предварительно самостоятельно произведя расчеты при помощи ручки, листка бумаги и калькулятора.

Ни при каких обстоятельствах инвестиционный бюллетень не должен использоваться или рассматриваться как побуждение к покупке или продаже ценных бумаг. Несмотря на то, что данный материал был подготовлен с максимальной тщательностью, ALENKA CAPITAL и Марламов Э.Т. не дают никаких прямых или косвенных заверений или гарантий в отношении достоверности и полноты включенной в бюллетень информации. ALENKA CAPITAL и Марламов Э.Т. не несут никакой ответственности за любые прямые или косвенные убытки от использования.

*\*\*Копирование данного материала без согласования с автором запрещено.*

*\*\*\* Данный бюллетень распространяется на безвозмездной основе. Отблагодарить автора вы можете отправив перевод по этим реквизитам:*

QIWI 4890 4941 1935 9859

Сбербанк 4276 3100 1832 8080

ВТБ 4272 2903 3762 4530

Yandex 4100 1917 2370 06