



ВОЗОБНОВЛЕНИЕ ПОКРЫТИЯ

Российские сети

В ожидании лучших экономических условий

Матвей Тайц+7 (495) 980 43 89 (доб. 54389)
Matvey.Tayts@gazprombank.ru

Неблагоприятная обстановка в секторе

Мы возобновляем аналитическое покрытие компании "Российские сети" (Россети) и ее дочерних предприятий. Наш прогноз по сектору — нейтральный. Контролируемый государством электросетевой холдинг "Россети" сосредоточил усилия на реализации инвестиционной программы, используя для этих целей все доступные финансовые ресурсы. При этом показатели рентабельности компании находятся под давлением из-за слабой динамики спроса на электроэнергию, растущей инфляции и государственных ограничений на повышение тарифов. В сравнении с зарубежными аналогами компания недооценена по мультипликаторам EV/EBITDA и P/E, что вполне оправданно, так как дивиденды Россетей вряд ли способны предложить инвесторам высокую доходность в среднесрочной перспективе.

Рост тарифов и гибкость инвестпрограммы...

- ▶ **Тарифы «разморожены».** С 1 июля текущего года тарифы на передачу электроэнергии увеличились в среднем на 7,5% после «заморозки» тарифов на 2014 г.
- ▶ **Возможность выборочной поддержки «дочек».** В настоящее время Россети обсуждают дополнительное повышение тарифов по ряду дочерних предприятий, находящихся в тяжелом финансовом положении.
- ▶ **Инвестпрограмма может быть сокращена.** Компания может проявить гибкость и скорректировать размер инвестиционной программы в соответствии с меняющейся обстановкой.
- ▶ **Меры по снижению затрат.** Россети приняли ряд мер, направленных на экономию и повышающих эффективность операционной деятельности.

...на фоне неблагоприятных экономических тенденций

- ▶ **Снижение ВВП, рост инфляции и риск низких тарифов.** Экономический спад, высокая инфляция и давление на тарифы негативно отражаются на показателях рентабельности в сетевом секторе.
- ▶ **Возникают проблемы с поступлением денежных средств.** На фоне спада в российской экономике продолжает ослабевать платежная дисциплина.
- ▶ **Приватизация откладывается.** Вопрос о приватизации энергосетевых компаний сейчас не обсуждается.
- ▶ **Перспективы по дивидендам не вселяют оптимизма.** В отношении дивидендов в этом году вырисовывается далеко не радужная картина — компания не планирует выплачивать дивиденды с консолидированной прибыли.
- ▶ **Готовится размещение акций.** Россети планируют разместить допэмиссию с целью оказания поддержки своим «дочкам».

ТИКЕР	RSTI RX
Текущая цена, руб.	0,46
Целевая цена, руб.	0,45
Потенциал роста	-2%
Рекомендация	ПО РЫНКУ

Источник: Bloomberg, расчеты Газпромбанка

ИНФОРМАЦИЯ О КОМПАНИИ

Рын. кап., млн долл.	1 099
Чистый долг, млн долл.	8 004
EV, млн долл.	13 436
Макс. за 52 недели, руб.	0,64
Мин. за 52 недели, руб.	0,32

Источник: Bloomberg

Динамика котировок акций РОССЕТЕЙ и индекса ММВБ



Источник: Bloomberg

**Оценка**

- ▶ **Обоснованная недооцененность в сравнении с аналогами.** По сравнению со своими зарубежными аналогами Россети торгуются с дисконтом по мультипликаторам 2015E P/E и EV/EBITDA. Недооцененность компании видится нам обоснованной, ввиду разочаровывающего прогноза по дивидендам.

Описание компании и нашей модели

- ▶ **Место Россетей в российской электроэнергетике.** Россети – это холдинг, которому принадлежат контрольные доли в межрегиональных сетевых компаниях и Федеральной Сетевой Компании (ФСК).
- ▶ **Допущения, заложенные в модель.** Наша модель оценки компании основана на финансовых результатах по МСФО, опубликованных группой "Россети" и ее дочерними предприятиями. Основные показатели были выведены на базе ожиданий по росту тарифов, инфляции расходов компании и планов по инвестициям.

Ключевые финансовые показатели, млн руб.

	2012	2013	2014	2015П	2016П	2017П
Выручка	652 183	755 806	759 608	757 685	826 980	896 634
ЕБИТДА	198 894	228 224	235 593	224 796	245 811	278 273
Рентабельность по ЕБИТДА	30,5%	30,2%	31,0%	29,7%	29,7%	31,0%
Чистая прибыль	43 855	-159 389	-25 257	45 314	55 344	75 657
EV/ЕБИТДА, х	4,0	3,8	3,6	4,1	3,8	3,3
P/E, х	1,7	nm	nm	1,7	1,4	1,0

Источник: данные компании, расчеты Газпромбанка



Оценочные коэффициенты

	2013	2014	2015П	2016П
P/E, x	nm	nm	1,7	1,4
EV/EBITDA, x	3,8	3,6	4,1	3,8
EV/Выручка, x	1,1	1,1	1,2	1,1
Дивидендная доходность	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%
Доходность свободных денежных потоков	-107,0%	4,6%	-13,6%	52,8%

Отчет о прибылях и убытках, млн руб.

	2013	2014	2015П	2016П
Выручка	755 806	759 608	757 685	826 980
Операционные расходы	-912 566	-759 805	-712 543	-774 515
Общехозяйственные расходы	0	0	0	0
Амортизация	-115 942	-125 910	-129 688	-138 607
EBITDA	228 224	235 593	224 796	245 811
Операционная прибыль	-148 821	14 122	95 107	107 204
Чистый финансовый доход	-8 167	-13 750	-38 465	-38 025
Прибыль до налогообложения	-190 401	-18 049	56 642	69 180
Налог на прибыль	31 012	-6 208	-11 328	-13 836
Чистая прибыль	-159 389	-25 257	45 314	55 344
Чистая прибыль на акцию	-0,98	-0,15	0,28	0,34

Основные показатели рентабельности

	2013	2014	2015П	2016П
Операционная прибыль	-19,7%	1,9%	12,6%	13,0%
EBITDA	30,2%	31,0%	29,7%	29,7%
Чистая прибыль	-21,1%	-3,3%	6,0%	6,7%

Балансовый отчет, млн руб.

	2013	2014	2015П	2016П
Денежные средства и их эквиваленты	61 917	82 576	52 951	70 409
Дебиторская задолженность	143 944	155 776	155 382	169 592
Товарно-материальные запасы	53 306	17 908	17 863	19 496
Итого текущие активы	288 655	287 526	257 461	290 764
Основные средства	1 595 862	1 643 586	1 737 300	1 799 850
Итого активы	1 946 039	1 984 079	2 047 729	2 143 581
Краткосрочный долг	57 808	93 227	85 125	85 602
Кредиторская задолженность	241 266	268 469	267 789	292 280
Итого краткосрочные обязательства	309 946	382 114	373 333	398 301
Долгосрочный долг	492 229	485 409	512 526	528 067
Итого отсроченные обязательства	574 402	563 161	590 278	605 819
Итого акционерный капитал	765 759	752 980	789 231	833 506
Доля меньшинства	295 932	285 824	294 887	305 955
Итого обязательства и акционерный капитал	1 946 039	1 984 079	2 047 729	2 143 581

Отчет о движении денежных средств, млн руб.

	2013	2014	2015П	2016П
Операционный денежный поток	195 441	214 948	224 556	254 458
Изменение оборотного капитала	-32 783	-20 645	-240	8 647
Денежный поток от инвестиционной деятельности	-253 114	-166 290	-223 403	-201 156
вкл. капвложения	-266 415	-204 193	-223 403	-201 156
Денежный поток от финансовой деятельности	106 273	26 273	19 015	16 018
Изменение объема денежных средств	48 600	74 931	-29 625	17 458
Свободный денежный поток	-80 024	3 433	-10 175	39 466

Основные показатели долговой нагрузки млн руб.

	2013	2014	2015П	2016П
Общий долг	550 037	578 636	597 651	613 669
Чистый долг	488 120	496 060	544 700	543 260
Долг/капитал, x	0,7	0,8	0,8	0,7
Чистый долг/EBITDA, x	2,1	2,1	2,4	2,2

Источник: данные компании, расчеты Газпромбанка



СОДЕРЖАНИЕ

Рост тарифов и гибкие параметры инвестпрограммы	5
Экономические тенденции неблагоприятны для электросетевой отрасли	7
Описание компании и нашей модели	11
ФСК	15
МОЭСК	17
Ленэнерго.....	19
МРСК Центра	21
МРСК Центра и Приволжья	23
МРСК Урала.....	25
МРСК Волги.....	27
МРСК Юга.....	29



РОСТ ТАРИФОВ И ГИБКИЕ ПАРАМЕТРЫ ИНВЕСТИПРОГРАММЫ

Тарифы «разморожены»

Ключевой бизнес полностью регулируется государством. В 2014 г. консолидированная выручка Россетей выросла на 0,5% г/г, составив 759,6 млрд руб. При этом 82% всей выручки получено за счет распределения и передачи электроэнергии, а 5% — от услуг по присоединению к электросети. Тарифы на распределение и передачу электроэнергии регулирует государство. Фактически, изначальное политическое решение о повышении тарифов ведет к соответствующему решению регулятивного органа.

Тарифы были «заморожены» на протяжении полутора лет. Осенью 2013 г. правительство объявило о «заморозке» тарифов естественных монополий. Главной целью этого шага было поддержание бизнес-активности в стране и снижение инфляционного давления на экономику.

В следующем году рост тарифов может ускориться



Источник: расчеты Газпромбанка

Тарифы выросли впервые после «заморозки». С 1 июля этого года тарифы на передачу электроэнергии были повышены на 7,5%, что равнозначно среднегодовому росту на 3,8%. Это поможет Россетям поддержать показатели прибыльности до следующего повышения тарифов — в июле следующего года. Позитивное влияние от роста тарифов станет заметно в 2П15.

Ряд «дочек» получают дополнительную поддержку

Некоторым компаниям необходим дополнительный рост тарифов. Те региональные энергосбытовые компании, которые испытывают значительные трудности при осуществлении своей деятельности, могут рассчитывать на дополнительное повышение тарифов в течение следующего года. Таким образом, внеплановый рост тарифов может быть использован в качестве инструмента для поддержки финансовых показателей «дочек» Россетей, что снижает риски акционеров.

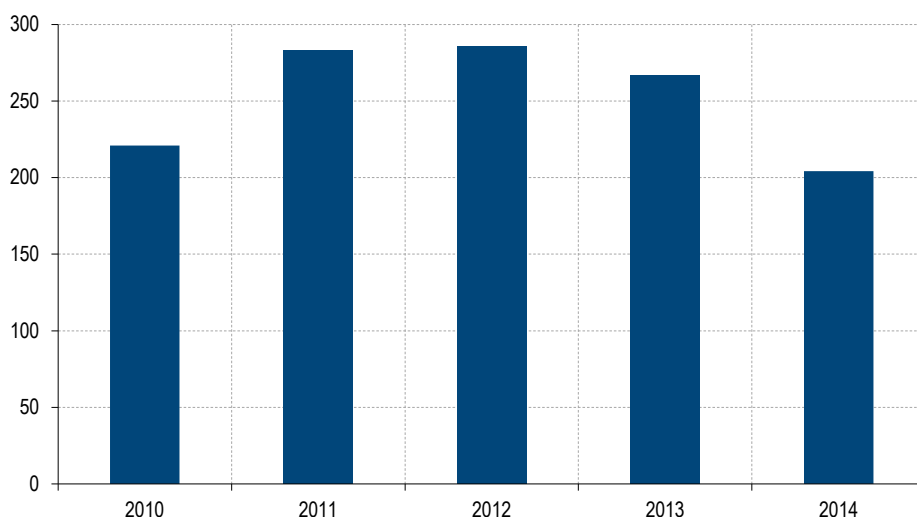
Сокращение инвестпрограммы

Гибкость в отношении объемов капложений. В 2014 г. Россети сократили инвестпрограмму на 23% до 204,2 млрд руб. из-за неблагоприятной макроэкономической обстановки, которая отразилась на деятельности компании.



Гибкость, которую демонстрирует компания в отношении размеров капвложений, позволяет ей поддерживать свои финансовые показатели на хорошем уровне, однако реализация даже сокращенной инвестпрограммы требует генерации значительного операционного потока денежных средств. Между тем и в будущем, в случае чрезвычайной необходимости, Россети могут принять решение сократить объем капвложений для поддержки финансовой устойчивости компании.

Гибкие объемы инвестпрограммы Россетей



Источник: данные компании, расчеты Газпромбанка

Сложный процесс одобрения инвестпрограммы. Процесс одобрения инвестпрограммы «дочек» Россетей на региональном уровне включает в себя обсуждение капвложений при участии представителей местных компаний и органов власти, чтобы минимизировать риски строительства ненужных активов (тем не менее ряд активов все же были построены вопреки недостаточному потребительскому спросу). Инвестпрограмма ФСК одобряется на федеральном уровне, объем ее также может меняться, ввиду возможного пересмотра со стороны регулирующих органов.

Инициативы по контролю над затратами

Повышение операционной эффективности. Выполнение систематических и целенаправленных действий по повышению операционной эффективности является одной из ключевых задач группы "Россети", ввиду текущей макроэкономической обстановки. Утвержденная в 2012 г. Стратегия развития электросетевого комплекса Российской Федерации предполагает сокращение операционных расходов на 15% к концу 2016 г. с учетом инфляции относительно уровня 2012 года в расчете на единицу обслуживания электротехнического оборудования. Меры по сокращению затрат, предпринятые руководством Россетей, помогли компании сэкономить порядка 23 млрд руб. в 2014 г. и около 20 млрд руб. в 2013 г.

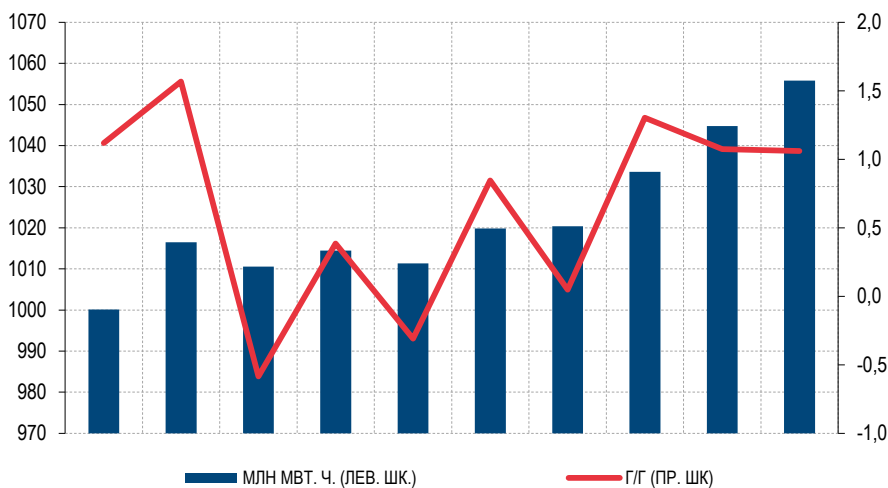


ЭКОНОМИЧЕСКИЕ ТЕНДЕНЦИИ НЕБЛАГОПРИЯТНЫ ДЛЯ ЭЛЕКТРОСЕТЕВОЙ ОТРАСЛИ

Снижение ВВП, рост инфляции и риск низких тарифов

Слабая экономическая конъюнктура. В связи со слабой экономической конъюнктурой и ожидаемым падением ВВП в 2015 г., мы ждем снижения потребления электричества. При этом объем передачи электроэнергии является одним из ключевых драйверов выручки энергосетевых компаний. Стоит отметить, что 57% расходов сетевых компаний являются фиксированными, таким образом, увеличение объемов передачи электроэнергии может помочь этим компаниям повысить свою рентабельность. Однако мы не рассчитываем на высокие темпы роста потребления электричества — в среднем они составят 0,7% до 2020 г.

Ожидается умеренный рост потребления электроэнергии



Источник: Расчеты Газпромбанка

Инфляционные риски. Порядка 67% операционных расходов сетевых компаний растут из-за ускорения темпов инфляции. К этой категории относятся затраты на ремонт и техобслуживание, расходы на персонал и прочие издержки. Компании стараются минимизировать рост операционных затрат, однако инфляционные процессы оказывают давление на операционную прибыль.

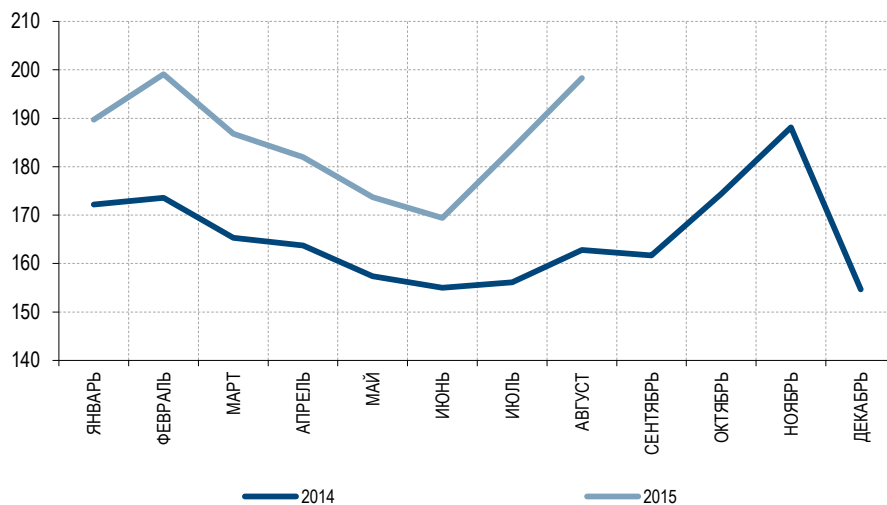
Риски невыгодного регулирования тарифов. Рост тарифов на передачу электроэнергии не должен превышать уровень инфляции за предыдущий год. Следствием высокой инфляции в 2015 г. должно стать соответствующее повышение тарифов в середине 2016 г., а среднегодовой рост тарифов на передачу электроэнергии должен составить 9,1%. Однако надежды на значительное увеличение тарифов могут не сбыться. Инвесторы уже были очевидцами того, что правительство может изменить свой подход к принципам регулирования тарифов. При этом замедление темпов роста тарифов на 1% может привести к снижению выручки сбытовых компаний на 0,7%, а EBITDA — на 2,0%.

Возникают проблемы с поступлением денежных средств

Списание дебиторской задолженности. Убыток Россетей от обесценения дебиторской задолженности составил 18,9 млрд руб. в 2014 г., что выше показателя EBIT и равнозначно 2,5% всех операционных затрат компании. Процесс списания задолженности может продолжиться и в 2015 г., что создает риски снижения нашего прогноза по чистой прибыли.



Задолженность розничных потребителей электроэнергии, млрд руб.



Источник: Совет рынка

Перепродавцы электричества используют Россети как источник финансирования. По словам руководства, Россети планируют ввести новые правила для розничных сбытовых компаний, чтобы повысить ответственность последних за отчисление платежей Россетям. Планируется ввести предоплату в размере 70% от прогнозного потребления. Сейчас же, в случае задержки платежей, сбытовые компании платят неустойку по ставкам ниже ставок банковских кредитов. Внесение поправок в существующие правила сократит потребности Россетей в оборотном капитале.

Приватизация электросетевых компаний откладывается

Вопрос о продаже региональных сбытовых компаний снят с повестки дня. Планируемая приватизация региональных «дочек» Россетей была одним из ключевых катализаторов роста акций энергетического сектора. Однако на фоне обострения геополитических трений и усиление роли государства в экономике, процесс приватизации был приостановлен. Все крайние сроки приватизации МРСК уже прошли, а новые даты еще не были озвучены.

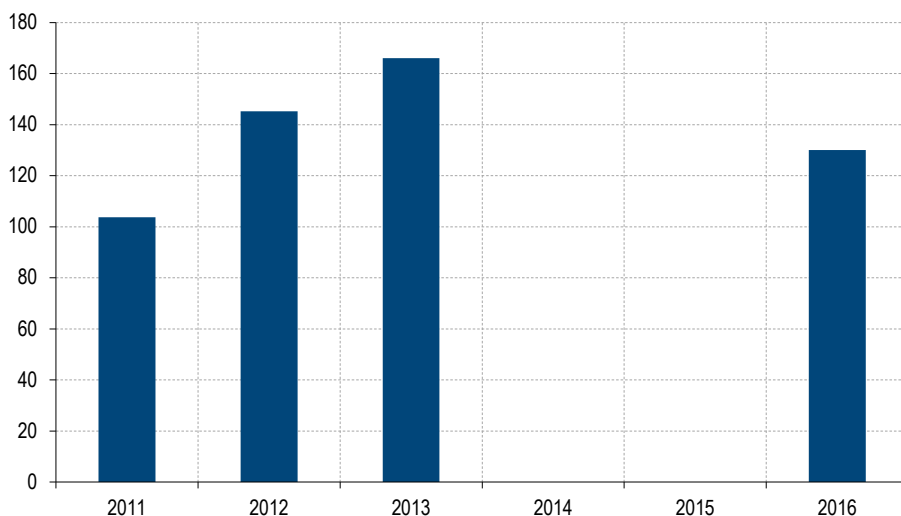
Процесс консолидации в данный момент не обсуждается. Помимо приватизации была идея консолидировать дочерние сетевые предприятия Россетей в крупную единую операционную компанию. Однако эта идея не получила поддержку на правительственном уровне. Более того, учитывая возросшую на тот момент стоимость заемного капитала, консолидация стала экономически нецелесообразной, так как данный процесс позволяет кредиторам требовать немедленных выплат по долгу.

Перспективы относительно дивидендов не вселяют оптимизма

Холдинговая структура компании не поддерживает ее дивидендную привлекательность. В 2011–2013 гг. Россети платили дивиденды только держателям привилегированных акций. Выплаты составили в среднем 138 млн руб. в год, исходя из чистой прибыли по РСБУ в диапазоне 104–166 млн руб. В 2014 г. компания получила отрицательную нераспределенную прибыль, в результате чего не смогла выплатить дивиденды своим акционерам. Холдинговая структура компании не позволяет ей генерировать операционный денежный поток, и это, вероятно, не позволит выплачивать хорошие дивиденды по обычным акциям. Между тем на основании того, что, согласно последнему прогнозу, чистая прибыль Россетей по РСБУ должна составить 1,4 млрд руб. в 2015 г., а наше ожидание коэффициента дивидендных выплат держателям «префов» составляет 10%, мы считаем, что дивидендная доходность привилегированных бумаг может составить 14%.



Общий объем дивидендов, выплаченных держателям привилегированных акций, млн руб.



Источник: Расчеты Газпромбанка

Дивиденды от дочерних предприятий. Дочерние предприятия Россетей выплачивают 25% прибыли по РСБУ в качестве дивидендов. В 2012 г. и 2013 г. Россети получили 3,6 млрд руб. и 3,1 млрд руб. дивидендов от своих «дочек», что, соответственно, составляет 59% и 49% всей неконсолидированной выручки компании по РСБУ. Основываясь на прогнозе по чистой прибыли дочерних компаний, дивидендная доходность дочерних компаний ожидается в диапазоне 2-8%.

Размещение акций окажет поддержку «дочкам»

Объявлено ВОСА для обсуждения допэмиссии обыкновенных акций. Россети планируют выпустить новые акции для увеличения собственного уставного капитала. Впоследствии активы будут внесены в капитал Ленэнерго, тяжелое финансовое положение которого обусловлено тем, что средства компании объемом 10,6 млрд руб., размещенные на депозитах банков, утративших платежеспособность, могут быть заморожены на 20 лет. По сообщениям СМИ, объем допэмиссии Россетей может составить 32 млрд руб. Допуская минимальную цену размещения обычных акций в 1 руб., Россети могут увеличить свой капитал за счет допэмиссии на 26,5%, а объем вновь выпущенных акций составит 21% от увеличенного капитала.

Оценка

Справедливая недооцененность компании в сравнении с аналогами. В сравнении с зарубежными аналогами Россети торгуются с дисконтом в 89% и 66% по мультипликаторам 2015E P/E и EV/EBITDA соответственно. Мы не ждем снижения этих дисконтов, ввиду далеко не радужных перспектив в отношении дивидендных выплат. Мы считаем, что дисконты останутся вблизи текущих отметок, что поддержит нашу рекомендацию для «обычки» Россетей на уровне "ПО РЫНКУ". Что касается привилегированных акций, то вполне вероятно, что компания выплатит их владельцам хорошие дивиденды за 2015 г., что может поддержать котировки этих бумаг.



Сравнительная оценка

КОМПАНИЯ	СТРАНА	ЦЕНА, \$	РЫН. КАП-ЦИЯ, МЛН ДОЛЛ.	EV, \$ МЛН	P/E				EV/EBITDA			
					2013	2014	2015П	2016П	2013	2014	2015П	2016П
Россети	Россия	0,007	1 099	13 354	н/д	н/д	1,7	1,4	3,8	3,6	4,1	3,8
ФСК	Россия	0,001	1 227	4 963	н/д	н/д	2,0	1,8	3,9	2,9	3,2	3,0
Ленэнерго	Россия	0,043	63	497	1,3	н/д	1,3	1,3	2,2	3,3	2,1	2,7
МРСК Центра	Россия	0,003	134	745	-	н/д	н/д	н/д	1,9	2,7	4,2	4,4
МРСК Урала	Россия	0,001	88	276	н/д	2,9	н/д	н/д	2,5	1,8	3,1	3,0
МРСК Центра и Приволжья	Россия	0,001	112	497	4,6	н/д	н/д	11,8	2,5	3,2	3,8	3,6
МРСК Волги	Россия	0,0004	56	209	3,0	4,7	-	6,5	2,6	2,3	2,2	1,6
МОЭСК	Россия	0,013	608	1 899	2,2	5,1	4,4	3,6	2,2	2,7	3,2	3,0
МРСК Северо-Запада	Россия	0,0005	44	318	3	н/д	н/д	н/д	2,5	4,5	5,1	5,1
МРСК Юга	Россия	0,001	24	376	11,1	н/д	н/д	н/д	4,3	4,7	4,9	4,7
МРСК Сибири	Россия	0,001	74	341	4,2	н/д	н/д	н/д	2,4	3,2	3,3	2,7
МРСК Северного Кавказа	Россия	0,224	35	133	н/д	н/д	н/д	н/д	1,8	9,4	10,8	-
Среднее значение					4,2	4,2	2,4	4,4	2,7	3,7	4,2	3,4
Дисконт к DM аналогам, %					74	74	75	86	75	72	65	63
Дисконт к EM аналогам, %					65	65	63	80	51	88	58	62
РАЗВИТЫЕ РЫНКИ												
United Utilities	Велико-британия	13,7	9 322	18 824	22,7	19,1	17,3	20,2	13,2	11,4	11,8	12,5
Severn Trent	Велико-британия	33,9	8 043	15 114	25,4	23,8	22,7	24,8	12,4	11	11,4	12
Snam Rete Gas	Италия	5	17 423	33 214	14	15,3	13,4	16,1	8,8	11	10,5	11,7
Terna Spa	Италия	4,7	9 433	17 708	13,7	16,9	14,8	17,5	8,8	11,1	10,5	11,5
Elia	Бельгия	41,9	2 548	5 621	12	13,6	16,9	14,6	8,1	10,4	14,4	15,3
REN	Португалия	3,1	1 633	4 481	10,1	13,5	14,8	13,2	6,3	8,2	8,5	8,7
Red Electrica	Испания	80,5	10 887	17 626	15,3	17,1	16,3	14,9	9,9	11,2	10,9	10,6
Среднее значение					16,2	17,1	16,6	17,3	9,6	10,6	11,2	11,8
РАЗВИВАЮЩИЕСЯ РЫНКИ												
CIA de Transmissao	Бразилия	11,6	1 876	2 126	н/д	13,3	14,1	8	40,2	13,8	19,5	15,1
Transelectrica SA	Румыния	6,9	509	538	9,3	6,2	7,7	7,7	3,3	2,8	3,2	3,2
Transener	Аргентина	0,6	259	359	н/д	н/д	н/д	н/д	31,2	6,3	н/д	н/д
Power Grid	Индия	2,1	10 987	25 192	14,5	14,6	13,3	11,4	12,7	11,7	10,3	8,9
Среднее значение					11,9	11,4	11,7	9	21,8	8,7	11	9

Источник: данные компании, Bloomberg, расчеты Газпромбанка

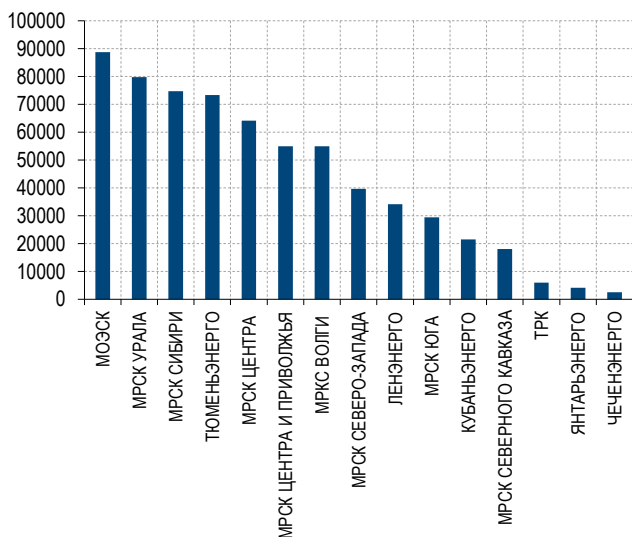


ОПИСАНИЕ КОМПАНИИ И НАШЕЙ МОДЕЛИ

Место компании в российской энергетике

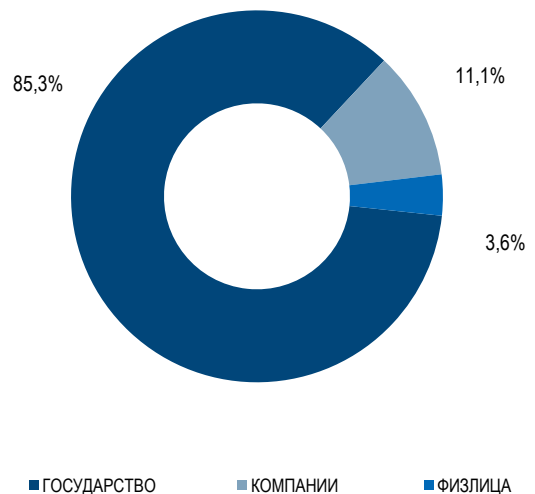
В результате реформы, проведенной в энергетическом секторе, генерирующие и сетевые активы были разделены, и сейчас законодательство запрещает комбинировать генерирующие и сетевые мощности в тех регионах, где возможна конкуренция между генерирующими компаниями. Розничные сбытовые энергокомпании были также отделены и сейчас не могут принадлежать сетевым компаниям. Такие правила действуют на территории большинства регионов европейской части России, а также на Урале и в Сибири. Вертикально интегрированные энергокомпании продолжают работать в изолированных районах Дальнего Востока.

Валовой выпуск электроэнергии, млн кВт. Ч., в 2014 г.



Источник: данные компании

Структура владения



Источник: Bloomberg, Reuters, расчеты Газпромбанка

Компании, осуществляющие распределение и передачу электроэнергии, были отделены от вертикально интегрированных энергокомпаний, а затем консолидированы в более крупные межрегиональные распределительные сетевые компании (МРСК) и ФСК. Сейчас все эти компании контролирует государственная компания Россети. Это означает, что государство сохраняет контроль над всеми межрегиональными распределительными сетевыми компаниями. Исключение составляет ныне частная компания, работающая на Алтае.



Структура акционеров



Источник: данные компании

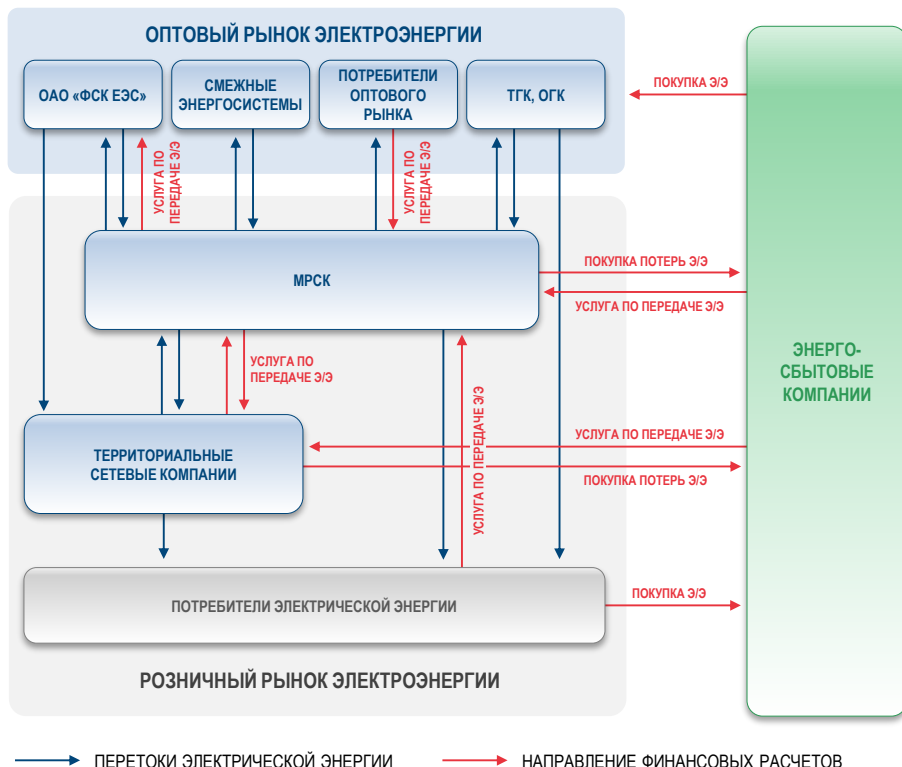
Российская энергетическая отрасль включает в себя сегмент электрогенерации общей мощностью в 232,5 ГВт. Генерирующие компании в свою очередь могут быть частными или государственными (под прямым или косвенным контролем). Крупнейшими государственными генерирующими компаниями являются "Росатом" (25,2 ГВт), Интер РАО (29 ГВт), Газпром энергохолдинг (38 ГВт) и РусГидро (37,5 ГВт). Эффективная рыночная доля госкомпаний близка к 56%. Соответственно, доля частных генерирующих компаний, среди которых Э.ОН Россия (10 ГВт), ЭнеЛ Россия (9,5 ГВт), КЭС Холдинг (15 ГВт) и ЕвроСибЭнерго (19,5 ГВт), составляет 44%.

Розничные сбытовые компании находятся сейчас под контролем государственных генерирующих компаний, таких как Интер РАО (доля рынка – 16%) и Росатом (2%). Частными розничными энергокомпаниями владеют IES Holding (3%) и TNS (5%).

Денежные потоки в отрасли

Генерирующие компании продают электроэнергию на оптовом рынке или напрямую потребителям. Основными покупателями на оптовом рынке выступают сбытовые компании. Сетевые компании получают выручку от предоставления услуг по передаче розничным сбытовым компаниям, а также крупным оптовым потребителям. Источником выручки ФСК является передача электроэнергии по сетям высокого напряжения.

Основные денежные потоки в отрасли



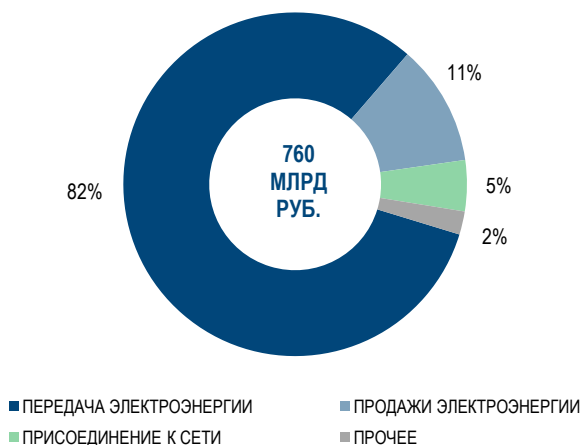
Источник: МРСК Центра и Приволжья

Наши прогнозы

Выручка

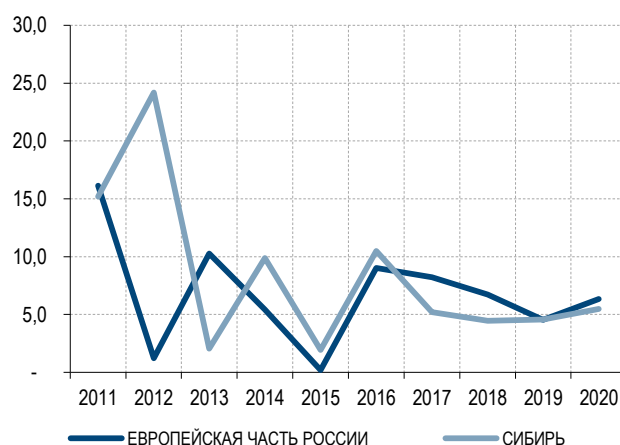
В части выручки мы ожидаем, что средний тариф на передачу электроэнергии увеличится на 3,8% г/г в 2015 г., а затем будет расти темпом CAGR на уровне 7,5% в период 2016-2019 гг.

Структура выручки Россетей, 2014 г.



Источник: данные компании

Прогноз роста оптовых цен на электроэнергию



Источник: расчеты Газпромбанка

Ожидается, что объем потребления электроэнергии в 2015 г. снизится на 0,3% г/г, тогда как в период 2016-2020 гг. будет расти умеренным темпом CAGR на уровне 0,8%.



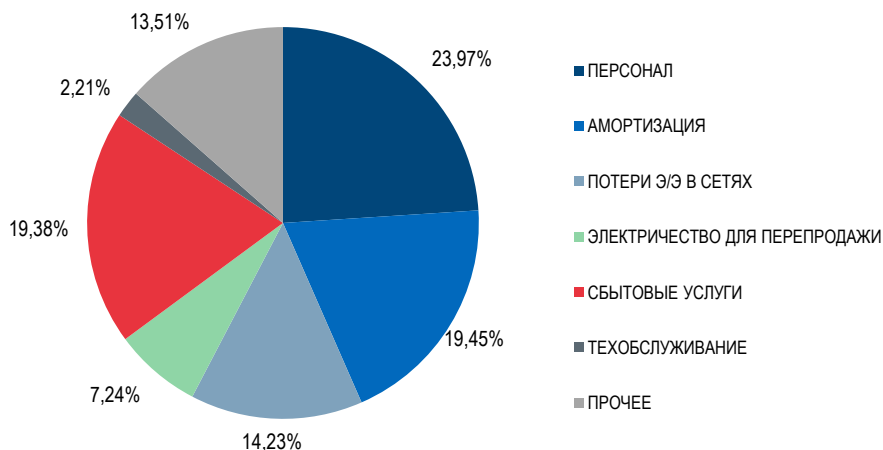
Операционные расходы

Расходы на персонал, по нашим прогнозам, зависят от ожидаемого роста доходов населения.

Расходы на закупку электроэнергии для компенсации потерь в сетях обусловлены прогнозной динамикой оптовых цен на электроэнергию в европейской части России и Сибири.

На прочие расходы влияние оказывает инфляция с поправкой в 1,5% на усилия компании улучшить контроль над издержками.

Структура расходов



Источник: данные компании

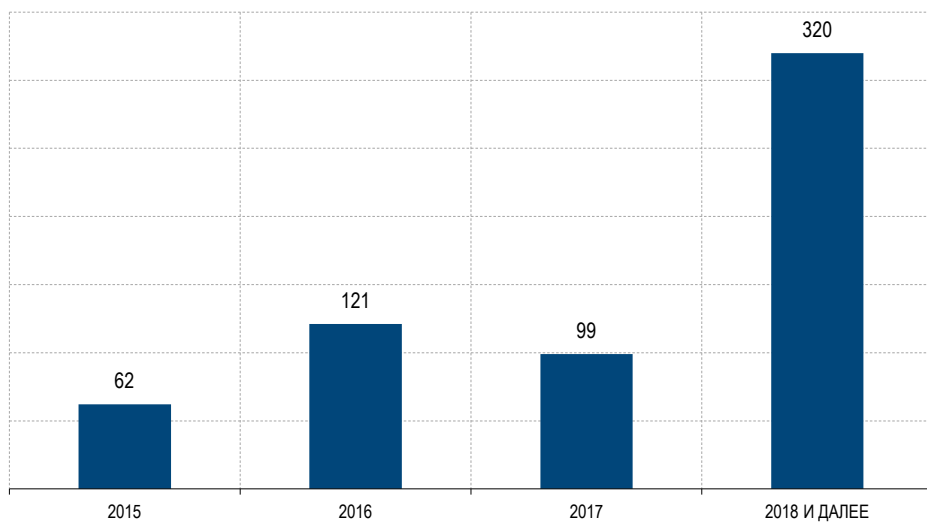
Капвложения

Прогноз в отношении капвложений основан данных, раскрываемых дочерними компаниями Россетей, а также на планах по корректировке объема планируемых капитальных вложений.

Долг

Мы предполагаем, что компания может увеличить долговую нагрузку с целью финансирования своей инвестиционной программы.

График погашения долга, млрд руб.



Источник: данные компании



ВОЗОБНОВЛЕНИЕ ПОКРЫТИЯ

ФСК

Основа национальной электросети

Федеральная сетевая компания

Подконтрольная на 80% Россетям Федеральная сетевая компания (ФСК) является одним из ключевых инфраструктурных предприятий России. ФСК вынуждена реализовывать масштабную инвестиционную программу, что в ближайшем будущем не позволит ей сгенерировать положительный денежный поток. Мы сохраняем нейтральный взгляд на бумаги компании в силу низких ожидаемых дивидендных выплат, которые почти не оставляют шансов на увеличение стоимости пакетов миноритариев. Исходя из недавно опубликованных результатов за 1П15 по РСБУ и представленного прогноза руководства, дивидендная доходность может достигнуть лишь 2% в 2016 г.

Сильные стороны

- ▶ ФСК — ключевая компания для российской инфраструктуры — предоставляет надежные услуги, которые всегда будут пользоваться спросом. Компания осуществляет свою деятельность на всей территории России и имеет крайне надежный источник выручки.
- ▶ На определенном этапе правительство может использовать ФСК в качестве источника дивидендов для Россетей.
- ▶ ФСК принадлежит 20%-ный пакет в Интер РАО, который может послужить источником дополнительных денежных средств.
- ▶ Компания планирует сократить объем инвестпрограммы на период 2015-2019 гг. на 30%.

Слабые стороны

- ▶ Дивидендная история ФСК ничем не примечательна, и, согласно недавним прогнозам чистой прибыли по РСБУ, выплаты ожидаются довольно низкие.
- ▶ Риски регулирования охладил интерес инвесторов к отрасли в целом и к ФСК в частности.

Ключевые финансовые показатели, млн руб.

	2012	2013	2014	2015П	2016П	2017П
Выручка	143 909	164 125	181 586	185 700	201 732	217 238
ЕБИТДА	76 992	89 940	105 655	103 511	113 985	126 251
Рентабельность по ЕБИТДА	53,5%	54,8%	58,2%	55,7%	56,5%	58,1%
Чистая прибыль	7 043	-234 771	-20 601	41 947	46 808	52 797
EV/ЕБИТДА, х	3,6	3,9	2,9	3,2	3,0	2,9
P/E, х	11,9	nm	nm	2,0	1,8	1,6

Источник: данные компании, расчеты Газпромбанка

ТИКЕР	FEES RX
Текущая цена, руб.	0,07
Целевая цена, руб.	0,06
Потенциал роста	-9%
Рекомендация	ПО РЫНКУ

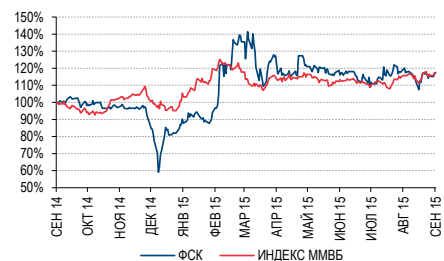
Источник: Bloomberg, расчеты Газпромбанка

ИНФОРМАЦИЯ О КОМПАНИИ

Рын. кап., млн долл.	1 227
Чистый долг, млн долл.	3 690
EV, млн долл.	4 917
Макс. за 52 недели, руб.	0,08
Мин. за 52 недели, руб.	0,03

Источник: Bloomberg

Динамика котировок акций ФСК и индекса ММВБ



Источник: Bloomberg



Оценочные коэффициенты

	2013	2014	2015П	2016П
P/E, x	nm	nm	2,0	1,8
EV/EBITDA, x	3,9	2,9	3,2	3,0
EV/Выручка, x	2,1	1,7	1,8	1,7
Дивидендная доходность	0,0%	0,0%	0,0%	2,2%
Доходность свободных денежных потоков	-36,7%	30,4%	3,2%	18,7%

Отчет о прибылях и убытках, млн руб.

	2013	2014	2015П	2016П
Выручка	164 125	181 586	185 700	201 732
Операционные расходы	-133 811	-126 137	-131 956	-141 410
Общехозяйственные расходы	0	0	0	0
Амортизация	-56 758	-47 138	-49 768	-53 662
EBITDA	89 940	105 655	103 511	113 985
Операционная прибыль	-262 546	-15 326	53 744	60 322
Чистый финансовый доход	1 918	-1 179	-1 309	-1 812
Прибыль до налогообложения	-289 914	-22 513	52 434	58 510
Налог на прибыль	55 143	1 912	-10 487	-11 702
Чистая прибыль	-234 771	-20 601	41 947	46 808
Чистая прибыль на акцию	-0,18	-0,02	0,03	0,04

Основные показатели рентабельности

	2013	2014	2015П	2016П
Операционная прибыль	-160,0%	-8,4%	28,9%	29,9%
EBITDA	54,8%	58,2%	55,7%	56,5%
Чистая прибыль	-143,0%	-11,3%	22,6%	23,2%

Балансовый отчет, млн руб.

	2013	2014	2015П	2016П
Денежные средства и их эквиваленты	21 627	42 068	41 865	32 508
Дебиторская задолженность	48 694	55 912	57 179	62 115
Товарно-материальные запасы	7 990	10 446	10 867	11 993
Итого текущие активы	122 352	110 821	112 306	109 012
Основные средства	749 710	795 029	866 365	915 536
Итого активы	918 502	935 175	1 007 995	1 053 872
Краткосрочный долг	29 624	29 686	29 686	29 686
Кредиторская задолженность	70 376	89 316	90 189	91 644
Итого краткосрочные обязательства	103 817	119 113	119 986	121 441
Долгосрочный долг	257 964	233 291	263 291	263 291
Итого отсроченные обязательства	266 388	242 831	271 715	271 715
Итого акционерный капитал	548 297	573 231	616 294	660 716
Доля меньшинства	0	0	0	0
Итого обязательства и акционерный капитал	918 502	935 175	1 007 995	1 053 872

Отчет о движении денежных средств, млн руб.

	2013	2014	2015П	2016П
Операционный денежный поток	78 792	89 726	92 210	97 675
Изменения оборотного капитала	12 691	9 266	-815	-4 608
Денежный поток от инвестиционной деятельности	-122 143	-73 612	-88 699	-77 410
вкл. капвложения	-122 143	-73 612	-88 699	-77 410
Денежный поток от финансовой деятельности	56 237	-44 513	-3 713	-29 622
Изменение объема денежных средств	-2 429	20 441	-203	-9 357
Свободный денежный поток	-30 660	25 380	2 696	15 657

Основные показатели долговой нагрузки млн руб.

	2013	2014	2015П	2016П
Общий долг	287 588	262 977	292 977	292 977
Чистый долг	265 961	220 909	251 112	260 469
Долг/капитал, x	0,5	0,5	0,5	0,4
Чистый долг/EBITDA, x	3,0	2,1	2,4	2,3

Источник: данные компании, расчеты Газпромбанка



ВОЗОБНОВЛЕНИЕ ПОКРЫТИЯ

МОЭСК

Энергоснабжающая компания столицы

МОЭСК — крупнейшая распределительная электросетевая компания в рамках холдинга «Россети» — оказывает услуги по передаче электроэнергии в Москве и Московской области. Компания исправно выплачивает дивиденды, и мы ожидаем, что в 2015 г. дивидендная доходность достигнет 5%, исходя из представленного недавно прогноза менеджмента по росту чистой прибыли по РСБУ. Дивидендная доходность по бумагам МОЭСК — одна из лучших среди конкурентов, хотя и находится на умеренном уровне. Наша целевая цена составляет 0,9 руб. за акцию, рекомендация — «ПО РЫНКУ».

Сильные стороны

- ▶ МОЭСК обладает первоклассными активами, обеспечивающими доступ к наиболее высокодоходной клиентской базе страны, поскольку в Москве доход на душу населения существенно превышает средний уровень по России.
- ▶ МОЭСК — крупнейшая компания в рамках холдинга «Россети». В 2014 г. объем отпуска электроэнергии составил 88,8 млн МВт-ч, что эквивалентно 14% от совокупного объема производства Россетей.
- ▶ У компании надежная клиентская база — Москва и Московская область, которые характеризуются высокой плотностью населения и относительно низкой долей промышленного производства. Следовательно, риски потери крупных клиентов — промышленных предприятий, которые стремятся работать напрямую с ФСК, довольно малы, что делает МОЭСК одной из лучших электросетевых компаний.
- ▶ Прогноз по чистой прибыли за 2015 г. может быть повышен. В середине июля менеджмент представил обновленные прогнозы чистой прибыли по РСБУ — на уровне 9,2 млрд руб., что на 12% превышает предыдущий ориентир.
- ▶ У компании привлекательная дивидендная история — МОЭСК регулярно выплачивает дивиденды в размере 25% от чистой прибыли по РСБУ. Исходя из прогнозов руководства по чистой прибыли по РСБУ, дивидендная доходность может достигнуть 5%.

Слабые стороны

- ▶ У МОЭСК одна из наиболее масштабных инвестпрограмм в секторе. В 2015 г. капвложения компании прогнозируются на уровне 47 млрд руб., что может увести свободный денежный поток МОЭСК в область отрицательных значений (-6 млрд руб.).

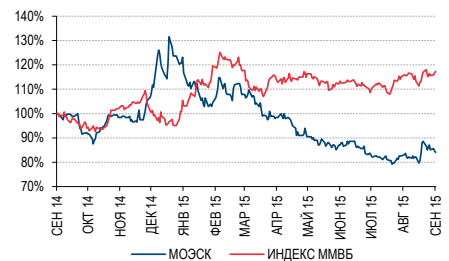
ТИКЕР	MSRS RX
Текущая цена, руб.	0,85
Целевая цена, руб.	0,90
Потенциал роста	6%
Рекомендация	ПО РЫНКУ

Источник: Bloomberg, расчеты Газпромбанка

ИНФОРМАЦИЯ О КОМПАНИИ

Рын. кап., млн долл.	608
Чистый долг, млн долл.	1 252
EV, млн долл.	1 860
Макс. за 52 недели, руб.	1,33
Мин. за 52 недели, руб.	0,80

Источник: Bloomberg

Динамика котировок акций МОЭСК и индекса ММВБ

Источник: Bloomberg



Ключевые финансовые показатели, млн руб.

	2012	2013	2014	2015П	2016П	2017П
Выручка	125 324	129 125	128 018	131 542	144 717	157 001
ЕВITDA	43 580	44 446	40 589	39 507	43 494	48 647
Рентабельность по ЕВITDA	34,8%	34,4%	31,7%	30,0%	30,1%	31,0%
Чистая прибыль	18 950	18 927	8 078	9 466	11 499	15 000
EV/ЕВITDA, х	2,0	2,2	2,7	3,2	3,0	2,8
P/E, х	2,2	2,2	5,1	4,4	3,6	2,8

Источник: данные компании, расчеты Газпромбанка

Оценочные коэффициенты

	2013	2014	2015П	2016П
P/E, х	2,2	5,1	4,4	3,6
EV/ЕВITDA, х	2,2	2,7	3,2	3,0
EV/Выручка, х	0,8	0,9	1,0	0,9
Дивидендная доходность	7,0%	4,7%	5,0%	5,9%
Доходность свободных денежных потоков	-25,1%	-26,4%	-14,5%	2,0%

Отчет о прибылях и убытках, млн руб.

	2013	2014	2015П	2016П
Выручка	129 125	128 018	131 542	144 717
Операционные расходы	-106 760	-119 827	-118 836	-130 041
Общехозяйственные расходы	0	0	0	0
Амортизация	-17 918	-20 593	-20 593	-22 610
ЕВITDA	44 446	40 589	39 507	43 494
Операционная прибыль	26 528	14 399	18 914	20 884
Чистый финансовый доход	-2 156	-2 994	-7 081	-6 511
Прибыль до налогообложения	24 371	11 406	11 833	14 374
Налог на прибыль	-4 898	-3 327	-2 367	-2 875
Чистая прибыль	18 927	8 078	9 466	11 499
Чистая прибыль на акцию	0,39	0,17	0,19	0,24

Основные показатели рентабельности

	2013	2014	2015П	2016П
Операционная прибыль	20,5%	11,2%	14,4%	14,4%
ЕВITDA	34,4%	31,7%	30,0%	30,1%
Чистая прибыль	14,7%	6,3%	7,2%	7,9%

Балансовый отчет, млн руб.

	2013	2014	2015П	2016П
Денежные средства и их эквиваленты	1 596	4 304	4 098	7 920
Дебиторская задолженность	21 737	23 408	22 473	24 724
Товарно-материальные запасы	2 289	2 295	2 638	2 835
Итого текущие активы	26 399	30 558	29 760	36 031
Основные средства	253 234	273 668	300 475	314 665
Итого активы	286 301	310 583	336 593	357 053
Краткосрочный долг	5 996	21 554	21 554	21 554
Кредиторская задолженность	52 081	52 800	54 343	55 305
Итого краткосрочные обязательства	58 822	76 393	77 936	78 898
Долгосрочный долг	52 289	52 730	67 730	75 730
Итого отсроченные обязательства	73 902	75 165	90 165	98 165
Итого акционерный капитал	153 578	159 026	168 492	179 991
Доля меньшинства	0	0	0	0
Итого обязательства и акционерный капитал	286 301	310 583	336 593	357 053

Отчет о движении денежных средств, млн руб.

	2013	2014	2015П	2016П
Операционный денежный поток	36 168	35 808	39 275	39 133
Изменение оборотного капитала	-8 021	-958	2 135	-1 487
Денежный поток от инвестиционной деятельности	-38 535	-45 792	-47 400	-36 800
вкл. капвложения	-38 535	-45 792	-47 400	-36 800
Денежный поток от финансовой деятельности	-4 368	12 693	7 919	1 489
Изменение объема денежных средств	-6 736	2 709	-206	3 822
Свободный денежный поток	-10 388	-10 942	-5 990	846

Основные показатели долговой нагрузки млн руб.

	2013	2014	2015П	2016П
Общий долг	58 286	74 284	89 284	97 284
Чистый долг	56 689	69 979	85 185	89 363
Долг/капитал, х	0,4	0,5	0,5	0,5
Чистый долг/ЕВITDA, х	1,3	1,7	2,2	2,1

Source: company data, Gazprombank estimates



ВОЗОБНОВЛЕНИЕ ПОКРЫТИЯ

Ленэнерго

В ожидании пополнения капитала

Ленэнерго оказывает услуги по передаче электроэнергии и технологическому присоединению на территории Санкт-Петербурга и Ленинградской области. В рамках холдинга «Россети» компания характеризуется средними объемами передачи электроэнергии. В 2014 г. Ленэнерго зафиксировала чистый убыток по РСБУ в размере 8,0 млрд руб., чтобы было связано с необходимостью сформировать резерв под денежные средства, которые компания держала в столкнувшемся с финансовыми трудностями банке «Таврический». Ленэнерго может получить финансовую помощь от Россетей, необходимую для исполнения обязательств по технологическому присоединению. Мы не ожидаем каких-либо дивидендных выплат в ближайшем будущем, т.е. до тех пор, пока финансовое положение компании не стабилизируется. Акции Ленэнерго торгуются с существенным дисконтом к российским и международным аналогам, а прогноз по дивидендам весьма неблагоприятен. Мы присваиваем бумагам компании рейтинг «ПО РЫНКУ».

Сильные стороны

- ▶ Ленэнерго – ключевая распределительная сетевая компания в Санкт-Петербурге и Ленинградской области с долей рынка 71,1% в 2014 г. и общим объемом передачи электроэнергии 34,2 млн МВт-ч.
- ▶ Компания выглядит недооцененной по сравнению как с российскими, так и с зарубежными аналогами, торгуясь с существенным дисконтом к последним по 2015П Р/Е и EV/EBITDA.
- ▶ Ленэнерго имеет высококачественную клиентскую базу, ее основным клиентом является сбытовая компания, подконтрольная Интер РАО, которая может похвастаться одной из лучших в отрасли генераций СДП. А это значит, что проблем с платежной дисциплиной у Ленэнерго возникнуть не должно.

Слабые стороны

- ▶ Допэмиссия акций может размыть доли текущих акционеров компании. Для решения проблем с ликвидностью Ленэнерго может осуществить дополнительное размещение акций, что позволит компании привлечь необходимые для финансирования инвестпрограммы средства.
- ▶ Консолидация муниципальных сетей впереди, но условия пока не определены. Скорее всего, Ленэнерго объединится с муниципальной распределительной компанией Санкт-Петербурга.
- ▶ Компании предстоит исполнение масштабной инвестпрограммы (второй по объему в рамках холдинга «Россети»), источников финансирования которой у Ленэнерго нет. Столь высокие капвложения оказывают давление на СДП, который в среднесрочной перспективе ожидается в области отрицательных значений.

ТИКЕР	LSNG RX
Текущая цена, руб.	2,6
Целевая цена, руб.	2,3
Потенциал роста	-11%
Рекомендация	ПО РЫНКУ

Источник: Bloomberg, расчеты Газпромбанка

ИНФОРМАЦИЯ О КОМПАНИИ	
Рын. кап., млн долл.	63
Чистый долг, млн долл.	435
EV, млн долл.	497
Макс. за 52 недели, руб.	3,6
Мин. за 52 недели, руб.	1,7

Источник: Bloomberg

Динамика котировок акций Ленэнерго и индекса ММВБ



Источник: Bloomberg



Ключевые финансовые показатели, млн руб.

	2012	2013	2014	2015П	2016П	2017П
Выручка	37 323	42 900	47 600	49 256	53 271	57 323
ЕВITDA	10 292	12 698	15 968	15 803	16 670	18 096
Рентабельность по ЕВITDA	27,6%	29,6%	33,5%	32,1%	31,3%	31,6%
Чистая прибыль	233	3 281	-4 215	3 249	3 340	3 980
EV/ЕВITDA, х	2,6	2,2	3,3	2,1	2,7	2,8
P/E, х	18,3	1,3	nm	1,3	1,3	1,1

Источник: данные компании, расчеты Газпромбанка

Оценочные коэффициенты

	2013	2014	2015П	2016П
P/E, х	1,3	nm	1,3	1,3
EV/ЕВITDA, х	2,2	3,3	2,1	2,7
EV/Выручка, х	0,6	1,1	0,7	0,8
Дивидендная доходность	6,2%	1,6%	0,0%	0,0%
Доходность свободных денежных потоков	-187,6%	-436,1%	-225,6%	-79,2%

Отчет о прибылях и убытках, млн руб.

	2013	2014	2015П	2016П
Выручка	42 900	47 600	49 256	53 271
Операционные расходы	-36 585	-41 515	-38 507	-42 409
Общехозяйственные расходы	0	0	0	0
Амортизация	-3 920	-4 827	-5 054	-5 807
ЕВITDA	12 698	15 968	15 803	16 670
Операционная прибыль	6 316	6 085	10 749	10 863
Чистый финансовый доход	-2 014	-10 819	-6 687	-6 687
Прибыль до налогообложения	4 301	-4 734	4 062	4 175
Налог на прибыль	-1 020	519	-812	-835
Чистая прибыль	3 281	-4 215	3 249	3 340
Чистая прибыль на акцию	1,98	-2,54	1,96	2,01

Основные показатели рентабельности

	2013	2014	2015П	2016П
Операционная прибыль	14,7%	12,8%	21,8%	20,4%
ЕВITDA	29,6%	33,5%	32,1%	31,3%
Чистая прибыль	7,6%	-8,9%	6,6%	6,3%

Балансовый отчет, млн руб.

	2013	2014	2015П	2016П
Денежные средства и их эквиваленты	10 084	1 512	20 186	9 302
Дебиторская задолженность	5 190	4 095	4 350	4 704
Товарно-материальные запасы	419	637	732	787
Итого текущие активы	18 744	17 199	36 223	25 749
Основные средства	100 549	113 508	130 442	144 510
Итого активы	120 845	135 169	171 127	174 721
Краткосрочный долг	3 982	1 589	1 589	1 589
Кредиторская задолженность	15 322	20 919	18 627	19 694
Итого краткосрочные обязательства	36 679	38 271	35 979	37 046
Долгосрочный долг	29 402	48 180	48 180	48 180
Итого отсроченные обязательства	34 700	53 461	53 461	53 461
Итого акционерный капитал	49 465	43 437	81 687	84 215
Доля меньшинства	0	0	0	0
Итого обязательства и акционерный капитал	120 845	135 169	171 127	174 721

Отчет о движении денежных средств, млн руб.

	2013	2014	2015П	2016П
Операционный денежный поток	11 602	8 846	12 348	16 492
Изменение оборотного капитала	3 423	6 474	-2 642	657
Денежный поток от инвестиционной деятельности	-19 615	-27 475	-21 987	-19 876
вкл. капвложения	-19 615	-27 475	-21 987	-19 876
Денежный поток от финансовой деятельности	8 219	16 420	28 313	-7 500
Изменение объема денежных средств	206	-2 208	18 674	-10 883
Свободный денежный поток	-8 013	-18 628	-9 639	-3 384

Основные показатели долговой нагрузки млн руб.

	2013	2014	2015П	2016П
Общий долг	33 384	49 770	49 770	49 770
Чистый долг	23 300	48 258	29 584	40 467
Долг/капитал, х	0,7	1,1	0,6	0,6
Чистый долг/ЕВITDA, х	1,8	3,0	1,9	2,4

Источник: данные компании, расчеты Газпромбанка



ВОЗОБНОВЛЕНИЕ ПОКРЫТИЯ

МРСК Центра

Доступ к инфраструктуре центра России

МРСК Центра владеет распредсетями в Белгородской, Брянской, Воронежской, Курской, Костромской, Липецкой, Орловской, Смоленской, Тамбовской, Тверской и Ярославской областях. Клиентами компании являются крупные промышленные потребители, а также транспортные, сельскохозяйственные и розничные электроэнергетические компании. Доля Россетей в МРСК Центра составляет 50,2%. Доля рынка компании в секторе распределения электроэнергии в регионах присутствия – 83%, тогда как в сегменте техприсоединения новых потребителей – 87,4%. Акции МРСК Центра не предоставляют держателям ни привлекательной дивидендной доходности, ни потенциала роста, поэтому мы присваиваем бумагам компании рекомендацию «ПО РЫНКУ».

Сильные стороны

- ▶ **Чистый отпуск электроэнергии** в 2014 г. составил 64,2 млн МВт-ч, благодаря чему МРСК Центра занимает пятое место среди российских распредкомпаний по объему распределения электроэнергии.
- ▶ **Крупные промышленные потребители.** Доля Оскольского Электрометаллургического Комбината в отпуске электроэнергии компании составляет 6,0%, а НЛМК – 5,3%. Еще один крупный промпотребитель, Михайловский ГОК, занимает третье место с 4,2%-ной долей в общем отпуске электроэнергии компании.
- ▶ **Подключаемость новых потребителей.** В 2014 г. компания осуществила подключение к сетям трех крупнейших промпотребителей с присоединенной мощностью свыше 10 МВт и общей присоединенной мощностью в 55 МВт. В результате общая присоединенная мощность увеличилась на 9,7% г/г до 1 116,6 МВт.
- ▶ **Непрерывное строительство новых активов.** Компания продолжает реализацию инвестпрограммы, в ходе которой было построено 5 110 км распредсетей и 1 107 МВА трансформаторной мощности.

Слабые стороны

- ▶ **Капзатраты.** Компания планирует сохранение размера инвестпрограммы. Согласно заявлениям руководства, уровень капзатрат останется практически неизменным, несмотря на предполагаемое снижение EBITDA. Ожидается, что в 2015 г. размер инвестпрограммы составит 11,9 млрд руб., тогда как прогнозируемый уровень EBITDA – 12,2 млрд руб.
- ▶ **Слабый прогноз по дивидендам за 2015 г.** Размер дивидендных выплат МРСК Центра рассчитывается, исходя из 25% от чистой прибыли по РСБУ. Учитывая прогнозируемый чистый убыток компании по РСБУ по итогам 2015 г. в 0,5 млрд руб., мы полагаем, что вероятность выплаты дивидендов за 2015 г. низка.

ТИКЕР	MRKC RX
Текущая цена, руб.	0,22
Целевая цена, руб.	0,22
Потенциал роста	2%
Рекомендация	ПО РЫНКУ

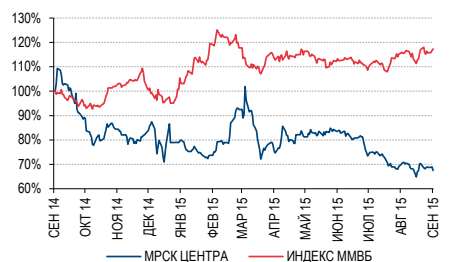
Источник: Bloomberg, расчеты Газпромбанка

ИНФОРМАЦИЯ О КОМПАНИИ

Рын. кап., млн долл.	134
Чистый долг, млн долл.	611
EV, млн долл.	745
Макс. за 52 недели, руб.	0,35
Мин. за 52 недели, руб.	0,21

Источник: Bloomberg

Динамика котировок акций МРСК Центра и индекса ММВБ



Источник: Bloomberg



Ключевые финансовые показатели, млн руб.

	2012	2013	2014	2015П	2016П	2017П
Выручка	69 984	93 297	86 992	74 309	81 508	88 942
ЕВITDA	15 004	21 214	16 880	12 184	12 862	15 231
Рентабельность по ЕВITDA	21,4%	22,7%	19,4%	16,4%	15,8%	17,1%
Чистая прибыль	4 428	-57	-3 285	-537	-1 459	-217
EV/ЕВITDA, х	2,3	1,9	2,7	4,2	4,4	4,0
P/E, х	2,1	nm	nm	nm	nm	nm

Источник: данные компании, расчеты Газпромбанка

Оценочные коэффициенты

	2013	2014	2015П	2016П
P/E, х	nm	nm	nm	nm
EV/ЕВITDA, х	1,9	2,7	4,2	4,4
EV/Выручка, х	0,4	0,5	0,7	0,7
Дивидендная доходность	9,5%	0,8%	9,1%	0,0%
Доходность свободных денежных потоков	12,2%	4,3%	7,7%	0,1%

Отчет о прибылях и убытках, млн руб.

	2013	2014	2015П	2016П
Выручка	93 297	86 992	74 309	81 508
Операционные расходы	-89 901	-88 940	-70 834	-79 024
Общехозяйственные расходы	0	0	0	0
Амортизация	-7 930	-8 572	-7 510	-9 178
ЕВITDA	21 214	16 880	12 184	12 862
Операционная прибыль	4 703	-749	4 674	3 684
Чистый финансовый доход	-2 347	-2 649	-5 345	-5 508
Прибыль до налогообложения	2 356	-3 398	-671	-1 824
Налог на прибыль	-782	114	134	365
Чистая прибыль	-57	-3 285	-537	-1 459
Чистая прибыль на акцию	0,00	-0,08	-0,01	-0,03

Основные показатели рентабельности

	2013	2014	2015П	2016П
Операционная прибыль	5,0%	-0,9%	6,3%	4,5%
ЕВITDA	22,7%	19,4%	16,4%	15,8%
Чистая прибыль	-0,1%	-3,8%	-0,7%	-1,8%

Балансовый отчет, млн руб.

	2013	2014	2015П	2016П
Денежные средства и их эквиваленты	1 115	396	698	12
Дебиторская задолженность	12 630	16 272	13 899	15 246
Товарно-материальные запасы	2 051	1 809	2 079	2 235
Итого текущие активы	16 708	19 479	17 680	18 496
Основные средства	78 074	73 086	77 475	81 047
Итого активы	96 047	93 794	96 384	100 772
Краткосрочный долг	1 912	9 610	9 610	9 610
Кредиторская задолженность	10 539	9 202	7 329	8 176
Итого краткосрочные обязательства	14 863	20 539	18 666	19 513
Долгосрочный долг	31 208	27 670	32 670	37 670
Итого отсроченные обязательства	39 430	34 323	39 323	44 323
Итого акционерный капитал	41 754	38 932	38 395	36 936
Доля меньшинства	0	0	0	0
Итого обязательства и акционерный капитал	96 047	93 794	96 384	100 772

Отчет о движении денежных средств, млн руб.

	2013	2014	2015П	2016П
Операционный денежный поток	10 266	7 978	12 547	12 572
Изменения оборотного капитала	-294	-4 735	228	-655
Денежный поток от инвестиционной деятельности	-15 433	-12 345	-11 899	-12 750
вкл. капвложения	-15 547	-12 477	-11 899	-12 750
Денежный поток от финансовой деятельности	5 311	3 647	-345	-508
Изменение объема денежных средств	143	-719	303	-686
Свободный денежный поток	1 115	396	698	12

Основные показатели долговой нагрузки млн руб.

	2013	2014	2015П	2016П
Общий долг	33 120	37 280	42 280	47 280
Чистый долг	32 005	36 884	41 582	47 268
Долг/капитал, х	0,8	1,0	1,1	1,3
Чистый долг/ЕВITDA, х	1,5	2,2	3,4	3,7

Источник: данные компании, расчеты Газпромбанка



ВОЗОБНОВЛЕНИЕ ПОКРЫТИЯ

МРСК Центра и Приволжья

Гибкость в условиях изменяющейся конъюнктуры рынка

МРСК Центра и Приволжья оказывает услуги по распределению электроэнергии и подсоединению потребителей Владимирской, Ивановской, Калужской, Кировской, Нижегородской, Рязанской и Тульской областей, а также республик Марий Эл и Удмуртия. МРСК Центра и Приволжья обслуживает нефтяные компании, машиностроительные концерны и компании, занимающиеся добычей металлов; химические, деревообрабатывающие, транспортные и сельскохозяйственные компании, а также домохозяйства. В 2014 г. доля компании на рынке распределения электроэнергии в регионах присутствия составляла 72%. Руководство МРСК Центра и Приволжья озвучило планы по сокращению инвестпрограммы в 2015 г., что поможет сгенерировать положительный СДП. При этом наша общая рекомендация для компаний сектора «ПО РЫНКУ» распространяется и на акции МРСК Центра и Приволжья.

- ▶ Объемы передачи электроэнергии МРСК Центра и Приволжья достигли 55,0 млн МВт-ч, что продвинуло компанию на шестое место среди региональных распределительных компаний, контролируемых Россетями.
- ▶ Площадь охвата территории МРСК Центра и Приволжья составила 408 000 км² с населением около 13 млн чел.
- ▶ Доля трех из 10 крупнейших потребителей компании в общем отпуске электроэнергии — РЖД, Газпрома и Транснефти — составляет 10%.
- ▶ МРСК Центра и Приволжья обладает продолжительной историей дивидендных выплат, компания регулярно выплачивает дивиденды, средняя доходность по которым в период 2010–2014 гг. составила 3,6%.
- ▶ Гибкость инвестпрограммы позволяет компании стабильно генерировать положительный СДП.
- ▶ МРСК Центра и Приволжья продолжает ввод новых мощностей. Так, в 2014 г. она завершила строительство 2 800 км ЛЭП и 360 МВА трансформаторных мощностей.

ТИКЕР	MRKP RX
Текущая цена, руб.	0,067
Целевая цена, руб.	0,070
Потенциал роста	4%
Рекомендация	ПО РЫНКУ

Источник: Bloomberg, расчеты Газпромбанка

ИНФОРМАЦИЯ О КОМПАНИИ

Рын. кап., млн долл.	112
Чистый долг, млн долл.	385
EV, млн долл.	497
Макс. за 52 недели, руб.	0,105
Мин. за 52 недели, руб.	0,067

Источник: Bloomberg

Динамика котировок акций МРСК Центра и Приволжья и индекса ММВБ

Источник: Bloomberg



Ключевые финансовые показатели, млн руб.

	2012	2013	2014	2015П	2016П	2017П
Выручка	60 082	77 856	70 160	69 195	76 099	82 970
ЕВITDA	10 989	11 244	10 178	8 982	9 954	11 985
Рентабельность по ЕВITDA	18,3%	14,4%	14,5%	13,0%	13,1%	14,4%
Чистая прибыль	1 380	1 651	-1 630	-152	645	2 090
EV/ЕВITDA, х	2,7	2,5	3,2	3,8	3,6	3,1
P/E, х	5,5	4,6	nm	nm	11,8	3,6

Источник: данные компании, расчеты Газпромбанка

Оценочные коэффициенты

	2013	2014	2015П	2016П
P/E, х	4,6	nm	nm	11,8
EV/ЕВITDA, х	2,5	3,2	3,8	3,6
EV/Выручка, х	0,4	0,5	0,5	0,5
Дивидендная доходность	6,3%	8,4%	4,6%	1,4%
Доходность свободных денежных потоков	12,7%	-31,4%	22,4%	14,5%

Отчет о прибылях и убытках, млн руб.

	2013	2014	2015П	2016П
Выручка	77 856	70 160	69 195	76 099
Операционные расходы	-73 618	-69 237	-66 010	-72 048
Общехозяйственные расходы	1	2	3	4
Амортизация	-5 460	-5 986	-5 797	-5 903
ЕВITDA	11 244	10 178	8 982	9 954
Операционная прибыль	4 238	923	3 185	4 051
Чистый финансовый доход	-1 915	-1 867	-3 375	-3 245
Прибыль до налогообложения	2 323	-943	-191	806
Налог на прибыль	-571	-686	38	-161
Чистая прибыль	1 651	-1 630	-152	645
Чистая прибыль на акцию	0,01	-0,01	0,00	0,01

Основные показатели рентабельности

	2013	2014	2015П	2016П
Операционная прибыль	5,4%	1,3%	4,6%	5,3%
ЕВITDA	14,4%	14,5%	13,0%	13,1%
Чистая прибыль	2,1%	-2,3%	-0,2%	0,8%

Балансовый отчет, млн руб.

	2013	2014	2015П	2016П
Денежные средства и их эквиваленты	3 290	2 300	625	-1 519
Дебиторская задолженность	10 429	12 174	12 017	13 137
Товарно-материальные запасы	1 380	1 464	1 683	1 809
Итого текущие активы	15 939	18 607	16 994	16 096
Основные средства	59 794	58 438	59 653	61 654
Итого активы	76 890	78 175	77 778	78 881
Краткосрочный долг	951	7 018	7 018	7 018
Кредиторская задолженность	10 069	10 045	9 800	10 258
Итого краткосрочные обязательства	12 611	18 574	18 329	18 787
Долгосрочный долг	22 331	19 828	19 828	19 828
Итого отсроченные обязательства	29 823	27 351	27 351	27 351
Итого акционерный капитал	34 456	32 250	32 098	32 743
Доля меньшинства	0	0	0	0
Итого обязательства и акционерный капитал	76 890	78 175	77 778	78 881

Отчет о движении денежных средств, млн руб.

	2013	2014	2015П	2016П
Операционный денежный поток	9 562	5 872	8 713	9 005
Изменения оборотного капитала	962	4 135	-307	-787
Денежный поток от инвестиционной деятельности	-7 367	-9 802	-7 013	-7 905
вкл. капвложения	-8 600	-8 259	-7 013	-7 905
Денежный поток от финансовой деятельности	-1 510	2 940	-3 375	-3 245
Изменение объема денежных средств	684	-990	-1 675	-2 144
Свободный денежный поток	962	-2 387	1 700	1 100

Основные показатели долговой нагрузки млн руб.

	2013	2014	2015П	2016П
Общий долг	23 282	26 846	26 846	26 846
Чистый долг	19 992	24 546	26 221	28 365
Долг/капитал, х	0,7	0,8	0,8	0,8
Чистый долг/ЕВITDA, х	1,8	2,4	2,9	2,8

Source: company data, Gazprombank estimates

ВОЗОБНОВЛЕНИЕ ПОКРЫТИЯ

МРСК Урала

Инфраструктура промышленных регионов

МРСК Урала — распределительная электроэнергетическая компания, осуществляющая свою деятельность в Свердловской и Челябинской областях, а также Пермском крае. Контролирующим акционером компании является холдинг «Россети», владеющий 51,5%-ным пакетом акций. Доля МРСК Урала на рынке распределения электроэнергии в регионах присутствия составляет 73%. Мы присваиваем акциям компании рекомендацию «ПО РЫНКУ», исходя из 6%-ной дивидендной доходности бумаг за 2015 г.

Сильные стороны

- ▶ Общий объем распределения электроэнергии МРСК Урала в 2014 г. составил 79,7 млн МВт, что вывело компанию на второе место по объемам распределения электроэнергии среди дочерних подразделений холдинга «Россети».
- ▶ Маловероятно, что в 2015 г. компания сможет показать такой же привлекательный уровень дивидендной доходности, как и в 2014 г. (7,6%). При этом по итогам текущего года чистая прибыль МРСК Урала по РСБУ может составить 1,3 млрд руб., что подразумевает дивидендную доходность на уровне 6% — это довольно высокий показатель для компаний электроэнергетического сектора.
- ▶ МРСК Урала консолидирует 90%-ную долю в Екатеринбургской электросетевой компании, что обеспечит доступ к одной из наиболее развитых клиентских баз на розничном рынке электроэнергии в России.

Слабые стороны

- ▶ Большое количество крупных промпотребителей планирует переход к прямым платежам ФСК, что оказывает давление на размер выручки компании.

Ключевые финансовые показатели, млн руб.

	2012	2013	2014	2015П	2016П	2017П
Выручка	59 431	65 523	68 975	71 146	78 113	84 740
ЕБИТДА	6 384	7 328	8 917	5 988	6 479	7 750
Рентабельность по ЕБИТДА	10,7%	11,2%	12,9%	8,4%	8,3%	9,1%
Чистая прибыль	243	-1 100	2 055	-1 392	-955	170
EV/ЕБИТДА, х	2,2	2,5	1,8	3,1	3,0	2,4
P/E, х	24,7	nm	2,9	nm	nm	35,3

Источник: данные компании, расчеты Газпромбанка

ТИКЕР	MRKU RX
Текущая цена, руб.	0,069
Целевая цена, руб.	0,073
Потенциал роста	6%
Рекомендация	ПО РЫНКУ

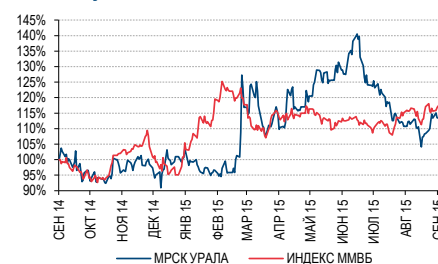
Источник: Bloomberg, расчеты Газпромбанка

ИНФОРМАЦИЯ О КОМПАНИИ

Рын. кап., млн долл.	88
Чистый долг, млн долл.	187
EV, млн долл.	276
Макс. за 52 недели, руб.	0,085
Мин. за 52 недели, руб.	0,055

Источник: Bloomberg

Динамика котировок акций МРСК Урала и индекса ММВБ



Источник: Bloomberg



Оценочные коэффициенты

	2013	2014	2015П	2016П
P/E, x	nm	2,9	nm	nm
EV/EBITDA, x	2,5	1,8	3,1	3,0
EV/Выручка, x	0,3	0,2	0,3	0,2
Дивидендная доходность	2,6%	1,5%	8,5%	5,6%
Доходность свободных денежных потоков	-48,4%	48,4%	2,6%	21,8%

Отчет о прибылях и убытках, млн руб.

	2013	2014	2015П	2016П
Выручка	65 523	68 975	71 146	78 113
Операционные расходы	-67 171	-67 798	-70 983	-77 566
Общехозяйственные расходы	0	0	0	0
Амортизация	-5 451	-5 711	-5 825	-5 931
EBITDA	7 328	8 917	5 988	6 479
Операционная прибыль	226	3 070	163	547
Чистый финансовый доход	-1 207	-689	-1 903	-1 742
Прибыль до налогообложения	-993	2 381	-1 740	-1 194
Налог на прибыль	-107	-326	348	239
Чистая прибыль	-1 100	2 055	-1 392	-955
Чистая прибыль на акцию	-0,01	0,02	-0,02	-0,01

Основные показатели рентабельности

	2013	2014	2015П	2016П
Операционная прибыль	0,3%	4,5%	0,2%	0,7%
EBITDA	11,2%	12,9%	8,4%	8,3%
Чистая прибыль	-1,7%	3,0%	-2,0%	-1,2%

Балансовый отчет, млн руб.

	2013	2014	2015П	2016П
Денежные средства и их эквиваленты	1 992	3 665	1 403	971
Дебиторская задолженность	7 702	9 355	7 781	8 543
Товарно-материальные запасы	887	637	733	788
Итого текущие активы	11 399	13 951	10 209	10 595
Основные средства	58 336	62 075	63 209	62 725
Итого активы	70 567	76 723	74 115	74 017
Краткосрочный долг	476	2 634	2 634	2 634
Кредиторская задолженность	8 483	9 948	9 246	10 103
Итого краткосрочные обязательства	10 405	16 453	15 751	16 609
Долгосрочный долг	13 718	11 526	11 526	11 526
Итого отсроченные обязательства	20 198	18 429	18 429	18 429
Итого акционерный капитал	39 964	41 841	39 936	38 980
Доля меньшинства	0	0	0	0
Итого обязательства и акционерный капитал	70 567	76 723	74 115	74 017

Отчет о движении денежных средств, млн руб.

	2013	2014	2015П	2016П
Операционный денежный поток	7 211	11 761	7 113	6 758
Изменение оборотного капитала	-435	61	777	41
Денежный поток от инвестиционной деятельности	-10 114	-8 860	-6 959	-5 448
вкл. капвложения	-10 114	-8 860	-6 959	-5 448
Денежный поток от финансовой деятельности	2 301	-1 228	-2 416	-1 742
Изменение объема денежных средств	-602	1 673	-2 262	-431
Свободный денежный поток	-2 903	2 901	154	1 310

Основные показатели долговой нагрузки млн руб.

	2013	2014	2015П	2016П
Общий долг	14 194	14 160	14 160	14 160
Чистый долг	12 201	10 494	12 757	13 188
Долг/капитал, x	0,4	0,3	0,4	0,4
Чистый долг/EBITDA, x	1,7	1,2	2,1	2,0

Источник: данные компании, расчеты Газпромбанка

ВОЗОБНОВЛЕНИЕ ПОКРЫТИЯ

МРСК Волги

Компания «средней руки» с высокой эффективностью

МРСК Волги оказывает услуги распределения электроэнергии и подсоединения к сетям в Саратовской, Самарской, Оренбургской, Пензенской и Ульяновской областях, а также в республиках Мордовия и Чувашия. Россети владеют контрольным пакетом в МРСК Волги, компании среднего в масштабах холдинга размера. Ее доля на рынке распределения электроэнергии в регионах присутствия составляет 77%. Компания не может похвастаться внушительной дивидендной историей, хотя ее акции недооценены по сравнению с компаниями-аналогами российского и зарубежных рынков. Мы начинаем покрытие МРСК Волги, присваивая ее акциям рекомендацию «ПО РЫНКУ».

Сильные стороны

- ▶ Общий объем отпуска электроэнергии в 2014 г. составил 54,9 млн МВт-ч. Таким образом, МРСК Волги занимает седьмое место среди распредкомпаний внутри холдинга «Россети».
- ▶ МРСК Волги планирует сократить объем инвестпрограммы в 2015 г. на 66%, что приведет к генерации значительного СДП, начиная с 2015 г.

Слабые стороны

- ▶ Дивидендную историю МРСК Волги нельзя назвать внушительной, поскольку за 2014 г. компания выплатила лишь незначительную сумму. В свете относительно слабой отчетности по РСБУ за 1П15 и наших ожиданий по итогам всего 2015 г. вероятность того, что компания выплатит более существенные дивиденды за 2015 г., — низка.

ТИКЕР	MRKV RX
Текущая цена, руб.	0,021
Целевая цена, руб.	0,025
Потенциал роста	17%
Рекомендация	ПО РЫНКУ

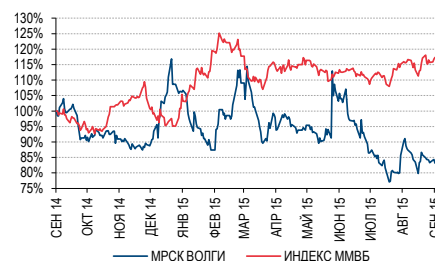
Источник: Bloomberg, расчеты Газпромбанка

ИНФОРМАЦИЯ О КОМПАНИИ

Рын. кап., млн долл.	56
Чистый долг, млн долл.	153
EV, млн долл.	209
Макс. за 52 недели, руб.	0,030
Мин. за 52 недели, руб.	0,020

Источник: Bloomberg

Динамика котировок акций МРСК Волги и индекса ММВБ



Источник: Bloomberg

Ключевые финансовые показатели, млн руб.

	2012	2013	2014	2015П	2016П	2017П
Выручка	45 908	49 202	46 156	47 771	52 521	57 390
ЕБИТДА	7 166	6 537	7 103	6 483	7 214	8 808
Рентабельность по ЕБИТДА	15,6%	13,3%	15,4%	13,6%	13,7%	15,3%
Чистая прибыль	2 328	1 261	808	-396	588	2 184
EV/ЕБИТДА, х	1,7	2,6	2,3	2,2	1,6	0,9
P/E, х	1,6	3,0	4,7	nm	6,5	1,7

Источник: данные компании, расчеты Газпромбанка



Оценочные коэффициенты

	2013	2014	2015П	2016П
P/E, x	3,0	4,7	nm	6,5
EV/EBITDA, x	2,6	2,3	2,2	1,6
EV/Выручка, x	0,3	0,4	0,3	0,2
Дивидендная доходность	6,4%	0,5%	0,5%	0,5%
Доходность свободных денежных потоков	-101,8%	6,2%	108,8%	119,9%

Отчет о прибылях и убытках, млн руб.

	2013	2014	2015П	2016П
Выручка	49 202	46 156	47 771	52 521
Операционные расходы	-46 757	-44 186	-46 396	-50 074
Общехозяйственные расходы	0	0	0	0
Амортизация	-4 092	-5 008	-5 108	-4 767
EBITDA	6 537	7 103	6 483	7 214
Операционная прибыль	2 445	2 095	1 375	2 447
Чистый финансовый доход	-744	-956	-1 870	-1 712
Прибыль до налогообложения	1 700	1 139	-495	735
Налог на прибыль	-249	-332	99	-147
Чистая прибыль	1 261	808	-396	588
Чистая прибыль на акцию	0,01	0,00	0,00	0,00

Основные показатели рентабельности

	2013	2014	2015П	2016П
Операционная прибыль	5,0%	4,5%	2,9%	4,7%
EBITDA	13,3%	15,4%	13,6%	13,7%
Чистая прибыль	2,6%	1,7%	-0,8%	1,1%

Балансовый отчет, млн руб.

	2013	2014	2015П	2016П
Денежные средства и их эквиваленты	1 056	1 258	3 538	6 397
Дебиторская задолженность	4 405	6 377	6 601	7 257
Товарно-материальные запасы	1 184	1 227	1 411	1 517
Итого текущие активы	7 825	9 163	11 849	15 470
Основные средства	41 846	42 326	39 506	36 910
Итого активы	50 385	52 279	52 145	53 170
Краткосрочный долг	37	1 919	1 919	1 919
Кредиторская задолженность	5 002	5 249	5 511	5 948
Итого краткосрочные обязательства	5 624	8 205	8 467	8 904
Долгосрочный долг	13 900	12 000	12 000	12 000
Итого отсроченные обязательства	18 551	17 053	17 053	17 053
Итого акционерный капитал	26 210	27 021	26 625	27 213
Доля меньшинства	0	0	0	0
Итого обязательства и акционерный капитал	50 385	52 279	52 145	53 170

Отчет о движении денежных средств, млн руб.

	2013	2014	2015П	2016П
Операционный денежный поток	4 792	5 423	6 437	6 742
Изменение оборотного капитала	-809	-1 769	-144	-325
Денежный поток от инвестиционной деятельности	-8 672	-5 185	-2 288	-2 171
вкл. капвложения	-8 672	-5 185	-2 288	-2 171
Денежный поток от финансовой деятельности	2 847	-36	-1 870	-1 712
Изменение объема денежных средств	-1 032	202	2 279	2 859
Свободный денежный поток	-3 880	238	4 150	4 571

Основные показатели долговой нагрузки млн руб.

	2013	2014	2015П	2016П
Общий долг	13 937	13 919	13 919	13 919
Чистый долг	12 880	12 661	10 382	7 523
Долг/капитал, x	0,5	0,5	0,5	0,5
Чистый долг/EBITDA, x	2,0	1,8	1,6	1,0

Источник: данные компании, расчеты Газпромбанка



ВОЗОБНОВЛЕНИЕ ПОКРЫТИЯ

МРСК Юга

Некрупный и непростой объект для инвестирования

МРСК Юга предоставляет услуги по распределению электроэнергии и подключению к сетям в Ростовской, Волгоградской и Астраханской областях, а также в Республике Калмыкия. Масштабы деятельности МРСК Юга по сравнению с другими распределительными компаниями внутри холдинга «Россети» относительно невелики. Долговая нагрузка МРСК Юга – одна из наиболее высоких на российском рынке. Именно в силу высокого уровня левериджа компания торгуется с премией к аналогам на российском рынке по мультипликатору EV/EBITDA. При этом МРСК Юга планирует сохранение капзатрат на относительно низком уровне, что позволит ей снизить долговую нагрузку на горизонте последующих нескольких лет. Мы присваиваем рекомендацию «ПО РЫНКУ» акциям МРСК Юга с целевой ценой на уровне 0,03 руб./акция.

Сильные стороны

- ▶ Улучшение результатов деятельности компании по РСБУ по итогам 1П15 может позволить ей показать чистую прибыль за весь 2015 г. МРСК Юга удалось увеличить выручку на 1,4% г/г и продемонстрировать чистую прибыль в размере 286,7 млн руб. по сравнению с чистым убытком по итогам 1П14.
- ▶ Относительно низкий уровень капзатрат в 1,9 млрд руб. в 2015 г., вероятно, позволит МРСК Юга сгенерировать положительный денежный поток в текущем году и далее, что в среднесрочной перспективе позволит компании снизить долговую нагрузку.

Слабые стороны

- ▶ МРСК Юга — одна из наименее крупных распределительных компаний внутри холдинга «Россети» с общим отпуском электроэнергии в 29,5 млн МВт-ч в 2014 г. МРСК Юга занимает десятое место среди распределительных компаний холдинга «Россети».
- ▶ Долговая нагрузка МРСК Юга – одна из наиболее значительных среди компаний холдинга. Коэффициент «чистый долг/EBITDA» – более 4,0х, при этом у большинства распределительных компаний данный показатель не превышает 3,0х.
- ▶ Мы полагаем, что МРСК Юга переоценена в сравнении с компаниями-аналогами на российском рынке по мультипликатору EV/EBITDA на 2015П. Мы ожидаем, что в краткосрочной перспективе масштаб данной переоценки снизится, так как прогнозируем увеличение рентабельности компании на горизонте последующих лет.

ТИКЕР	MRKY RX
Текущая цена, руб.	0,033
Целевая цена, руб.	0,030
Потенциал роста	-9%
Рекомендация	ПО РЫНКУ

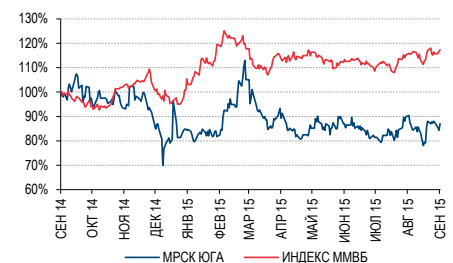
Источник: Bloomberg, расчеты Газпромбанка

ИНФОРМАЦИЯ О КОМПАНИИ

Рын. кап., млн долл.	24
Чистый долг, млн долл.	352
EV, млн долл.	376
Макс. за 52 недели, руб.	0,043
Мин. за 52 недели, руб.	0,027

Источник: Bloomberg

MRSK South share price performance vs. MICEX Index



Источник: Bloomberg



Ключевые финансовые показатели, млн руб.

	2012	2013	2014	2015П	2016П	2017П
Выручка	24 286	27 311	29 078	30 147	33 210	36 295
ЕБИТДА	5 866	5 633	5 523	5 198	5 652	6 843
Рентабельность по ЕБИТДА	24,2%	20,6%	19,0%	17,2%	17,0%	18,9%
Чистая прибыль	1 083	148	-6 784	-786	-20	1 394
EV/ЕБИТДА, х	3,8	4,3	4,7	4,9	4,3	3,2
P/E, х	1,5	11,1	nm	nm	nm	1,2

Источник: данные компании, расчеты Газпромбанка

Оценочные коэффициенты

	2013	2014	2015П	2016П
P/E, х	11,1	nm	nm	nm
EV/ЕБИТДА, х	4,3	4,7	4,9	4,3
EV/Выручка, х	0,9	0,9	0,8	0,7
Дивидендная доходность	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%
Доходность свободных денежных потоков	9,1%	-127,6%	217,1%	278,6%

Отчет о прибылях и убытках, млн руб.

	2013	2014	2015П	2016П
Выручка	27 311	29 078	30 147	33 210
Операционные расходы	-24 963	-35 558	-28 497	-31 035
Общехозяйственные расходы	0	0	0	0
Амортизация	-2 721	-2 751	-2 772	-2 680
ЕБИТДА	5 633	5 523	5 198	5 652
Операционная прибыль	2 348	-5 727	2 425	2 972
Чистый финансовый доход	-1 746	-2 228	-3 408	-2 997
Прибыль до налогообложения	602	-7 956	-983	-25
Налог на прибыль	-408	1 172	197	5
Чистая прибыль	148	-6 784	-786	-20
Чистая прибыль на акцию	0,00	-0,14	-0,02	0,00

Основные показатели рентабельности

	2013	2014	2015П	2016П
Операционная прибыль	8,6%	-19,7%	8,0%	9,0%
ЕБИТДА	20,6%	19,0%	17,2%	17,0%
Чистая прибыль	0,5%	-23,3%	-2,6%	-0,1%

Балансовый отчет, млн руб.

	2013	2014	2015П	2016П
Денежные средства и их эквиваленты	1 190	735	1 895	477
Дебиторская задолженность	10 490	8 985	10 780	11 281
Товарно-материальные запасы	1 279	676	777	835
Итого текущие активы	13 121	10 633	13 689	12 831
Основные средства	25 171	21 687	20 800	19 651
Итого активы	39 138	34 064	36 233	34 226
Краткосрочный долг	10 338	5 123	5 123	5 123
Кредиторская задолженность	9 962	9 417	11 372	12 385
Итого краткосрочные обязательства	21 005	16 256	18 211	19 224
Долгосрочный долг	13 241	19 744	20 744	17 744
Итого отсроченные обязательства	13 519	19 897	20 897	17 897
Итого акционерный капитал	4 615	-2 089	-2 875	-2 895
Доля меньшинства	0	0	0	0
Итого обязательства и акционерный капитал	39 138	34 064	36 233	34 226

Отчет о движении денежных средств, млн руб.

	2013	2014	2015П	2016П
Операционный денежный поток	3 047	-766	5 453	6 111
Изменение оборотного капитала	-1 805	1 563	59	454
Денежный поток от инвестиционной деятельности	-2 896	-1 331	-1 885	-1 531
вкл. капвложения	-2 896	-1 331	-1 885	-1 531
Денежный поток от финансовой деятельности	-710	1 643	-2 408	-5 997
Изменение объема денежных средств	-560	-454	1 159	-1 418
Свободный денежный поток	150	-2 098	3 568	4 580

Основные показатели долговой нагрузки млн руб.

	2013	2014	2015П	2016П
Общий долг	23 580	24 867	25 867	22 867
Чистый долг	22 390	24 132	23 972	22 390
Долг/капитал, х	5,1	-11,9	-9,0	-7,9
Чистый долг/ЕБИТДА, х	4,0	4,4	4,6	4,0

Источник: данные компании, расчеты Газпромбанка

Департамент анализа рыночной конъюнктуры

+7 (495) 983 18 00**ПРОДАЖА ИНСТРУМЕНТОВ ФОНДОВОГО РЫНКА**

+7 (495) 988 23 75

ПРОДАЖА ДОЛГОВЫХ ИНСТРУМЕНТОВ

+7 (495) 983 18 80

ТОРГОВЛЯ НА ФОНДОВОМ РЫНКЕ

+7 (495) 988 24 10

ТОРГОВЛЯ НА ДОЛГОВОМ РЫНКЕ

+7 (499) 271 91 04

Copyright © 2003 – 2015. «Газпромбанк» (Акционерное общество). Все права защищены

Данный отчет подготовлен аналитиками «Газпромбанка» (Акционерного общества) (далее — ГПБ (АО)) на основе публичных источников, заслуживающих, на наш взгляд, доверия, однако ГПБ (АО) не осуществляет проверку представленных в этих источниках данных и не несет ответственности за их точность и полноту. Представленные в отчете мнения и суждения отражают только личную точку зрения аналитиков относительно финансовых инструментов, эмитентов, описываемых событий и анализируемых ситуаций. Мнение ГПБ (АО) может отличаться от мнения аналитиков. Отчет соответствует дате его публикации и может изменяться без предупреждения, в том числе в связи с появлением новых корпоративных и рыночных данных. ГПБ (АО) не обязан обновлять, изменять или дополнять данный отчет или уведомлять кого-либо об этом. Аналитические материалы по эмитентам, финансовым рынкам и финансовым инструментам, содержащиеся в отчете, не претендуют на полноту. Информация, содержащаяся в данном отчете или приложениях к нему, представляется исключительно в информационных целях и не является советом, рекомендацией, предложением купить или продать ценные бумаги или иные финансовые инструменты, офертой или рекламой, если иное прямо не указано в настоящем отчете или приложениях к нему. Финансовые инструменты, упоминаемые в данном отчете, могут быть не подходящими инструментами инвестирования для определенных инвесторов. Отчет может содержать информацию о финансовых инструментах, недоступных для покупки или продажи непрофессиональными участниками рынка. Отчет не может служить основанием для принятия инвестиционных решений. Инвесторы должны принимать инвестиционные решения самостоятельно, привлекая собственных независимых консультантов, если сочтут это необходимым. Ни аналитики, ни ГПБ (АО) не несут ответственность за действия, совершенные на основе изложенной в этом отчете информации. ГПБ (АО) и/или его сотрудники могут иметь открытые позиции, осуществлять операции с ценными бумагами или финансовыми инструментами, выступать маркет-мейкером, агентом организатором, андеррайтером, консультантом или кредитором эмитента ценных бумаг или финансовых инструментов, упомянутых в настоящем отчете.
