

25 августа

**Марат Авлеев**  
 + 7 3832 11 90 90

 Россия  
 Электроэнергетика

# Красноярскэнерго

## Подтверждение рекомендации

**ПОКУПАТЬ**

<b>Bid</b>	\$ 0.210
<b>Ask</b>	\$ 0.410
Тикер	KRNG
Ценовой ориентир	\$0.47
Количество акционеров	13 311
Market Cap	\$ 186 m
<b>Количество акций</b>	
Обыкн.	596 m
Привилег.	169 m

### Инвестиционные характеристики

- Красноярскэнерго является одной из крупнейших энергокомпаний Сибири. Ее основной инвестиционный потенциал составляет собственная генерация с установленной мощностью 2 075 МВт и монопольное положение перепродавца энергии Красноярской ГЭС, мощность которой составляет 6 000 МВт. При этом компания контролирует только 25% в уставном капитале ГЭС.
- Устойчивое положение компании обеспечивается наличием крупных промышленных потребителей в регионе, которые заинтересованы в установлении контроля над Красноярскэнерго.
- Важным стратегическим моментом является ввод первой очереди Богучанской ГЭС в 2005 году. Пока не ясно, будет ли она конкурировать с Красноярскэнерго в регионе, либо, наоборот, у компании появится еще один дешевый источник энергии. Учитывая энергодефицитность региона и принадлежность обеих компаний к РАО ЕЭС, наиболее вероятен второй сценарий, позитивный для Красноярскэнерго.
- Рынок акций Красноярскэнерго малоликвиден в силу того, что заинтересованные компании уже приобрели блокирующие пакеты в этом АО-энерго. Количество акций, находящихся в свободном обращении, составляет около 25%. Однако, по некоторым данным, Норильский Никель располагает 40%-ми акций компании, что оставляет на free float только порядка 10%.
- Несмотря на значительное улучшение финансового положения в этом году, Красноярскэнерго близко к среднеотраслевым сравнительным показателям.
- Для расчета ценового ориентира по акциям мы использовали несколько методик, на основании которых мы повысили оценку стоимости акций с \$0,33 до \$0.47 за одну обыкновенную акцию. Мы сохраняем нашу рекомендацию по акциям эмитента – Покупать.

### Performance

	KRNG	RTSi
1w	0%	4.8%
1m	42%	-8.2%
3m	42%	10.9%
6m	23%	37.2%
12m max	\$0.320	518.07
12m min	\$0.145	313.99

### Оценки

	РСБУ	2001	2002	2003E	2004E
P/S, x		0.20	0.34	0.55	0.51
P/Book Value, x		0.09	0.21	0.43	0.45
Кап-я/Уст. мощн, \$/Вт		0.03	0.07	0.135	0.141
Total debt/Capital, %		3	9	12	12
EBIT margin, %		12.5	9.4	12.1	13.2
EBITDA margin, %		16.3	18.2	21.8	20.0
ROE, %		0.1	-10.2	1.4	2.2
EV/EBITDA, x		1.5	2.5	3.1	3.2
Дивиденды на акцию, \$		0.004	0.00	0.002	0.003
Дивид. дох-ть, %		3.8	0.00	0.4	0.6

## Характеристика компании

Красноярскэнерго является одной из крупных энергокомпаний Сибири. Установленная мощность – 2 075 МВт. Ежегодно предприятие реализует потребителям более 27 млрд кВтч электроэнергии, при этом собственное производство составляет порядка 10 млрд кВтч.

Данная энергокомпания, по сути, является монопольным перепродавцом электроэнергии Красноярской ГЭС (6000 МВт). Ежегодно Красноярскэнерго закупает у гидроэлектростанции порядка 17-20 млрд кВтч по цене менее 0.04 руб./кВтч. При этом, средний тариф, по которому электроэнергия отпускается потребителям Красноярскэнерго, в 2002 году составил 0,345 руб./кВтч, прогноз на 2003 год – 0,41 руб./кВтч. За счёт дешёвой генерации Красноярской ГЭС и развитой энергоёмкой промышленности в регионе предприятие формирует основную часть денежного потока.

Крупнейшими собственниками компании являются РАО «ЕЭС России» (51,75% от уставного капитала) и ГМК «Норильский никель» (23,48%). По неофициальным данным, ГМК владеет пакетом более чем в 40%.

Позиции «Норильского никеля» очень сильны в Красноярском крае, он формирует около 70% регионального бюджета. Нынешний губернатор края А. Хлопонин пришёл к власти при широкой поддержке ГМК, таким образом, влияние властей на политику Красноярскэнерго более чем существенно.

Топливом для тепловых электростанций энергокомпании является уголь, ежегодно потребляется порядка 12 млн т. Основным поставщиком топлива является СУЭК «Байкал-Уголь», входящий в группу МДМ.

Наиболее дешёвой по себестоимости в регионе является гидрогенерация, поэтому РусАл достаточно давно стремится потреблять энергию непосредственно у Красноярской ГЭС, исключая «посредника». Это невыгодно для Красноярскэнерго, до сих пор компании удавалось сдерживать «натиск».

Присутствие в регионе влиятельных финансово-промышленных групп подогревает интерес к акциям Красноярскэнерго. Потенциально, помимо НорНикеля, к ним имеют интерес «Русский алюминий» и МДМ. Власти стараются сдерживать рост энерготарифов, что негативно для энергокомпании. С другой стороны, учитывая масштабы «Норильского никеля», снижается вероятность того, что Красноярская ГЭС «уйдёт на сторону». ГЭС позволяет давать в сеть более дешёвую электроэнергию населению и более эффективно проводить социальную политику.

Крупнейшим потребителем Красноярскэнерго является Красноярский алюминиевый завод (РусАл). На него приходится более 11 млрд кВтч реализуемой энергии и за счёт этого формируется 30% выручки. Среди потребителей можно также выделить Ачинский глинозёмный комбинат (РусАл), Красноярский металлургический завод, Ачинский НПЗ (Юкос).

Помимо того, что Красноярскэнерго является единственным потребителем, компания также владеет блокирующим пакетом (25.02%) Красноярской ГЭС. Данный факт позволяет предположить, что, как минимум, четверть текущего объёма перепродаваемой с ГЭС энергии будет и впредь поставляться через Красноярскэнерго. Таким образом, более высокая себестоимость тепловых станций компании будет сдерживаться не только внешними факторами, но и внутренними.

Дополнительно, энергокомпания ежегодно докупает на оптовом рынке (ФОРЭМ) более 6 млрд кВтч. Последний утверждённый тариф на поставляемую энергию с оптового рынка составляет 0,098 руб./кВтч, он является льготным. Повышение цен на ФОРЭМ негативно отражается на деятельности энергокомпании.

В Красноярском крае с 1979 года воздвигается Богучанская ГЭС. Стройку осуществляет и контролирует РАО «ЕЭС России».

**Улучшение финансовых показателей по сравнению с 2002 годом.**

Минувший год оказался неудачным для Красноярскэнерго. По его итогам компания получила чистый убыток в размере \$71 млн. Операционная прибыль составила \$38 млн, однако, на конечном результате отрицательно сказались операционные и внереализационные расходы: \$15 млн – начисленные пени, \$7 млн – списание дебиторской задолженности, \$32 млн – начисление резервов по сомнительным долгам, \$10 млн – расходы по уплате налогов, которые отнесены на финансовый результат, \$39 млн – налог на прибыль (с учётом корректировок).

Следует учитывать, что, по большому счёту, резко возросшие непроизводственные расходы являются единовременными, такими методами предприятия осуществляют «чистку баланса». После консультаций с финансовым отделом компании мы рассчитываем на то, что впредь непроизводственные затраты резко сократятся. Опираясь на собственное производство и положение на рынке, Красноярскэнерго способно генерировать чистую прибыль на уровне более \$15 млн, свободный денежный поток – более \$50 млн.

Между РАО «ЕЭС России» и властями Красноярского края в 2003 году заключено соглашение о том, что задолженность краевого бюджета перед энергетиками будет погашена до 2005 года. В 2003 году планируется погасить 25% задолженности, в 2004 году – 35%, в 2005 году – 40%. По итогам 2002 года задолженность перед Красноярскэнерго составила \$69 млн.

По итогам 1 квартала 2003 года энергокомпанией получена чистая прибыль в размере \$9 млн.

**Красноярскэнерго и «Русский алюминий» в борьбе за контроль над Красноярской ГЭС**

Красноярскэнерго, кроме тех активов, которыми владеет сегодня, ранее объединяло Саяно-Шушенскую ГЭС (6400 МВт), Красноярскую ГЭС (6000 МВт), Красноярскую ГРЭС-2 (1250 МВт), Берёзовскую ГРЭС-1 (1600 МВт). В ходе приватизации 90-х годов в России все четыре компании были выделены в отдельные АО.

Красноярской ГРЭС-2 и Берёзовской ГРЭС-1 сегодня на 100% владеет холдинг РАО «ЕЭС России». В Саяно-Шушенской ГЭС доминирующим акционером является также холдинг (78,9% от уставного капитала).

В принципе, РАО «ЕЭС» имело все права выделить свои активы, в них до сих пор сохраняется полный контроль. Ситуация с Красноярской ГЭС отличается тем, что на начальном этапе Красноярскэнерго имело в ГЭС контрольный пакет. Таким образом, РАО, владея 51,75% Красноярскэнерго, имело влияние и на ГЭС. Далее, компания «Русский алюминий» постепенно наращивала свою долю, проводя скупку акций на рынке и осуществляя допэмиссию акций по закрытой подписке. РАО «ЕЭС России» через суд оспаривало дополнительный выпуск акций, суды различных инстанций принимали решения как «за», так и «против».

Можно выделить поворотные моменты в утере контроля Красноярскэнерго над ГЭС. Во-первых, продажа 23%-го пакета Красноярскэнерго в пользу компании Танако. Танако, малоизвестная компания, была аффилирована с «Русским алюминием». Как в то время писали некоторые СМИ, сделка не прошла без ведома бывшего губернатора Красноярского края А. Лебеда. Поддержку ему оказывал прежний гендиректор Красноярского алюминиевого завода А. Быков.

Вторым моментом было одобрение вторичной эмиссии Красноярской ГЭС. В январе 1999 года ФКЦБ одобрила эмиссию, в результате которой доля Красноярскэнерго в уставном капитале ГЭС составила 24,04% (менее блокпакета).

Сегодняшний блокпакет Красноярскэнерго (25,02%) удалось консолидировать за счёт дополнительной покупки пакета ГЭС в 0,98% у компании «Промышленные инвестиции». За одну акцию было уплачено

\$0.375. В настоящий момент акции торгуются на уровне \$0.2 за штуку.

В итоге, РусАл владеет до 70% акций Красноярской ГЭС. **Тот факт, что Красноярскэнерго удалось консолидировать пакет, влияющий на деятельность Красноярской ГЭС, является крайне позитивным для энергокомпании.** Появился контроль над бизнесом доминирующего поставщика энергии, от которого значительно зависит положение самого Красноярскэнерго. Фактически, при оценке мощностей рассматриваемой нами энергосистемы следует учитывать не только 2 075 МВт установленной мощности входящих в компанию ТЭЦ и ГРЭС, но и 1500 МВт (25% от 6000 МВт) Красноярской ГЭС. Таким образом, мы имеем дело с активом, за которым стоит 3 575 МВт мощностей.

Схематично динамика долей крупных собственников в капитале Красноярской ГЭС изображена в таблице ниже. Доли, которые не учтены в таблице, приходятся на мелких портфельных инвесторов и физ. лиц.

	Красноярскэнерго	РусАл
До 1995 года	55%	12.32%
1995 год	32%	>50%
1997 год	29.6%	>52.4%
1999 год	24.04%	≈70%
2002 год	25.02%	≈70%

В настоящий момент «Русский алюминий» не теряет интереса к крупным энергетическим объектам Сибири. Алюминиевая компания имеет вместе с СУАЛ-холдингом контрольный пакет в Иркутскэнерго (12 882 МВт), которое поставляет энергию на Братский алюминиевый завод и предприятия СУАЛа в Иркутской области. Компания также не раз заявляла о намерении получить долю в строящейся в регионе Богучанской ГЭС (1 620 МВт).

Для того, чтобы решить вопрос с «энергетикой», РусАл заинтересован консолидировать крупный пакет в самом Красноярскэнерго. Не исключён вариант, что «Норильский никель», со временем, перепродает свою долю, но до этого момента наступит, как минимум, смена власти в регионе.

#### Строительство Богучанской ГЭС

Богучанская ГЭС является знаменитым «долгостроем» ещё со времён Советской эпохи. Её строительство начато в 1979 году. Станция воздвигается на реке Ангара в Красноярском крае. Первоначальная проектная мощность ГЭС составляла 3000 МВт. Далее, когда стройка затянулось, а на возведение станции не стало хватать средств, речь зашла о 1 620 МВт к 2010 году. Первую очередь Богучанской ГЭС мощностью 540 МВт РАО «ЕЭС России» планирует ввести в 2005 году.

От станции планируется провести две мощных линии электросети (по 500 кВ) на Красноярск. С выходом ГЭС на полную мощность в Красноярском крае наступит избыток электроэнергии. Дополнительный объём дешёвой по себестоимости энергии (0.04-0.05 руб. за 1 кВтч) может в 2005 году составить порядка 2 млрд кВтч. **На деятельности Красноярскэнерго это скажется положительно, поскольку ежегодно компания закупает на оптовом рынке более 6 млрд кВтч электроэнергии.** В 2003 году цена на ФОРЭМ для Красноярскэнерго составила 0,098 руб./кВтч, таким образом, у энергосистемы появится поставщик, электроэнергия которого будет вдвое дешевле.

С вводом дополнительных мощностей, Богучанская ГЭС способна поставлять энергию в Иркутскую область, на Дальний Восток и в Китай. Вероятно, что за поставки со станции может появиться конкуренция среди потребителей. Известно, что в соседней Иркутской области постепенно наращивается производство алюминия и, даже при максимальной выработке в 17,6 млрд кВтч (при вводе всех первоначально проектируемых 3000 МВт), область готова потреблять от Богучанской ГЭС до 14,6 млрд кВтч.

«Русский алюминий» также нацелен на долю в капитале Богучанской ГЭС. В 2002 году подымался вопрос о выдаче компанией кредита под залог акций ГЭС. Решение не было принято из-за возражений со стороны РАО «ЕЭС России», которое владеет 64,23% станции. В настоящий момент есть информация, что «алюминщикам» удалось консолидировать на рынке некоторый пакет.

#### Оценка на основе затрат на строительство новых активов и доли в ГЭС

В данном разделе постараемся оценить потенциальную капитализацию Красноярскэнерго на основе затрат, которые придётся понести инвестору при сооружении аналогичных мощностей.

Стоимость сооружения 1 кВт мощности парогазовой электростанции составляет в сегодняшних ценах более \$600, станции которая работает на угле – более \$800. В Красноярском крае расположено 20% мировых запасов угля, поэтому неудивительно, что теплогенерирующие мощности энергосистемы представлены станциями, работающими на угле. Таким образом, их следует просчитывать по \$800/кВт.

Учитывая данный факт, а также существующий износ активов, рассчитаем стоимость мощностей Красноярскэнерго.

Установленная мощность, МВт	2 075
Необходимые затраты на строительство мощностей, млн \$	1 660
Накопленный износ оборудования, %	60
Стоимость мощностей с учётом износа, млн \$	664
Технологический резерв мощностей, %	15
Стоимость мощностей без учёта технологического резерва, млн \$	564
Дисконт, %	50
Стоимость с учётом дисконта, млн \$	282

Данные: Брокеркредитсервис, РТС, Красноярскэнерго

В 50%-ый дисконт заложены различные риски. В частности, РАО «ЕЭС России» владеет 51,75% акций компании и есть вероятность, что холдинг в ходе реформы может принять решение, которое не выгодно миноритарным акционерам региональной энергосистемы.

Как мы уже упоминали выше, Красноярскэнерго принадлежит 25% в собственности Красноярской ГЭС, поэтому при расчёте стоимости акций энергосистемы необходимо также учесть и стоимость доли в ГЭС. В настоящий момент сооружение 1 кВт гидро-мощностей составляет \$900 и более. Если «отстраивать» Красноярскую ГЭС (6000 МВт) заново, то необходимо затратить порядка \$5,4 млрд. С учётом различных дисконтов получается следующая стоимость 25%-ой доли:

Установленная мощность, МВт	6 000
Необходимые затраты на строительство мощностей, млн \$	5 400
Накопленный износ оборудования, %	30
Стоимость мощностей с учётом износа, млн \$	3 780
Технологический резерв мощностей, %	15
Стоимость мощностей без учёта технологического резерва, млн \$	3 213
Доля Красноярскэнерго в капитале ГЭС, %	25
Стоимость доли Красноярскэнерго, млн \$	803
Дисконт, %	50
Стоимость доли с учётом дисконта, млн \$	402

Данные: Брокеркредитсервис, СКРИН, Красноярская ГЭС

Получается, что стоимость доли в ГЭС превосходит стоимость генерирующих активов самого Красноярскэнерго. Оценка представляется завышенной. В

любом государстве постройка ГЭС – это стратегический проект. Значительные средства вкладываются не на генерирование денежного потока и прибыли в будущем, а на доступ к дешёвому источнику электроэнергии. За счёт ГЭС понижается общая себестоимость электроэнергии на рынке. Исходя из этого, вряд ли сторонний инвестор возьмётся за финансирование подобного строительства. Полученные \$402 млн – стоимость вполне реальная, но полностью на неё нельзя опираться при расчёте капитализации.

Более адекватно, на наш взгляд, взять ту цену за одну акцию, которую уплатило Красноярскэнерго при покупке 0,98%-го пакета в 2002 году, и на основе неё рассчитать стоимость всей доли энергокомпании в ГЭС:

Цена, уплаченная за одну обыкновенную акцию, \$	0.375
Количество акций в 25%-ой доле, млн шт.	98
Стоимость доли Красноярскэнерго, млн \$	37

*Данные: Брокеркредитсервис, СКРИН, Интерфакс*

В настоящий момент капитализация Красноярской ГЭС составляет порядка \$60 млн (\$0.15 за акцию). Однако, данная станция выглядит значительно недооценённой по сравнению с другими объектами электроэнергетики. Поскольку бумага неликвидна, довольно сомнительно опираться на стоимость акций в мелких сделках при расчёте крупного пакета. Из этих соображений взята сумма в размере \$37 млн, а не \$15 млн (0,25\*\$60 млн).

Можно также грубо оценить стоимость имеющихся у Красноярскэнерго сетей (ЛЭП). Поскольку предприятия расположены на значительном расстоянии друг от друга, какая бы станция не производила энергию, электросети остаются значимым активом. Красноярскэнерго в своём регионе является их монопольным владельцем. Мы учтём лишь наиболее крупные линии - напряжением 35-220 кВ.

Общая протяжённость ЛЭП 35-220 кВ, км	9 188
Стоимость прокладки 1 км, тыс. \$	9 000
Общая стоимость ЛЭП, млн \$	83
Накопленный износ, %	60
Стоимость с учётом износа, млн \$	33

*Данные: Брокеркредитсервис, Красноярскэнерго*

Полученную стоимость ЛЭП можно взять без дисконта, поскольку риски того, что через сети не будет передаваться электроэнергия (от любого производителя), минимальны. Из-за того, что прочие активы (трансформаторы, мелкие линии...) учесть достаточно сложно, мы их в расчёт не берём.

В итоге, имеем следующую стоимость активов, которыми располагают акционеры Красноярскэнерго:

Стоимость генерации, млн \$	282
Стоимость доли в ГЭС, млн \$	37
Стоимость ЛЭП, млн \$	33
Итоговая стоимость активов, млн \$	352
Доля обыкновенных акций в общей капитализации, %	86
Стоимость, приходящаяся на обыкн. акции, млн \$	303
Расчётная цена акции Красноярскэнерго, \$	<b>0.51</b>
Текущая цена акции (по последн. сделке в РТС), \$	0,27
Потенциал роста курсовой стоимости акции, %	89%

*Данные: Брокеркредитсервис*

## Сравнение с другими энергокомпаниями

Красноярскэнерго можно сравнить по соотношению текущей капитализации и основных характеристик (мощность, выручка) с другими энергосистемами. В качестве примера можно привести работающие на угле Кузбассэнерго, Читаэнерго и Челябинэнерго, а также основанную на гидрогенерации Иркутскэнерго. Учитывая долю в ГЭС, для Красноярскэнерго мы берём установленную мощность 3575 МВт (2075 МВт + 0,25\* 6000 МВт). Сопоставление даёт следующие результаты:

	Капитализация/ Установленная мощность, \$/Вт	Капитализация/ Выручка
Красноярскэнерго	0.052	0.45
Челябинэнерго	0.059	0.26
Кузбассэнерго	0.042	0.41
Читаэнерго	0.093	0.34
Иркутскэнерго	0.035	1.11

Данные: Брокеркредитсервис

Компания средне смотрится на фоне других эмитентов.

## Оценка по DCF

Агрегированные расчёты, основанные на существующей отчётности компании, представлены в таблице.

Необходимо отметить, что данный дисконтированный денежный поток рассчитан для компании, которая в структуре своего капитала имеет только собственные активы. Заёмные средства привлекаются, но они не учитываются в стоимости компании. Отсюда и довольно высокая стоимость капитала, которая привязана к рыночной доходности, рассчитываемой по модели CAPM.

(РСБУ) млн \$	2003E	2004E	2005E	2006E
Чистая прибыль	9.3	14.8	19.6	21.3
Амортизация	50.6	53.9	57.5	55.8
Денежный поток от опер. деят.	59.9	68.8	77.1	77.2
Изменения в рабочем капитале	0.8	0	0	0
Капитальные затраты	22.6	18.8	15.2	11.8
Оплата процентов и осн. долга	14.2	16.9	14.5	14.1
Средства от новых заимств.	29.0	29.1	21.2	20.6
Дивид. по привилег. акциям	1.6	2.8	2.9	3.2
Чистый денежный поток (ЧДП)	49.7	59.4	65.7	68.7
Дисконтированный ЧДП	43.3	40.8	36.1	30.6
Стоимость капитала, %	29	27	25	23

Данные: Брокеркредитсервис

На основе данной модели получаются следующие результаты для стоимости обыкновенной акции Красноярскэнерго:

Собственный капитал, млн \$	285
Терминальная стоимость*	151
Цена акции (\$)	<b>0.478</b>

Собственный капитал основывается на денежных потоках до 2006 года. Смысл терминальной стоимости состоит в следующем: какова дальнейшая остаточная стоимость активов при устойчивом свободном денежном потоке (в данном случае \$68.7 млн).

## Оценка по EV/EBITDA

Методика основывается на следующих финансовых результатах

\* Темп роста в терминальной стоимости (1.05%) рассчитан на основе ROE = 1.5% и Retention Ratio = 0.7.

Красноярскэнерго:

(РСФО) Млн \$	2001	2002	2003E	2004E
Выручка	309	406	509	572
Прибыль от основной деят.	35	38	61	75
Прибыль до налогообложения	18	-32	20	36
Налог	11	39	11	22
Чистая прибыль	7	-71	9	14
EV	82	183	344	367
ЕВITDA	54	74	111	115
EV/ЕВITDA	1.5	2.5	3.1	3.2
Долг	24	54	69	80
Денежные средства	8.9	7.9	5.8	7.0
Капитализация, млн \$	67	136	281	293
Стоимость акции, \$	0.10	0.20	<b>0.41</b>	0.43

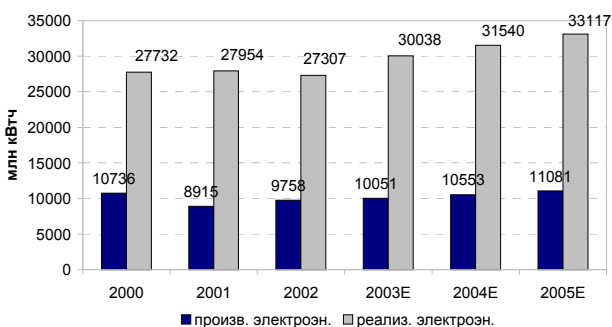
Данные: Красноярскэнерго, Брокеркредитсервис

В отличие от расчёта EV/ЕВITDA в 2002 году, сейчас мы приводим этот показатель, не учитывая в EV кредиторскую задолженность. В качестве долгов берутся в расчёт только долгосрочные заимствования и кредиты (займы) банков. Основанием для этого является то, что кредиторская задолженность погашается за счёт возврата дебиторской.

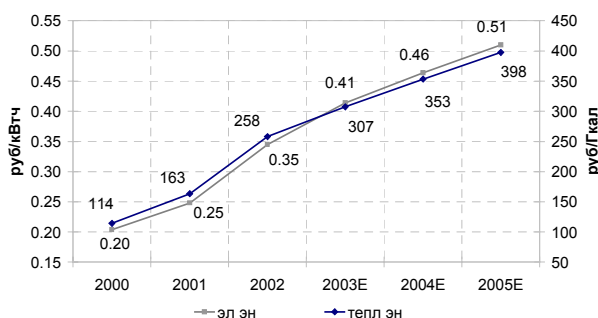
Механизм оценки стоимости акции по данной методике таков: берётся соотношение EV/ЕВITDA за прошедший год, рассчитывается будущая динамика ЕВITDA, перемножается EV/ЕВITDA на ЕВITDA и получается прогноз по EV (стоимость предприятия). Соотношение EV/ЕВITDA для разных лет корректируется с учётом роста выручки, балансовой стоимости, ЕВITDA и чистой прибыли. Отнимая из EV долги и прибавляя денежные средства, получаем ориентир по капитализации. Стоимость одной акции Красноярскэнерго в данном случае составила **\$0.41**.

Тарифы, а также динамика выработки и реализации электроэнергии у предприятия таковы:

Общая выработка и реализация эл энергии



Отпускные тарифы на эл и тепл энергию



Данные: Брокеркредитсервис, PAO «ЕЭС России», Красноярскэнерго

**Риски**

В данном разделе выделим основные риски, которые связаны с владением акциями Красноярскэнерго.

- В качестве основного риска следует рассматривать уход Красноярской ГЭС как основного поставщика энергии по низким тарифам. Такой вариант лоббирует РусАл. Вопрос в том, удастся ли компании отстоять свои интересы. Напомним, что область и НорНикель заинтересованы в сдерживании алюминщиков.
- Также мы негативно рассматриваем возможность того, что Богучанская ГЭС сможет частично оттеснить Красноярскую ГЭС от поставок энергии.



Может получиться, что Красноярскэнерго будет вынуждено сократить поставки на Красноярский алюминиевый завод. Сдерживающим фактором будет доля РАО «ЕЭС» как в Богучанской ГЭС, так и в Красноярскэнерго. Вместо вытеснения другой своей компании логично, например, поставлять энергию на Дальний Восток.

- Отрицательно может сказаться, с одной стороны, чрезмерное сдерживание тарифов на отпускаемую электроэнергию, с другой стороны, наращивание расходов. Это негативно скажется на финансовом положении компании.
- Следует учитывать, что рынок акций Красноярскэнерго является низколиквидным. Акционер несёт на себе риск того, что в случае необходимости продать данные ценные бумаги, он может потерять часть средств, поскольку сможет избавиться от акций только по искусственно заниженной цене спроса. Основная тому причина – традиционно высокий спрэд в котировках на данные акции.

Основным акционером Красноярскэнерго является РАО «ЕЭС России» – **51.75%** в уставном капитале. Другим крупным акционером компании является «Норильский никель» - контролирует от **23,48% до 40%**. Остальные акции распределены по рынку среди мелких держателей.

#### Итоговый ценовой ориентир

В данной работе было использовано несколько методик для оценки стоимости обыкновенной акции Красноярскэнерго. Поскольку полученные по разным критериям результаты различаются, необходимо подвести некоторую общую оценку. Для этого взвесим полученные ориентиры с равными весами.

Применяемая методика	Цена акции, \$	Вес оценки
Оценка на основе затрат на строительство новых активов и доли в ГЭС	0.51	1/3
Оценка по DCF (метод дисконтированных чистых денежных потоков)	0.478	1/3
Оценка по EV/EBITDA	0.41	1/3
Общая оценка	0.47	

#### Резюме

В данной работе нами получен итоговый ценовой ориентир по стоимости обыкновенной акции Красноярскэнерго на уровне **\$0,47**. Учитывая то, что в настоящий момент акция данного эмитента торгуется в пределах \$0,205-\$0,340 за штуку, а также обращая внимание на упомянутые риски, мы рекомендуем **Покупать** акции Красноярскэнерго.

**Аналитический отдел****Шеин Максим**  
[massimo@bcs.ru](mailto:massimo@bcs.ru)**руководитель отдела, нефть и газ****Жабин Вячеслав**  
[sla@bcs.ru](mailto:sla@bcs.ru)**металлургия****Завараев Василий**  
[vaz@bcs.ru](mailto:vaz@bcs.ru)**экономика, зарубежные рынки****Авлеев Марат**  
[marat@bcs.ru](mailto:marat@bcs.ru)**электроэнергетика****Воробьев Илья**  
[ilyav@bcs.ru](mailto:ilyav@bcs.ru)**телекоммуникации, финансы****Осипов Сергей**  
[osv@bcs.ru](mailto:osv@bcs.ru)**фиксированная доходность**