

ОБНОВЛЕНИЕ ЦЕЛЕВОЙ ЦЕНЫ

РОССЕТИ

Время собирать камни

Правительство и миноритарные акционеры будут получать хорошие дивиденды. После решения правительства об увеличении коэффициента дивидендных выплат для госкомпаний до 50% от чистой прибыли по МСФО или РСБУ (касается выплат за 2015 г.) дочерние компании Россетей стали привлекательными дивидендными историями (более подробно в нашем отчете от 25 апреля [«Россети: «дочки» могут повысить коэффициент выплаты дивидендов»](#)). Сама материнская компания «Россети» дивидендов за 2015 г. выплатить не смогла, поскольку завершила год с чистым убытком. Промежуточные дивиденды за 1К16 составили 1,8 млрд руб., но коэффициент выплат был всего лишь 5% от чистой прибыли за 1К16 по РСБУ. В данном отчете мы обновили нашу финансовую модель по компании и ее дочерним предприятиям, исходя из последних опубликованных операционных и финансовых результатов.

Целевые цены установлены исходя из ожиданий по дивидендам. Минфин предложил установить постоянную норму по выплате дивидендов госкомпаниями на уровне не менее 50% от чистой прибыли, в связи с чем мы обновили целевые цены и рекомендации для распределительных компаний, исходя из целевой дивидендной доходности за 2016 г. на уровне 9-12%. Мы присваиваем рейтинг «ЛУЧШЕ РЫНКА» бумагам МОЭСК, МРСК Центра, МРСК Центра и Приволжья, МРСК Волги. Рейтинг «ПО РЫНКУ» – у акций Россетей (привилегированных и обыкновенных), ФСК, МРСК Урала, МРСК Юга и МРСК Северо-Запада. Бумаги Ленэнерго мы поместили на пересмотр.

Позитивные изменения

- ▶ **Россети стали менее зависимы от госфинансирования.** Правительство пересмотрело свой подход к дивидендам дочерних подразделений компании с целью снизить зависимость Россетей от госфинансирования — теперь «дочки» выплачивают внушительные дивиденды.
- ▶ **Финансовые результаты за 2015 г. подчеркивают возможность компаний сократить операционные издержки.** Компаниям удалось снизить операционные расходы, что благоприятно отразилось на их финансовых результатах.
- ▶ **Рост тарифов продолжается.** С 1 июля тарифы распределительных компаний были повышены в среднем на 7,5%.
- ▶ **Гибкая программа капвложений.** Россети продемонстрировали возможность корректировать свои капзатраты, что подтверждается результатами по МСФО за 2014 и 2015 гг.

Риски

- ▶ **Федеральный регулятор готовит новую реформу.** Федеральная антимонопольная служба (ФАС) получила функции регулирования и готовит новую тарифную реформу.
- ▶ **Вопрос с «последней милей» не решен.** Промышленные потребители в ряде российских регионов в 2017 г. смогут перейти на контракты напрямую с Федеральной сетевой компанией (ФСК), что создает риск для доходов межрегиональных распределительных компаний.

Матвей Тайц

 +7 (495) 980 43 89 (доб. 5 43 89)
 Matvey.Tayts@gazprombank.ru

 Русскоязычная версия отчета,
 опубликованного 22 июля 2016 года:
 «[ROSSETI. A time to gather stones](#)»

ТИКЕР	RSTI RX
Текущая цена, руб.	0,69
Целевая цена, руб.	0,61
Потенциал роста	-12%
Рекомендация	ПО РЫНКУ

Источник: Bloomberg, расчеты Газпромбанка

ИНФОРМАЦИЯ О КОМПАНИИ

Рын. кап., млн долл.	2 170
Чистый долг, млн долл.	8 093
EV, млн долл.	15 388
Макс. за 52 недели, руб.	0,71
Мин. за 52 недели, руб.	0,41

Источник: Bloomberg

Динамика котировок акций Россетей и индекса ММВБ



Источник: Bloomberg

Оценка

- ▶ **Сохраняется существенный дисконт к аналогам.** Распределительные компании по-прежнему выглядят сильно недооцененными по отношению к международным аналогам: дисконт в среднем составляет 69% по мультипликатору EV/EBITDA и 81% по P/E. На наш взгляд, текущие дисконты некоторых «дочек» Россетей не обоснованы.
- ▶ **Наш подход к расчету целевой цены.** Мы установили наши целевые цены, исходя из ожиданий дивидендов за 2016 г. Мы предположили, что справедливая доходность отдельных компаний лежит в диапазоне 9-12%.
- ▶ **Анализ суммы частей.** Текущая оценка Россетей подразумевает 43%-ный дисконт к оценке методом суммы частей.
- ▶ **Комфортная долговая нагрузка.** Текущий коэффициент «чистый долг/EBITDA» на уровне 2,0х является комфортным для компании, и мы не видим риска пересмотра рейтингов в краткосрочном периоде.

Ключевые финансовые показатели, млн руб.

	2013	2014	2015	2016П	2017П	2018П
Выручка	755 806	759 608	766 812	821 857	869 851	913 928
ЕВITDA	228 224	235 593	242 840	256 510	271 750	286 356
Рентабельность по ЕВITDA	30,2%	31,0%	31,7%	31,2%	31,2%	31,3%
Чистая прибыль	-159 389	-25 257	81 602	95 107	104 593	112 775
EV/ЕВITDA, х	4,0	3,9	3,9	3,8	3,7	3,7
P/E, х	nm	nm	1,7	1,5	1,3	1,2

Источник: данные компании, расчеты Газпромбанка

Оценочные коэффициенты

	2014	2015	2016П	2017П
P/E, х	nm	1,7	1,5	1,3
EV/ЕВITDA, х	3,9	3,9	3,8	3,7
EV/Выручка, х	1,2	1,2	1,2	1,2
Дивидендная доходность	0,0%	0,0%	1,2%	7,9%
Доходность свободных денежных потоков	2,5%	32,8%	22,9%	38,4%

Отчет о прибылях и убытках, млн руб.

	2014	2015	2016П	2017П
Выручка	759 608	766 812	821 857	869 851
Операционные расходы	-759 805	-652 538	-696 303	-734 508
Общехозяйственные расходы	0	0	0	0
Амортизация	-125 910	-100 529	-107 083	-111 497
ЕВITDA	235 593	242 840	256 510	271 750
Операционная прибыль	14 122	146 343	149 427	160 254
Чистый финансовый доход	-13 750	-19 167	-30 543	-29 513
Прибыль до налогообложения	-18 049	113 712	118 884	130 741
Налог на прибыль	-6 208	-32 110	-23 777	-26 148
Чистая прибыль	-25 257	81 602	95 107	104 593
Чистая прибыль на акцию	-0,15	0,50	0,49	0,53

Основные показатели рентабельности

	2014	2015	2016П	2017П
Операционная прибыль	1,9%	19,1%	18,2%	18,4%
ЕВITDA	31,0%	31,7%	31,2%	31,2%
Чистая прибыль	-3,3%	10,6%	11,6%	12,0%

Балансовый отчет, млн руб.

	2014	2015	2016П	2017П
Денежные средства и их эквиваленты	82 576	97 090	78 701	75 215
Дебиторская задолженность	155 776	162 624	177 784	191 929
Товарно-материальные запасы	26 630	33 921	36 356	38 479
Итого текущие активы	287 526	334 613	333 819	346 602
Основные средства	1 643 586	1 734 044	1 844 790	1 940 909
Итого активы	1 984 079	2 145 757	2 255 709	2 364 610
Краткосрочный долг	93 227	118 832	118 960	118 960
Кредиторская задолженность	268 469	267 972	281 464	291 943
Итого краткосрочные обязательства	382 114	399 720	413 340	423 818
Долгосрочный долг	485 409	465 439	476 458	489 741
Итого отсроченные обязательства	563 161	577 142	588 161	601 444
Итого акционерный капитал	752 980	852 912	927 025	997 799
Доля меньшинства	285 824	315 983	327 183	341 549
Итого обязательства и акционерный капитал	1 984 079	2 145 757	2 255 709	2 364 610

Отчет о движении денежных средств, млн руб.

	2014	2015	2016П	2017П
Операционный денежный поток	214 948	225 652	252 407	265 960
Изменение оборотного капитала	-20 645	-17 188	-4 103	-5 790
Денежный поток от инвестиционной деятельности	-166 290	-174 519	-196 892	-186 678
вкл. капвложения	-204 193	-174 052	-196 892	-186 678
Денежный поток от финансовой деятельности	26 273	32 345	1 353	-6 171
Изменение объема денежных средств	74 931	14 514	-18 389	-3 486
Свободный денежный поток	3 433	45 404	31 738	53 134

Основные показатели долговой нагрузки, млн руб.

	2014	2015	2016П	2017П
Общий долг	578 636	584 271	595 418	608 700
Чистый долг	496 060	487 181	516 716	533 485
Долг/капитал, х	0,8	0,7	0,6	0,6
Чистый долг/ЕВITDA, х	2,1	2,0	2,0	2,0

Источник: данные компании, расчеты Газпромбанка



СОДЕРЖАНИЕ

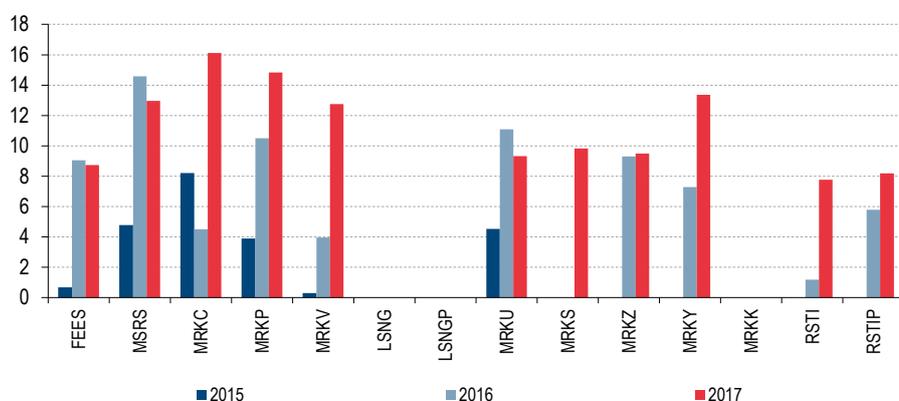
Содержание	4
Позитивные изменения в секторе	5
Риски	8
Оценки	10
Комфортный уровень долговой нагрузки	11
ФСК	12
МОЭСК	14
МРСК Центра	16
МРСК Центра и Приволжья	18
МРСК Урала	20
МРСК Волги	22
МРСК Северо-Запада	24
МРСК Юга	26

ПОЗИТИВНЫЕ ИЗМЕНЕНИЯ В СЕКТОРЕ

Дивиденды поддержат бюджетные поступления

Следующий год может превзойти ожидания. Министерство финансов подготовило поправки в документ, регулирующий норму дивидендных выплат госкомпаний, предложив в качестве долгосрочной цели 50% от чистой прибыли. Документ также подчеркивает, что 50% будут рассчитываться на основании чистой прибыли по МСФО, а в случае если совокупная выплата превысит объем чистой прибыли по РСБУ, компании должны использовать нераспределенную прибыль прошедших периодов.

Историческая и ожидаемая дивидендная доходность Россетей и дочерних предприятий, % от текущей рыночной цены



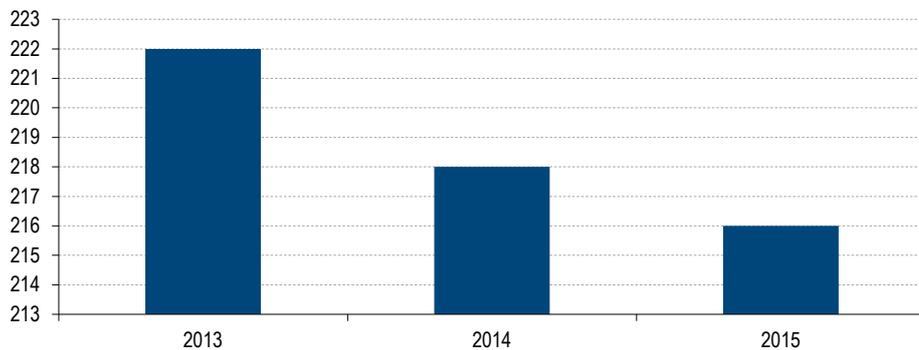
Источник: Bloomberg, данные компании, расчеты Газпромбанка

«Дочки» Россетей были лучшими дивидендными историями. Несмотря на тот факт, что дочерние предприятия Россетей не контролируются государством напрямую, они исполнили директиву правительства по выплате дивидендов в размере 50% от чистой прибыли по МСФО или РСБУ (от большей цифры). В результате Россети получили в общей сложности 21 млрд руб. в качестве дивидендов от своих дочерних компаний. Сама материнская компания Россети не смогла выплатить дивиденды за 2015 г. в силу чистого убытка за 2015 г. и накопленных убытков на балансе за прошлые периоды. Россети заплатили лишь промежуточные дивиденды за 1К16 в размере 1,6 млрд руб. и 155 млн руб. по обыкновенным и привилегированным акциям соответственно.

Компаниям удается держать операционные издержки под контролем

Расходы на оплату труда и техобслуживание под контролем. В 2015 г. консолидированные расходы Россетей на персонал выросли на 5% г/г до 162,9 млрд руб., тогда как общее количество сотрудников, согласно годовому отчету, снизилось на 1% г/г до 216 000. Расходы на техобслуживание сократились на 16% г/г до 11,9 млрд руб. – компания приложила немало усилий для улучшения операционной эффективности.

Оптимизация расходов на персонал Россетей (тыс. сотрудников)



Источник: данные компании, расчеты Газпромбанка

Специфика структуры затрат. Затраты Россетей делятся на контролируемые и неконтролируемые. Последние, в свою очередь, включают затраты на компенсацию потерь в сети (20% от совокупных денежных операционных затрат), а также плату за распределение и передачу электроэнергии (23%). При этом отметим, что расходы, связанные с оплатой труда (31%) и техобслуживанием (3%), а также прочие денежные затраты (23%) могут быть снижены за счет усилий руководства.

Рост тарифов продолжается

Очередное повышение тарифов в этом году. Тарифы распределительных компаний с 1 июля были повышены в среднем на 7,5%. На данный момент регулирование в большинстве регионов осуществляется при помощи механизма RAB (регулируемая база инвестированного капитала), который обеспечивает гарантированный возврат инвестиций. Однако в действительности регулирование основывается на ежегодном пересмотре величины роста тарифов и сдерживается ценовым потолком в силу социальной значимости отрасли и спросом на основе затрат со стороны распределительных компаний.

Рост тарифов продолжается после заморозки. Выручка распределительных компания находится в относительно хорошей форме, поскольку заморозка тарифов в 2014 г. не продлевалась. Средний рост тарифов в 2015 г. был близок к 3,8% г/г после 7,5%-ного повышения с 1 июля 2015 г. Мы ожидаем, что тарифы будут повышены на 6,3%, 4,5% и 4,0% в 2017-2019 гг.

Гибкость инвестиционной программы

Адекватная реакция на ослабление спроса. В ответ на замедление экономического роста Россети сократили свою инвестиционную программу на 2014 г. на 23% г/г до 204,2 млрд руб., на 2015 г. – на 15% г/г до 174,1 млрд руб. Сокращение капвложений последовало за ослаблением спроса на фоне замедления экономической активности, а также внушительных инвестиций компании в предыдущие периоды. Более того, Россети реализовали часть мер по сокращению издержек с целью оптимизации капвложений.

Прогноз капвложений консервативен. В дальнейшем мы ожидаем стабилизации капвложений на уровне ниже 200 млрд руб. в год. Наш прогноз основан на долгосрочных инвестиционных планах, подготовленных дочерними предприятиями Россетей, а также наших ожиданиях возможного пересмотра инвестпрограмм в связи с новыми требованиями правительства в отношении дивидендных выплат госкомпаний. Самые большие инвестиции приходятся на ФСК (38% от общего объема), МОЭСК (18%) и Ленэнерго (12%).

Внутренние инвестиции в отрасль в период 2008-15 гг. Еще одним поводом ожидать гибкости инвестпрограмм служат внутренние инвестиции, осуществленные компаниями в период 2008-2015 гг. Предприятия, которые на данный момент входят в состав холдинга «Россети», вложили в общей сложности 1,8 трлн руб. в строительство и модернизацию распределительных сетей и магистральных сетей электропередачи. Столь масштабные инвестиции были сделаны в период, когда темп роста потребления электроэнергии ожидался на уровне 3-4% в год, что сейчас кажется завышенным при текущих прогнозах в 1%. Таким образом, разумно предположить, что запас мощности позволит компаниям проявить гибкость в отношении будущих капзатрат.

РИСКИ

Регулятор готовит новую реформу на федеральном уровне

Переход от RAB-регулирования к долгосрочному индексированию. В июле глава ФАС, также ответственный за тарифное регулирование, встретился с президентом Владимиром Путиным и получил одобрение на подготовку реформы в сфере регулирования тарифов распределительных сетевых компаний. Согласно информации, доступной на официальном сайте Кремля, ФАС предложила заменить действующую систему RAB-регулирования на некий альтернативный метод долгосрочного индексирования.

Системы тарифного регулирования у операционных подразделений Россетей, %



Источник: Россети

Ослабление давления на процесс реализации инвестиционной программы.

Система RAB-регулирования была введена с целью привлечения инвестиций в сегмент передачи электроэнергии с гарантированной нормой возврата на уровне 10-11%. Принимая во внимание тот факт, что за последние годы Россети инвестировали внушительные 1,8 трлн руб., мы ожидаем, что переход с RAB-регулирования на систему долгосрочного индексирования тарифов приведет к урезанию инвестиционных бюджетов на фоне замедления роста деловой активности. В противном случае огромные капиталозатраты без надлежащего возврата на инвестиции будут разрушать привлекательность Россетей и их «дочек» для акционеров.

Потенциальные детали новой системы регулирования.

Основываясь на заявлениях, сделанных на недавней конференции по электроэнергетике представителями ФАС, мы пришли к выводу, что в ходе имплементации новой системы будут предприняты следующие шаги. Во-первых, будет установлена система ориентиров (бенчмарк), которая поможет распределительным компаниям рассчитывать тарифы на основе стандартизированных затрат на единицу оборудования и специальных коэффициентов корректировки. По информации представителей ФАС, тарифы могут включать 5%-ную чистую маржу. Более того, тарифы будут устанавливаться сроком на 3-5 лет и на протяжении этого периода все средства, сэкономленные в результате реализации программ по сокращению издержек, останутся нетронутыми регулятором.

Влияние на финансовые показатели. В 2015 г. чистая рентабельность Россетей составила 10,6%, у распределительных компаний она варьировалась в диапазоне 1-12%, а у ФСК достигла 23%. Предположив, что все компании группы за счет новых тарифов смогут сгенерировать лишь 5% чистой рентабельности, оценка Россетей в таком случае окажется на 43% ниже текущей рыночной стоимости

акций. Однако мы не думаем, что регулятор отдаст предпочтение столь строгому правилу, выбрав его в качестве главного критерия, и ожидаем новой волны обсуждений данного вопроса в ближайшем будущем.

Вопрос «последней мили» по-прежнему на повестке дня

Крупные промышленные потребители субсидируют более мелких. Вопрос «последней мили» связан с обязательством со стороны крупных промышленных потребителей электричества оплачивать услуги по распределению электроэнергии по тарифам низковольтных распределительных сетей, даже если они физически подсоединены к высоковольтной сети. В результате выручка, полученная от крупных промышленных потребителей, стала источником субсидирования других групп потребителей электричества, включая население. Получение прямого доступа к тарифам высоковольтных сетей приведет к снижению выручки Россетей – по оценкам Минэнерго, потери холдинга в случае отмены принципа последней мили превысят 50 млрд руб.

Ситуация останется под контролем по середине 2017 г. Согласно текущему законодательству, принцип последней мили будет сохранен до 1 июля 2017 г. в республиках Карелия, Марий Эл и Хакасия; в Белгородской, Волгоградской, Курской, Липецкой, Нижегородской, Ростовской, Тамбовской, Томской, Тюменской и Челябинской областях; а также в Ханты-Мансийском и Ямало-Ненецком автономных округах. Это означает, что риски, связанные с вопросом последней мили, угрожают в основном МРСК Северо-Запада, МРСК Центра, МРСК Урала, МРСК Юга, МРСК Центра и Приволжья и МРСК Сибири.

ОЦЕНКИ

Дисконт к аналогам остается высоким. По сравнению с зарубежными аналогами российские электросетевые компании по-прежнему выглядят недооцененными и торгуются со средним дисконтом в 69% и 81% по мультипликаторам 2016 EV/EBITDA и P/E соответственно. Для ряда «дочек» Россетей — **МОЭСК, МРСК Центра, МРСК Центра и Приволжья, МРСК Волги** — мы считаем такой дисконт необоснованным, так как дивидендные доходности этих компаний предполагают его сужение.

Сравнительная оценка

КОМПАНИЯ	СТРАНА	ЦЕНА, ДОЛЛ.	РЫН. КАП., МЛН ДОЛЛ.	EV, МЛН ДОЛЛ.	P/E				EV/EBITDA			
					2014	2015	2016П	2017П	2014П	2015	2016П	2017П
Россети	Россия	0,011	2 170	15 388	н/д	1,7	1,5	1,3	3,9	3,9	3,8	3,7
ФСК	Россия	0,002	2 936	6 904	н/д	4,3	3,9	3,8	3,9	4,3	4,0	3,8
МОЭСК	Россия	0,014	676	1 829	5,3	3,4	4,2	3,5	2,8	2,6	2,7	2,6
МРСК Северо-Запада	Россия	0,001	67	303	н/д	5,3	5,2	3,0	3,4	3,0	2,7	2,6
МРСК Центра и Приволжья	Россия	0,001	141	489	н/д	3,1	3,9	2,8	3,1	2,8	2,6	2,4
МРСК Центра	Россия	0,004	160	658	н/д	11,6	3,1	2,4	2,8	3,3	3,0	2,9
МРСК Юга	Россия	0,001	31	367	н/д	2,9	3,8	1,5	4,7	4,3	4,4	4,1
МРСК Сибири	Россия	0,001	76	320	н/д	н/д	5,6	4,3	2,0	2,7	2,8	2,3
МРСК Волги	Россия	0,001	89	236	7,1	4,5	3,7	2,4	2,6	2,0	1,9	1,8
МРСК Урала	Россия	0,002	176	349	5,4	7,6	5,4	4,0	2,4	2,2	2,1	2,0
Среднее значение					5,9	4,8	3,9	2,8	3,1	3,1	3,0	2,8
Дисконт к DM аналогам, %					69	72	79	84	73	74	75	76
Дисконт к EM аналогам,					57	80	81	67	72	74	69	51
РАЗВИТЫЕ РЫНКИ												
United Utilities	Великобр.	13,979	9 532	19 269	19,5	17,7	20,2	20,9	11,7	12,1	13,6	13,2
Severn Trent	Великобр.	32,989	7 907	14 892	23,4	22,3	22,7	22,8	10,9	11,3	12,5	12,2
Snam Rete Gas	Италия	5,753	20 141	35 555	17,7	15,2	17,1	16,2	11,8	11,3	12,	11,7
Terna Spa	Италия	5,567	11 190	20 720	20,0	17,0	17,7	16,6	13,0	12,0	12,0	11,5
Elia	Бельгия	51,073	3 103	5 911	16,5	16,3	16,2	14,3	11,0	16,4	14,4	13,5
REN	Португалия	2,954	1 578	4 422	13,1	12,4	14,3	13,8	8,1	8,1	8,4	8,4
Red Electrica	Испания	88,842	12 018	18 283	18,9	17,8	16,6	16,1	11,6	11,3	11,0	10,8
ITC Holdings	США	44,520	6 807	11 354	23,1	21,1	21,3	20,6	14,7	13,9	13,1	12,1
Среднее значение					19,0	17,5	18,3	17,7	11,6	12,1	12,1	11,7
РАЗВИВАЮЩИЕСЯ РЫНКИ												
CIA de Transmissao	Бразилия	16,948	2 709	2 928	19,3	39,1	23,1	9,0	19,0	27,7	19,4	7,6
Transelectrica SA	Румыния	7,454	546	487	6,6	6,6	7,9	7,5	2,6	2,6	2,9	2,9
Transener	Аргентина	0,463	206	281	-	37,2	35,8	7,6	-	7,0	6,1	4,4
Power Grid	Индия	2,211	11 568	26 710	15,3	14,1	12,7	10,5	12,4	11,0	9,8	8,1
Среднее значение					13,7	24,3	19,9	8,6	11,3	12,1	9,6	5,8

Источник: данные компании, Bloomberg, расчеты Газпромбанка

Наш подход к расчету целевой цены. Мы рассчитывали целевую цену, исходя из ожидаемых дивидендов за 2016 г. и учитывая, что для отдельных компаний справедливый уровень дивидендной доходности расположен в диапазоне 9–12%. Одним из наших базовых предположений является то, что государство по-прежнему будет требовать от холдинга «Россети» и его «дочек» выплаты щедрых дивидендов, чтобы смягчить давление на расходы федерального бюджета. Иными словами, государство не будет вливать денежные средства в капитал Россетей, а холдинг, в свою очередь, будет перераспределять средства, полученные в качестве дивидендов между дочерними компаниями, нуждающимися в капитале, а также акционерами материнской компании. Основным акционером Россетей является государство (85% акций).

Оценка Россетей по сумме составляющих частей. Текущая оценка Россетей предполагает 43%-ный дисконт к оценке холдинга по сумме составляющих частей (SOTP-оценка). Мы полагаем, что данный дисконт оправдан, так как дивиденды, которые будет выплачивать холдинг, скорее всего, будут представлять собой всего лишь часть суммы, полученной Россетями от «дочек» в качестве дивидендов. В частности, наша оценка Россетей подразумевает, что холдинг распределит между акционерами всего 50% суммы, полученной им как материнской компанией в качестве дивидендов от дочерних предприятий.

КОМФОРТНЫЙ УРОВЕНЬ ДОЛГОВОЙ НАГРУЗКИ

Увеличение коэффициента выплаты дивидендов не ухудшит кредитные метрики компании. Коэффициент «чистый долг/ЕБИТДА» у Россетей составил на конец 2015 г. 2,0х, а чистый долг – 487,2 млрд руб. Основываясь на наших прогнозах, можно предположить, что увеличение коэффициента выплаты дивидендов приведет к росту долговой нагрузки до 533,5 млрд руб. на конец 2017 г. Мы полагаем, что текущим кредитным рейтингам компании (BB+/Ba2/-) ничего не угрожает, так как показатель «чистый долг/ЕБИТДА» остается ниже 3,0х. Основным акционером Россетей по-прежнему является государство, поэтому кредитные рейтинги компании ограничены, вероятнее всего, не ее финансовыми показателями, а суверенным рейтингом.

ОБНОВЛЕНИЕ ЦЕЛЕВОЙ ЦЕНЫ

ФСК

Основа российской электросети

Федеральная сетевая компания

Подконтрольная на 80% Россетям Федеральная сетевая компания (ФСК) является одним из ключевых инфраструктурных предприятий России. ФСК осуществляет передачу электроэнергии по высоковольтным линиям передач в рамках единой энергетической системы России. Допуская, что коэффициент выплат будущих дивидендов может составить 50% от скорректированной чистой прибыли по МСФО, дивидендная доходность акций компании может составить 8,7% по итогам 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.
- ▶ ФСК принадлежит 19%-ный пакет в Интер РАО, который может послужить источником дополнительных денежных средств.
- ▶ ФСК выплатила своим акционерам наиболее крупные дивиденды за 2015 г. среди всех компаний отрасли.

Слабые стороны

- ▶ Из-за стремления выполнить инвестпрограмму ФСК может прибегнуть к привлечению заемных средств с целью сохранения коэффициента дивидендных выплат.
- ▶ Риски регулирования охладил интерес инвесторов к отрасли в целом и к ФСК в частности, однако хорошая дивидендная история компании смягчает вышеупомянутые риски.

ТИКЕР	FEES RX
Текущая цена, руб.	0,15
Целевая цена, руб.	0,14
Потенциал роста	-3%
Рекомендация	ПО РЫНКУ

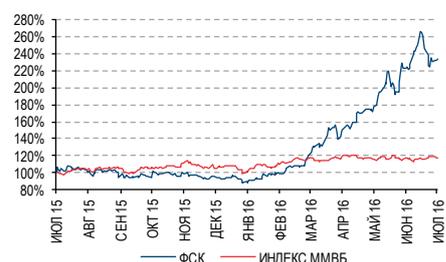
Источник: Bloomberg, расчеты Газпромбанка

ИНФОРМАЦИЯ О КОМПАНИИ

Рын. кап., млн долл.	2 936
Чистый долг, млн долл.	3 968
EV, млн долл.	6 904
Макс. за 52 недели, руб.	0,17
Мин. за 52 недели, руб.	0,05

Источник: Bloomberg

Динамика котировок акций ФСК и индекса ММВБ



Источник: Bloomberg

Ключевые финансовые показатели, млн руб.

	2013	2014	2015	2016П	2017П	2018П
Выручка	164 125	181 586	191 042	201 908	211 730	219 209
ЕБИТДА	89 940	105 655	103 225	109 046	114 891	118 794
Рентабельность по ЕБИТДА	54,8%	58,2%	54,0%	54,0%	54,3%	54,2%
Чистая прибыль	-234 771	-20 601	44 098	48 601	48 977	49 018
EV/ЕБИТДА, х	5,0	3,9	4,3	4,0	3,8	3,7
P/E, х	nm	nm	4,3	3,9	3,8	3,8

Источник: данные компании, расчеты Газпромбанка

Оценочные коэффициенты

	2014	2015	2016П	2017П
P/E, x	nm	4,3	3,9	3,8
EV/EBITDA, x	3,9	4,3	4,0	3,8
EV/Выручка, x	2,2	2,3	2,2	2,1
Дивидендная доходность	0,0%	0,7%	9,1%	8,7%
Доходность свободных денежных потоков	8,6%	12,0%	9,2%	12,9%

Отчет о прибылях и убытках, млн руб.

	2014	2015	2016П	2017П
Выручка	181 586	191 042	201 908	211 730
Операционные расходы	-126 137	-130 963	-135 942	-142 378
Общехозяйственные расходы	0	0	0	0
Амортизация	-47 138	-39 447	-41 231	-43 690
EBITDA	105 655	103 225	109 046	114 891
Операционная прибыль	-15 326	57 229	64 541	67 927
Чистый финансовый доход	-1 179	-934	-3 791	-6 705
Прибыль до налогообложения	-22 513	56 287	60 751	61 221
Налог на прибыль	1 912	-12 189	-12 150	-12 244
Чистая прибыль	-20 601	44 098	48 601	48 977
Чистая прибыль на акцию	-0,02	0,03	0,04	0,04

Основные показатели рентабельности

	2014	2015	2016П	2017П
Операционная прибыль	-8,4%	30,0%	32,0%	32,1%
EBITDA	58,2%	54,0%	54,0%	54,3%
Чистая прибыль	-11,3%	23,1%	24,1%	23,1%

Балансовый отчет, млн руб.

	2014	2015	2016П	2017П
Денежные средства и их эквиваленты	42 068	28 176	6 085	904
Дебиторская задолженность	55 912	50 043	52 889	55 462
Товарно-материальные запасы	10 446	16 063	16 063	16 063
Итого текущие активы	110 821	125 261	106 016	103 408
Основные средства	795 029	821 114	872 653	918 799
Итого активы	935 175	995 328	1 027 622	1 071 160
Краткосрочный долг	29 686	31 466	31 466	31 466
Кредиторская задолженность	89 316	71 036	71 706	72 625
Итого краткосрочные обязательства	119 113	102 563	103 233	104 152
Долгосрочный долг	233 291	250 076	250 076	260 076
Итого отсроченные обязательства	242 831	273 127	273 127	283 127
Итого акционерный капитал	573 231	619 638	651 262	683 881
Доля меньшинства	0	0	0	0
Итого обязательства и акционерный капитал	935 175	995 328	1 027 622	1 071 160

Отчет о движении денежных средств, млн руб.

	2014	2015	2016П	2017П
Операционный денежный поток	89 726	98 023	91 446	97 719
Изменения оборотного капитала	-11 960	-13 672	-9 239	-8 717
Денежный поток от инвестиционной деятельности	-73 612	-75 604	-74 250	-73 575
вкл. капвложения	-73 612	-75 604	-74 250	-73 575
Денежный поток от финансовой деятельности	-44 513	-14 673	-39 287	-29 325
Изменение объема денежных средств	20 441	-13 892	-22 091	-5 181
Свободный денежный поток	16 114	22 419	17 196	24 144

Основные показатели долговой нагрузки млн руб.

	2014	2015	2016П	2017П
Общий долг	262 977	281 542	281 542	291 542
Чистый долг	220 909	253 366	275 457	290 638
Долг/капитал, x	0,5	0,5	0,4	0,4
Чистый долг/EBITDA, x	2,1	2,5	2,5	2,5

Источник: данные компании, расчеты Газпромбанка

ОБНОВЛЕНИЕ ЦЕЛЕВОЙ ЦЕНЫ

МОЭСК

Энергоснабжающая компания столицы

МОЭСК – крупнейшая распределительная электросетевая компания в рамках холдинга Россети – оказывает услуги по передаче электроэнергии в Москве и Московской области. Компания регулярно выплачивает дивиденды, и мы ожидаем, что в 2016 г. дивидендная доходность будет одной из самых высоких среди электросетевых компаний и составит 11,9%. Наша целевая цена для акций компании составляет 1,20 руб./акция, рекомендация – «ЛУЧШЕ РЫНКА».

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 холдинга Россети. В 2015 г. объем передачи электроэнергии составил 87,6 млн МВт-ч, что эквивалентно 14% совокупного объема отпуска Россетей.
- ▶ У компании надежная клиентская база. Москва и Московская область – это регионы с высокой плотностью населения и относительно низкой долей промышленного потребления. Таким образом, риски потери крупных клиентов – промышленных предприятий, которые стремятся работать напрямую с ФСК, довольно малы, что делает МОЭСК одной из лучших электросетевых компаний.
- ▶ У компании длинная дивидендная история – МОЭСК регулярно выплачивает дивиденды в размере 25% от чистой прибыли по РСБУ. Вместе с тем дивиденды за прошедший год составили 50% от чистой прибыли компании по МСФО. По нашим прогнозам, дивидендная доходность бумаг МОЭСК в 2016 г. останется на привлекательном уровне в 11,9%.

Слабые стороны

- ▶ У МОЭСК одна из наиболее масштабных инвестпрограмм в секторе. Мы ожидаем, что в 2016 г. компания увеличит инвестиции на 22% – до 34,5 млрд руб.

Ключевые финансовые показатели, млн руб.

	2013	2014	2015	2016П	2017П	2018П
Выручка	129 125	128 018	132 356	139 877	147 960	155 850
ЕБИТДА	44 446	40 589	44 686	42 878	45 397	48 683
Рентабельность по ЕБИТДА	34,4%	31,7%	33,8%	30,7%	30,7%	31,2%
Чистая прибыль	18 927	8 078	12 631	10 314	12 321	14 157
EV/ЕБИТДА, х	2,2	2,8	2,6	2,7	2,6	2,4
P/E, х	2,3	5,3	3,4	4,2	3,5	3,0

Источник: данные компании, расчеты Газпромбанка

ТИКЕР	MSRS RX
Текущая цена, руб.	0,89
Целевая цена, руб.	1,20
Потенциал роста	35%
Рекомендация	ЛУЧШЕ РЫНКА

Источник: Bloomberg, расчеты Газпромбанка

ИНФОРМАЦИЯ О КОМПАНИИ

Рын. кап., млн долл.	676
Чистый долг, млн долл.	1 153
EV, млн долл.	1 829
Макс. за 52 недели, руб.	1,06
Мин. за 52 недели, руб.	0,73

Источник: Bloomberg

Динамика котировок акций МОЭСК и индекса ММВБ



Источник: Bloomberg

Оценочные коэффициенты

	2014	2015	2016П	2017П
P/E, x	5,3	3,4	4,2	3,5
EV/EBITDA, x	2,8	2,6	2,7	2,6
EV/Выручка, x	0,9	0,9	0,8	0,8
Дивидендная доходность	4,5%	4,8%	14,6%	11,9%
Доходность свободных денежных потоков	-11,2%	13,5%	14,1%	16,8%

Отчет о прибылях и убытках, млн руб.

	2014	2015	2016П	2017П
Выручка	128 018	132 356	139 877	147 960
Операционные расходы	-119 827	-111 486	-121 842	-128 362
Общехозяйственные расходы	0	0	0	0
Амортизация	-20 593	-20 770	-21 815	-22 771
ЕБИТДА	40 589	44 686	42 878	45 397
Операционная прибыль	14 399	23 898	21 063	22 626
Чистый финансовый доход	-2 994	-4 258	-7 312	-6 198
Прибыль до налогообложения	11 406	19 640	13 752	16 428
Налог на прибыль	-3 327	-7 010	-3 438	-4 107
Чистая прибыль	8 078	12 631	10 314	12 321
Чистая прибыль на акцию	0,17	0,26	0,21	0,25

Основные показатели рентабельности

	2014	2015	2016П	2017П
Операционная прибыль	11,2%	18,1%	15,1%	15,3%
ЕБИТДА	31,7%	33,8%	30,7%	30,7%
Чистая прибыль	6,3%	9,5%	7,4%	8,3%

Балансовый отчет, млн руб.

	2014	2015	2016П	2017П
Денежные средства и их эквиваленты	4 304	400	2 876	1 781
Дебиторская задолженность	23 408	25 897	25 876	27 457
Товарно-материальные запасы	2 295	2 650	2 844	3 000
Итого текущие активы	30 558	29 149	31 798	32 441
Основные средства	273 668	289 912	302 615	314 972
Итого активы	310 583	325 618	340 970	353 970
Краткосрочный долг	21 554	8 148	8 148	8 148
Кредиторская задолженность	52 800	51 646	53 001	55 837
Итого краткосрочные обязательства	76 393	61 792	63 148	65 984
Долгосрочный долг	52 730	65 874	75 874	78 874
Итого отсроченные обязательства	75 165	94 593	104 593	107 593
Итого акционерный капитал	159 026	169 233	173 229	180 393
Доля меньшинства	0	0	0	0
Итого обязательства и акционерный капитал	310 583	325 618	340 970	353 970

Отчет о движении денежных средств, млн руб.

	2014	2015	2016П	2017П
Операционный денежный поток	35 889	33 990	40 624	42 388
Изменение оборотного капитала	-1 778	-3 277	-310	-394
Денежный поток от инвестиционной деятельности	-40 738	-28 174	-34 518	-35 128
вкл. капвложения	-40 738	-28 174	-34 518	-35 128
Денежный поток от финансовой деятельности	7 558	-9 720	-3 629	-8 355
Изменение объема денежных средств	2 709	-3 905	2 476	-1 095
Свободный денежный поток	-4 849	5 816	6 105	7 260

Основные показатели долговой нагрузки млн руб.

	2014	2015	2016П	2017П
Общий долг	74 284	74 021	84 021	87 021
Чистый долг	69 979	73 621	81 145	85 240
Долг/капитал, x	0,5	0,4	0,5	0,5
Чистый долг/ЕБИТДА, x	1,7	1,6	1,9	1,9

Источник: данные компании, расчеты Газпромбанка

ОБНОВЛЕНИЕ ЦЕЛЕВОЙ ЦЕНЫ

МРСК Центра

Доступ к инфраструктуре центра России

МРСК Центра владеет распределительными сетями в Бегородской, 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%. Рыночная доля компании в секторе распределения электроэнергии в регионах присутствия – 83%, а в сегменте техприсоединения новых потребителей – 87,4%. В 2016 г. МРСК Центра может предложить своим акционерам привлекательную дивидендную доходность на уровне 16,0%, поэтому мы присваиваем бумагам компании рекомендацию «ЛУЧШЕ РЫНКА».

Сильные стороны

- ▶ **Объем передачи электроэнергии** в 2015 г. составил 62,6 млн МВт-ч, благодаря чему МРСК Центра занимает пятое место среди отечественных распределительных компаний по объему распределения электроэнергии.
- ▶ **Хорошая доходность в 2016 г.** Учитывая наш прогноз по МСФО-результатам компании и потенциальное увеличение коэффициента выплаты дивидендов до 50% от чистой прибыли по МСФО, мы ожидаем дивидендную доходность на уровне 16,0% по итогам 2016 г.
- ▶ **Инвестпрограмма.** По нашим оценкам, объем инвестпрограммы компании в 2016 г. составит 13,3 млрд руб., а EBITDA – 17,2 млрд руб.

Слабые стороны

- ▶ **Проблема «последней мили».** Перед компанией стоит проблема «последней мили», заставляющая крупных промышленных клиентов заключать контракты напрямую с ФСК. Это может негативно сказаться на финансовых показателях компании начиная со второй половины 2017 г.

Ключевые финансовые показатели, млн руб.

	2013	2014	2015	2016П	2017П	2018П
Выручка	93 297	86 992	80 830	87 443	92 857	98 175
ЕБИТДА	21 214	16 880	15 616	17 154	18 304	19 412
Рентабельность по ЕБИТДА	22,7%	19,4%	19,3%	19,6%	19,7%	19,8%
Чистая прибыль	-57	-3 285	881	3 267	4 320	4 908
EV/ЕБИТДА, х	2,0	2,8	3,3	3,0	2,9	2,7
P/E, х	nm	nm	11,6	3,1	2,4	2,1

Источник: данные компании, расчеты Газпромбанка

ТИКЕР	MRKC RX
Текущая цена, руб.	0,24
Целевая цена, руб.	0,39
Потенциал роста	60%
Рекомендация	ЛУЧШЕ РЫНКА

Источник: Bloomberg, расчеты Газпромбанка

ИНФОРМАЦИЯ О КОМПАНИИ

Рын. кап., млн долл.	160
Чистый долг, млн долл.	658
EV, млн долл.	818
Макс. за 52 недели, руб.	0,29
Мин. за 52 недели, руб.	0,19

Источник: Bloomberg

Динамика котировок акций МРСК Центра и индекса ММВБ



Источник: Bloomberg

Оценочные коэффициенты

	2014	2015	2016П	2017П
P/E, x	nm	11,6	3,1	2,4
EV/EBITDA, x	2,8	3,3	3,0	2,9
EV/Выручка, x	0,5	0,6	0,6	0,6
Дивидендная доходность	0,7%	8,1%	4,5%	16,0%
Доходность свободных денежных потоков	3,9%	1,2%	3,6%	4,6%

Отчет о прибылях и убытках, млн руб.

	2014	2015	2016П	2017П
Выручка	86 992	80 830	87 443	92 857
Операционные расходы	-88 940	-75 204	-80 844	-85 597
Общехозяйственные расходы	0	0	0	0
Амортизация	-8 572	-7 813	-9 106	-9 596
ЕБИТДА	16 880	15 616	17 154	18 304
Операционная прибыль	-749	7 074	8 047	8 709
Чистый финансовый доход	-2 649	-4 274	-3 963	-3 308
Прибыль до налогообложения	-3 398	2 801	4 084	5 400
Налог на прибыль	114	-1 920	-817	-1 080
Чистая прибыль	-3 285	881	3 267	4 320
Чистая прибыль на акцию	-0,08	0,02	0,01	0,10

Основные показатели рентабельности

	2014	2015	2016П	2017П
Операционная прибыль	-0,9%	8,8%	9,2%	9,4%
ЕБИТДА	19,4%	19,3%	19,6%	19,7%
Чистая прибыль	-3,8%	1,1%	3,7%	4,7%

Балансовый отчет, млн руб.

	2014	2015	2016П	2017П
Денежные средства и их эквиваленты	396	123	372	475
Дебиторская задолженность	16 272	16 762	16 629	17 751
Товарно-материальные запасы	1 809	2 012	2 159	2 278
Итого текущие активы	19 479	20 274	20 536	21 880
Основные средства	73 086	77 639	81 812	85 679
Итого активы	93 794	100 449	104 884	110 095
Краткосрочный долг	9 610	1 677	1 677	1 677
Кредиторская задолженность	9 202	8 312	8 935	9 460
Итого краткосрочные обязательства	20 539	13 224	13 847	14 372
Долгосрочный долг	27 670	40 435	41 435	43 435
Итого отсроченные обязательства	34 323	48 339	49 339	51 339
Итого акционерный капитал	38 932	38 886	41 698	44 384
Доля меньшинства	0	0	0	0
Итого обязательства и акционерный капитал	93 794	100 449	104 884	110 095

Отчет о движении денежных средств, млн руб.

	2014	2015	2016П	2017П
Операционный денежный поток	10 779	13 517	16 947	16 508
Изменение оборотного капитала	-4 909	-2 160	-895	-2 221
Денежный поток от инвестиционной деятельности	-12 345	-13 243	-13 279	-13 463
вкл. капвложения	-12 477	-13 579	-13 279	-13 463
Денежный поток от финансовой деятельности	847	-547	-3 419	-2 942
Изменение объема денежных средств	-719	-273	249	103
Свободный денежный поток	396	123	372	475

Основные показатели долговой нагрузки млн руб.

	2014	2015	2016П	2017П
Общий долг	37 280	42 112	43 112	45 112
Чистый долг	36 884	41 989	42 740	44 637
Долг/капитал, x	1,0	1,1	1,0	1,0
Чистый долг/ЕБИТДА, x	2,2	2,7	2,5	2,4

Источник: данные компании, расчеты Газпромбанка

ОБНОВЛЕНИЕ ЦЕЛЕВОЙ ЦЕНЫ

МРСК Центра и Приволжья

Гибкость в условиях изменяющейся конъюнктуры рынка

МРСК Центра и Приволжья оказывает услуги по распределению электроэнергии и подключению 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. Рыночная доля компании в регионах присутствия составляет 72%. Мы присваиваем акциям компании рекомендацию «ЛУЧШЕ РЫНКА», так как ожидаем дивидендную доходность по итогам 2016 г. на привлекательном уровне в 12,7%.

Сильные стороны

- ▶ Объемы передачи электроэнергии МРСК Центра и Приволжья составили 53,0 млн МВт-ч, что продвинуло компанию на шестое место среди региональных распределительных компаний, подконтрольных Россетям.
- ▶ Площадь охвата территории МРСК Центра и Приволжья составила 408 000 км² с населением около 13 млн чел.
- ▶ Доля трех из 10 крупнейших потребителей компании – РЖД, Газпрома и Транснефти – в общем отпуске электроэнергии составляет 10%.
- ▶ МРСК Центра и Приволжья обладает продолжительной историей регулярных дивидендных выплат.
- ▶ Гибкость инвестиционной программы компании на 2016 г. позволяет ей генерировать положительный свободный денежный поток (СДП).

Слабые стороны

- ▶ Потери электроэнергии составляют 9,07% от общего объема отпуска, что выше средневзвешенного показателя на уровне 8,47%.

Ключевые финансовые показатели, млн руб.

	2013	2014	2015	2016П	2017П	2018П
Выручка	77 856	70 160	69 624	75 114	79 651	84 100
ЕБИТДА	12 466	11 182	11 795	12 848	13 537	14 575
Рентабельность по ЕБИТДА	16,0%	15,9%	16,9%	17,1%	17,0%	17,3%
Чистая прибыль	1 651	-1 630	3 414	2 684	3 752	4 510
EV/ЕБИТДА, х	2,5	3,1	2,8	2,6	2,4	2,3
P/E, х	6,4	nm	3,1	3,9	2,8	2,3

Источник: данные компании, расчеты Газпромбанка

ТИКЕР	MRKP RX
Текущая цена, руб.	0,080
Целевая цена, руб.	0,118
Потенциал роста	48%
Рекомендация	ЛУЧШЕ РЫНКА

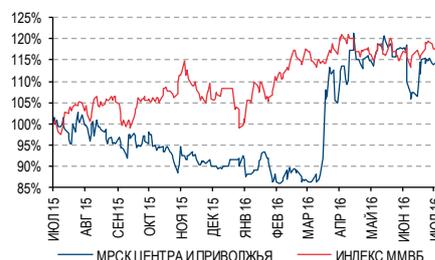
Источник: Bloomberg, расчеты Газпромбанка

ИНФОРМАЦИЯ О КОМПАНИИ

Рын. кап., млн долл.	141
Чистый долг, млн долл.	348
EV, млн долл.	489
Макс. за 52 недели, руб.	0,085
Мин. за 52 недели, руб.	0,060

Источник: Bloomberg

Динамика котировок акций МРСК Центра и Приволжья и индекса ММВБ



Источник: Bloomberg

Оценочные коэффициенты

	2014	2015	2016П	2017П
P/E, x	nm	3,1	3,9	2,8
EV/EBITDA, x	3,1	2,8	2,6	2,4
EV/Выручка, x	0,5	0,5	0,4	0,4
Дивидендная доходность	6,0%	3,3%	8,9%	12,7%
Доходность свободных денежных потоков	-3,3%	21,4%	51,0%	30,7%

Отчет о прибылях и убытках, млн руб.

	2014	2015	2016П	2017П
Выручка	70 160	69 624	75 114	79 651
Операционные расходы	-69 237	-62 861	-69 631	-73 376
Общехозяйственные расходы	2	3	4	5
Амортизация	-5 986	-5 689	-5 918	-5 815
ЕБИТДА	11 182	11 795	12 848	13 537
Операционная прибыль	923	6 763	5 483	6 275
Чистый финансовый доход	-1 867	-2 202	-2 128	-1 585
Прибыль до налогообложения	-943	4 562	3 355	4 689
Налог на прибыль	-686	-1 147	-671	-938
Чистая прибыль	-1 630	3 414	2 684	3 752
Чистая прибыль на акцию	-0,01	0,03	0,02	0,03

Основные показатели рентабельности

	2014	2015	2016П	2017П
Операционная прибыль	1,3%	9,7%	7,3%	7,9%
ЕБИТДА	15,9%	16,9%	17,1%	17,0%
Чистая прибыль	-2,3%	4,9%	3,6%	4,7%

Балансовый отчет, млн руб.

	2014	2015	2016П	2017П
Денежные средства и их эквиваленты	2 300	2 555	4 873	5 189
Дебиторская задолженность	12 174	13 100	12 631	13 439
Товарно-материальные запасы	1 464	1 649	1 769	1 867
Итого текущие активы	18 607	17 610	19 580	20 800
Основные средства	58 438	60 006	60 124	61 718
Итого активы	78 175	78 772	80 859	83 674
Краткосрочный долг	7 018	10 862	10 862	10 862
Кредиторская задолженность	10 045	9 110	9 456	9 861
Итого краткосрочные обязательства	18 574	21 749	22 096	22 501
Долгосрочный долг	19 828	13 933	13 933	13 933
Итого отсроченные обязательства	27 351	22 274	22 274	22 274
Итого акционерный капитал	32 250	34 748	36 490	38 899
Доля меньшинства	0	0	0	0
Итого обязательства и акционерный капитал	78 175	78 772	80 859	83 674

Отчет о движении денежных средств, млн руб.

	2014	2015	2016П	2017П
Операционный денежный поток	7 912	7 506	11 424	10 651
Изменение оборотного капитала	-2 390	-3 598	-752	-1 948
Денежный поток от инвестиционной деятельности	-9 802	-2 832	-6 035	-7 409
вкл. капвложения	-8 259	-5 248	-6 035	-7 409
Денежный поток от финансовой деятельности	900	-4 419	-3 070	-2 928
Изменение объема денежных средств	-990	254	2 319	315
Свободный денежный поток	-347	2 259	5 389	3 243

Основные показатели долговой нагрузки млн руб.

	2014	2015	2016П	2017П
Общий долг	26 846	24 795	24 795	24 795
Чистый долг	24 546	22 240	19 921	19 606
Долг/капитал, x	0,8	0,7	0,7	0,6
Чистый долг/ЕБИТДА, x	2,2	1,9	1,6	1,4

Источник: данные компании, расчеты Газпромбанка

ОБНОВЛЕНИЕ ЦЕЛЕВОЙ ЦЕНЫ

МРСК Урала

Инфраструктура промышленных регионов

МРСК Урала распределяет электроэнергию между потребителями в Свердловской и Челябинской областях, а также в 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», так как справедливая дивидендная доходность бумаг в 2016 г. составляет 9,3%.

Сильные стороны

- ▶ Общий объем распределения электроэнергии МРСК Урала в 2015 г. составил 76,2 млн МВт. Компания находится на втором месте по объему распределения электричества среди «дочек» Россетей.
- ▶ МРСК Урала консолидирует 90%-ную долю в Екатеринбургской электросетевой компании, что обеспечивает доступ к одной из наиболее развитых клиентских баз на розничном рынке электроэнергии в России.

Слабые стороны

- ▶ Большое количество крупных промышленных потребителей планирует переход к прямым платежам ФСК, что оказывает давление на размер выручки МРСК Урала.
- ▶ По нашим прогнозам, уровень дивидендной доходности бумаг МРСК Урала в 2016 г. находится на отметке 9,3%, что подтверждает нашу рекомендацию «ПО РЫНКУ» для акций компании.

ТИКЕР	MRKU RX
Текущая цена, руб.	0,128
Целевая цена, руб.	0,108
Потенциал роста	-15%
Рекомендация	ПО РЫНКУ

Источник: Bloomberg, расчеты Газпромбанка

ИНФОРМАЦИЯ О КОМПАНИИ

Рын. кап., млн долл.	176
Чистый долг, млн долл.	173
EV, млн долл.	349
Макс. за 52 недели, руб.	0,140
Мин. за 52 недели, руб.	0,063

Источник: Bloomberg

Динамика котировок акций МРСК Урала и индекса ММВБ



Источник: Bloomberg

Ключевые финансовые показатели, млн руб.

	2013	2014	2015	2016П	2017П	2018П
Выручка	65 523	68 975	69 672	74 888	79 763	83 685
ЕБИТДА	7 328	8 917	10 128	10 715	11 296	11 561
Рентабельность по ЕБИТДА	11,2%	12,9%	14,5%	14,3%	14,2%	13,8%
Чистая прибыль	-1 100	2 055	1 478	2 084	2 811	3 050
EV/ЕБИТДА, х	3,2	2,4	2,2	2,1	2,0	1,9
P/E, х	nm	5,4	7,6	5,4	4,0	3,7

Источник: данные компании, расчеты Газпромбанка

Оценочные коэффициенты

	2014	2015	2016П	2017П
P/E, x	5,4	7,6	5,4	4,0
EV/EBITDA, x	2,4	2,2	2,1	2,0
EV/Выручка, x	0,3	0,3	0,3	0,3
Дивидендная доходность	0,8%	4,5%	11,1%	9,3%
Доходность свободных денежных потоков	25,9%	11,0%	45,4%	31,5%

Отчет о прибылях и убытках, млн руб.

	2014	2015	2016П	2017П
Выручка	68 975	69 672	74 888	79 763
Операционные расходы	-67 798	-68 215	-72 080	-76 322
Общехозяйственные расходы	0	0	0	0
Амортизация	-5 711	-5 924	-5 924	-5 872
ЕБИТДА	8 917	10 128	10 715	11 296
Операционная прибыль	3 070	2 676	4 027	4 660
Чистый финансовый доход	-689	-750	-1 422	-1 146
Прибыль до налогообложения	2 381	1 925	2 605	3 513
Налог на прибыль	-326	-447	-521	-703
Чистая прибыль	2 055	1 478	2 084	2 811
Чистая прибыль на акцию	0,02	0,02	0,02	0,03

Основные показатели рентабельности

	2014	2015	2016П	2017П
Операционная прибыль	4,5%	3,8%	5,4%	5,8%
ЕБИТДА	12,9%	14,5%	14,3%	14,2%
Чистая прибыль	3,0%	2,1%	2,8%	3,5%

Балансовый отчет, млн руб.

	2014	2015	2016П	2017П
Денежные средства и их эквиваленты	3 665	4 291	6 708	8 040
Дебиторская задолженность	9 355	9 850	9 393	10 054
Товарно-материальные запасы	637	710	762	803
Итого текущие активы	13 951	15 205	17 217	19 252
Основные средства	62 075	60 913	60 380	60 812
Итого активы	76 723	77 359	78 838	81 305
Краткосрочный долг	2 634	7 761	7 761	7 761
Кредиторская задолженность	9 948	11 235	11 872	12 570
Итого краткосрочные обязательства	16 453	21 972	22 609	23 307
Долгосрочный долг	11 526	7 525	7 525	7 525
Итого отсроченные обязательства	18 429	14 027	14 027	14 027
Итого акционерный капитал	41 841	41 360	42 202	43 971
Доля меньшинства	0	0	0	0
Итого обязательства и акционерный капитал	76 723	77 359	78 838	81 305

Отчет о движении денежных средств, млн руб.

	2014	2015	2016П	2017П
Операционный денежный поток	11 761	8 563	10 471	9 825
Изменение оборотного капитала	646	-2 143	277	-768
Денежный поток от инвестиционной деятельности	-8 860	-7 336	-5 392	-6 304
вкл. капвложения	-8 860	-7 336	-5 392	-6 304
Денежный поток от финансовой деятельности	-1 228	-600	-2 663	-2 189
Изменение объема денежных средств	1 673	626	2 416	1 332
Свободный денежный поток	2 901	1 227	5 080	3 521

Основные показатели долговой нагрузки млн руб.

	2014	2015	2016П	2017П
Общий долг	14 160	15 286	15 286	15 286
Чистый долг	10 494	10 994	8 578	7 246
Долг/капитал, x	0,3	0,4	0,4	0,3
Чистый долг/ЕБИТДА, x	1,2	1,1	0,8	0,6

Источник: данные компании, расчеты Газпромбанка

ОБНОВЛЕНИЕ ЦЕЛЕВОЙ ЦЕНЫ

МРСК Волги

Компания средних размеров 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, которая является компанией среднего размера в масштабах холдинга. Доля компании на рынке распределения в регионах присутствия составляет 77%. Мы ожидаем, что МРСК Волги выплатит акционерам хорошие дивиденды за 2016 г. с доходностью 13,1% и присваиваем акциям компании рекомендацию «ЛУЧШЕ РЫНКА».

Сильные стороны

- ▶ Коэффициент потерь электроэнергии в сетях МРСК Волги составляет 6,7% от общего отпуска электричества. Это один из самых низких показателей среди распределительных компаний, подконтрольных Россетям (средневзвешенный коэффициент по холдингу – 8,47%).
- ▶ Общий объем передачи электроэнергии в 2015 г. составил 52,9 млн МВт-ч – компания занимает седьмое место среди распределительных компаний внутри холдинга «Россети».
- ▶ В 2015 г. компания сократила инвестпрограмму на 49%, что помогло ей сгенерировать значительный СДП. Согласно нашим ожиданиям, СДП компании и в дальнейшем останется положительным.
- ▶ Мы ожидаем, что МРСК Волги направит на выплату дивидендов 50% своей чистой прибыли по МСФО, что сделает компанию довольно привлекательной с точки зрения дивидендной доходности, которая ожидается на уровне 13,1%.

ТИКЕР	MRKV RX
Текущая цена, руб.	0,032
Целевая цена, руб.	0,042
Потенциал роста	31%
Рекомендация	ЛУЧШЕ РЫНКА

Источник: Bloomberg, расчеты Газпромбанка

ИНФОРМАЦИЯ О КОМПАНИИ

Рын. кап., млн долл.	89
Чистый долг, млн долл.	147
EV, млн долл.	236
Макс. за 52 недели, руб.	0,035
Мин. за 52 недели, руб.	0,018

Источник: Bloomberg

Динамика котировок акций МРСК Волги и индекса ММВБ



Источник: Bloomberg

Ключевые финансовые показатели, млн руб.

	2013	2014	2015	2016П	2017П	2018П
Выручка	49 202	46 156	47 991	51 993	55 270	58 486
ЕБИТДА	6 537	7 103	7 713	7 793	8 434	9 324
Рентабельность по ЕБИТДА	13,3%	15,4%	16,1%	15,0%	15,3%	15,9%
Чистая прибыль	1 261	808	1 268	1 532	2 406	3 306
EV/ЕБИТДА, х	2,8	2,6	2,0	1,9	1,8	1,6
P/E, х	4,5	7,1	4,5	3,7	2,4	1,7

Источник: данные компании, расчеты Газпромбанка

Оценочные коэффициенты

	2014	2015	2016П	2017П
P/E, x	7,1	4,5	3,7	2,4
EV/EBITDA, x	2,6	2,0	1,9	1,8
EV/Выручка, x	0,4	0,3	0,3	0,3
Дивидендная доходность	0,3%	0,3%	4,0%	13,1%
Доходность свободных денежных потоков	24,2%	80,7%	93,6%	77,4%

Отчет о прибылях и убытках, млн руб.

	2014	2015	2016П	2017П
Выручка	46 156	47 991	51 993	55 270
Операционные расходы	-44 186	-45 251	-49 026	-51 413
Общехозяйственные расходы	0	0	0	0
Амортизация	-5 008	-4 795	-4 825	-4 577
ЕБИТДА	7 103	7 713	7 793	8 434
Операционная прибыль	2 095	2 917	2 968	3 857
Чистый финансовый доход	-956	-1 215	-1 053	-849
Прибыль до налогообложения	1 139	1 702	1 915	3 008
Налог на прибыль	-332	-434	-383	-602
Чистая прибыль	808	1 268	1 532	2 406
Чистая прибыль на акцию	0,00	0,01	0,01	0,01

Основные показатели рентабельности

	2014	2015	2016П	2017П
Операционная прибыль	4,5%	6,1%	5,7%	7,0%
ЕБИТДА	15,4%	16,1%	15,0%	15,3%
Чистая прибыль	1,7%	2,6%	2,9%	4,4%

Балансовый отчет, млн руб.

	2014	2015	2016П	2017П
Денежные средства и их эквиваленты	1 258	1 958	6 013	8 812
Дебиторская задолженность	6 377	6 855	6 427	6 895
Товарно-материальные запасы	1 227	1 257	1 348	1 422
Итого текущие активы	9 163	10 221	13 939	17 281
Основные средства	42 326	39 983	37 925	36 451
Итого активы	52 279	51 036	52 696	54 563
Краткосрочный долг	1 919	3 623	3 623	3 623
Кредиторская задолженность	5 249	4 301	4 659	4 886
Итого краткосрочные обязательства	8 205	9 530	9 889	10 116
Долгосрочный долг	12 000	7 700	7 700	7 700
Итого отсроченные обязательства	17 053	13 321	13 321	13 321
Итого акционерный капитал	27 021	28 185	29 486	31 127
Доля меньшинства	0	0	0	0
Итого обязательства и акционерный капитал	52 279	51 036	52 696	54 563

Отчет о движении денежных средств, млн руб.

	2014	2015	2016П	2017П
Операционный денежный поток	6 568	7 240	8 105	7 517
Изменение оборотного капитала	-1 305	-676	-305	-1 315
Денежный поток от инвестиционной деятельности	-5 185	-2 634	-2 767	-3 103
вкл. капвложения	-5 185	-2 634	-2 767	-3 103
Денежный поток от финансовой деятельности	-1 181	-3 906	-1 284	-1 615
Изменение объема денежных средств	202	700	4 055	2 799
Свободный денежный поток	1 383	4 606	5 338	4 414

Основные показатели долговой нагрузки млн руб.

	2014	2015	2016П	2017П
Общий долг	13 919	11 323	11 323	11 323
Чистый долг	12 661	9 365	5 310	2 511
Долг/капитал, x	0,5	0,4	0,4	0,4
Чистый долг/ЕБИТДА, x	1,8	1,2	0,7	0,3

Источник: данные компании, расчеты Газпромбанка

ВОЗОБНОВЛЕНИЕ ПОКРЫТИЯ

МРСК Северо-Запада

Доступ к Европейскому Северу страны

МРСК Северо-Запада предоставляет услуги по распределению электроэнергии в республиках Карелии и Коми, а также в Мурманской, Архангельской, Вологодской, Новгородской и Псковской областях. Доля компании на рынке распределения электроэнергии в регионах присутствия составляет 76%, холдингу «Россети» принадлежит 55,3%-ный пакет акций МРСК Северо-Запада. Мы ожидаем, что компания продолжит выплачивать дивиденды в следующем году и присваиваем ее акциям рекомендацию «ПО РЫНКУ», учитывая справедливую дивидендную доходность за 2016 г. на уровне 9,7%.

Сильные стороны

- ▶ **Компания среднего размера.** Объем распределения электроэнергии МРСК Северо-Запада в 2015 г. составил 39,5 млн МВт-ч, что вывело компанию на восьмое место среди распределительных «дочек» холдинга «Россети».
- ▶ **Положительный СДП.** В прошлом году МРСК Северо-Запада сгенерировала положительный СДП, и мы полагаем, что в краткосрочной перспективе позитивная динамика этого показателя сохранится, так как не ожидаем существенного роста инвестиций в текущем году.
- ▶ **Развивающаяся дивидендная история.** МРСК Северо-Запада начала выплачивать дивиденды в этом году, и мы ждем, что компания будет придерживаться этой практики и в дальнейшем. По нашим расчетам, справедливая дивидендная доходность бумаг компании за 2016 г. находится на уровне 9,7%.

Слабые стороны

- ▶ **Зависимость от крупных потребителей.** Одним из крупнейших клиентов МРСК Северо-Запада является компания «Северсталь», и если металлургический гигант решит перейти на прямые контракты с ФСК, финансовые показатели МРСК Северо-Запада в 2017 г. окажутся под угрозой.

ТИКЕР	MRKZ RX
Текущая цена, руб.	0,045
Целевая цена, руб.	0,039
Потенциал роста	-12%
Рекомендация	ПО РЫНКУ

Источник: Bloomberg, расчеты Газпромбанка

ИНФОРМАЦИЯ О КОМПАНИИ

Рын. кап., млн долл.	67
Чистый долг, млн долл.	236
EV, млн долл.	303
Макс. за 52 недели, руб.	0,050
Мин. за 52 недели, руб.	0,026

Источник: Bloomberg

Динамика котировок акций МРСК Северо-Запада и индекса ММВБ



Источник: Bloomberg

Ключевые финансовые показатели, млн руб.

	2013	2014	2015	2016П	2017П	2018П
Выручка	44 683	46 935	42 370	45 842	48 737	51 495
ЕБИТДА	5 700	6 472	6 514	7 064	7 489	7 808
Рентабельность по ЕБИТДА	12,8%	13,8%	15,4%	15,4%	15,4%	15,2%
Чистая прибыль	387	-2 217	814	831	1 415	1 647
EV/ЕБИТДА, х	3,5	3,4	3,0	2,7	2,6	2,5
P/E, х	11,1	nm	5,3	5,2	3,0	2,6

Источник: данные компании, расчеты Газпромбанка

Оценочные коэффициенты

	2014	2015	2016П	2017П
P/E, x	nm	5,3	5,2	3,0
EV/EBITDA, x	3,4	3,0	2,7	2,6
EV/Выручка, x	0,5	0,5	0,4	0,4
Дивидендная доходность	0,0%	0,0%	9,5%	9,7%
Доходность свободных денежных потоков	64,6%	98,1%	60,1%	26,0%

Отчет о прибылях и убытках, млн руб.

	2014	2015	2016П	2017П
Выручка	46 935	42 370	45 842	48 737
Операционные расходы	-47 593	-40 479	-43 395	-45 832
Общехозяйственные расходы	0	0	0	0
Амортизация	-4 092	-4 001	-4 001	-3 968
EBITDA	6 472	6 514	7 064	7 489
Операционная прибыль	-517	1 897	2 447	2 905
Чистый финансовый доход	-2 897	-1 765	-1 408	-1 136
Прибыль до налогообложения	-2 501	1 079	1 038	1 769
Налог на прибыль	284	-265	-208	-354
Чистая прибыль	-2 217	814	831	1 415
Чистая прибыль на акцию	-0,02	0,01	0,01	0,01

Основные показатели рентабельности

	2014	2015	2016П	2017П
Операционная прибыль	-1,1%	4,5%	5,3%	6,0%
EBITDA	13,8%	15,4%	15,4%	15,4%
Чистая прибыль	-4,7%	1,9%	1,8%	2,9%

Балансовый отчет, млн руб.

	2014	2015	2016П	2017П
Денежные средства и их эквиваленты	1 038	71	841	407
Дебиторская задолженность	14 655	15 500	16 154	17 213
Товарно-материальные запасы	790	925	926	926
Итого текущие активы	18 212	17 057	18 482	19 107
Основные средства	35 276	35 474	35 177	36 108
Итого активы	54 898	53 901	55 029	56 585
Краткосрочный долг	3 539	5 204	5 204	5 204
Кредиторская задолженность	11 079	11 498	12 204	12 760
Итого краткосрочные обязательства	16 147	18 592	19 297	19 853
Долгосрочный долг	14 913	9 941	9 941	9 941
Итого отсроченные обязательства	18 892	14 747	14 747	14 747
Итого акционерный капитал	19 859	20 562	20 986	21 985
Доля меньшинства	0	0	0	0
Итого обязательства и акционерный капитал	54 898	53 901	55 029	56 585

Отчет о движении денежных средств, млн руб.

	2014	2015	2016П	2017П
Операционный денежный поток	7 158	7 429	6 291	6 016
Изменение оборотного капитала	-337	176	-565	-1 119
Денежный поток от инвестиционной деятельности	-4 378	-3 209	-3 705	-4 899
вкл. капвложения	-4 378	-3 209	-3 705	-4 899
Денежный поток от финансовой деятельности	307	-5 188	-1 816	-1 551
Изменение объема денежных средств	199	-967	771	-434
Свободный денежный поток	2 780	4 220	2 586	1 117

Основные показатели долговой нагрузки млн руб.

	2014	2015	2016П	2017П
Общий долг	18 452	15 145	15 145	15 145
Чистый долг	17 415	15 074	14 304	14 738
Долг/капитал, x	0,9	0,7	0,7	0,7
Чистый долг/EBITDA, x	2,7	2,3	2,0	2,0

Источник: данные компании, расчеты Газпромбанка

ОБНОВЛЕНИЕ ЦЕЛЕВОЙ ЦЕНЫ

МРСК Юга

Небольшой 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 холдинга «Россети» относительно невелики. Уровень долговой нагрузки у МРСК Юга один из самых высоких по сравнению с аналогами, из-за чего компания торгуется с премией к другим МРСК по мультипликатору EV/EBITDA. При этом МРСК Юга планирует сохранять инвестиции на относительно низком уровне, что позволит ей снизить долговую нагрузку на горизонте последующих нескольких лет. Мы присваиваем акциям МРСК Юга рекомендацию «ПО РЫНКУ» с целевой ценой на уровне 0,044 руб./акция.

Сильные стороны

- ▶ Относительно небольшой объем инвестпрограммы в 2015 г. (1,7 млрд руб.) позволил компании добиться положительного СДП. Мы полагаем, что это позволит компании снизить долговую нагрузку в среднесрочной перспективе.

Слабые стороны

- ▶ МРСК Юга – одна из наименее крупных распределительных компаний внутри холдинга «Россети» с общим отпуском электроэнергии в 28,8 млн МВт-ч в 2015 г. Компания занимает десятое место среди «дочек» Россетей.
- ▶ Долговая нагрузка МРСК Юга одна из наиболее высоких среди компаний холдинга. Коэффициент «чистый долг/EBITDA» – выше 3,5х, при этом у большинства распределительных сетевых компаний этот показатель не превышает 3,0х.

ТИКЕР	MRKY RX
Текущая цена, руб.	0,040
Целевая цена, руб.	0,044
Потенциал роста	9%
Рекомендация	ПО РЫНКУ

Источник: Bloomberg, расчеты Газпромбанка

ИНФОРМАЦИЯ О КОМПАНИИ

Рын. кап., млн долл.	31
Чистый долг, млн долл.	367
EV, млн долл.	398
Макс. за 52 недели, руб.	0,048
Мин. за 52 недели, руб.	0,030

Источник: Bloomberg

Динамика котировок акций МРСК Юга и индекса ММВБ



Источник: Bloomberg

Ключевые финансовые показатели, млн руб.

	2013	2014	2015	2016П	2017П	2018П
Выручка	27 311	29 078	30 657	32 514	34 580	36 600
EBITDA	5 633	5 523	5 925	5 771	6 167	6 528
Рентабельность по EBITDA	20,6%	19,0%	19,3%	17,7%	17,8%	17,8%
Чистая прибыль	148	-6 784	687	521	1 286	1 849
EV/EBITDA, x	4,3	4,7	4,3	4,4	4,1	3,9
P/E, x	13,4	nm	2,9	3,8	1,5	1,1

Источник: данные компании, расчеты Газпромбанка

Оценочные коэффициенты

	2014	2015	2016П	2017П
P/E, x	nm	2,9	3,8	1,5
EV/EBITDA, x	4,7	4,3	4,4	4,1
EV/Выручка, x	0,9	0,8	0,8	0,7
Дивидендная доходность	0,0%	0,0%	7,2%	13,1%
Доходность свободных денежных потоков	26,7%	168,8%	196,9%	179,7%

Отчет о прибылях и убытках, млн руб.

	2014	2015	2016П	2017П
Выручка	29 078	30 657	32 514	34 580
Операционные расходы	-35 558	-27 539	-29 909	-31 583
Общехозяйственные расходы	0	0	0	0
Амортизация	-2 751	-2 347	-2 697	-2 691
EBITDA	5 523	5 925	5 771	6 167
Операционная прибыль	-5 727	3 436	2 933	3 335
Чистый финансовый доход	-2 228	-2 534	-2 282	-1 728
Прибыль до налогообложения	-7 956	902	652	1 607
Налог на прибыль	1 172	-215	-130	-321
Чистая прибыль	-6 784	687	521	1 286
Чистая прибыль на акцию	-0,14	0,01	0,01	0,03

Основные показатели рентабельности

	2014	2015	2016П	2017П
Операционная прибыль	-19,7%	11,2%	9,0%	9,6%
EBITDA	19,0%	19,3%	17,7%	17,8%
Чистая прибыль	-23,3%	2,2%	1,6%	3,7%

Балансовый отчет, млн руб.

	2014	2015	2016П	2017П
Денежные средства и их эквиваленты	735	1 588	2 078	1 660
Дебиторская задолженность	8 985	11 006	10 948	11 417
Товарно-материальные запасы	676	748	803	847
Итого текущие активы	10 633	13 668	14 155	14 250
Основные средства	21 687	20 930	20 728	20 297
Итого активы	34 064	36 324	36 609	36 273
Краткосрочный долг	5 123	11 630	11 630	11 630
Кредиторская задолженность	9 417	10 522	11 428	12 067
Итого краткосрочные обязательства	16 256	24 123	25 029	25 668
Долгосрочный долг	19 744	13 403	12 403	10 403
Итого отсроченные обязательства	19 897	13 620	12 620	10 620
Итого акционерный капитал	-2 089	-1 419	-1 040	-15
Доля меньшинства	0	0	0	0
Итого обязательства и акционерный капитал	34 064	36 324	36 609	36 273

Отчет о движении денежных средств, млн руб.

	2014	2015	2016П	2017П
Операционный денежный поток	1 862	5 077	6 408	5 831
Изменение оборотного капитала	-2 199	-15	768	-14
Денежный поток от инвестиционной деятельности	-1 331	-1 723	-2 494	-2 261
вкл. капвложения	-1 331	-1 723	-2 494	-2 261
Денежный поток от финансовой деятельности	-985	-2 502	-3 424	-3 988
Изменение объема денежных средств	-454	852	490	-417
Свободный денежный поток	531	3 355	3 914	3 571

Основные показатели долговой нагрузки млн руб.

	2014	2015	2016П	2017П
Общий долг	24 867	25 033	24 033	22 033
Чистый долг	24 132	23 446	21 955	20 373
Долг/капитал, x	-11,9	-17,6	-23,1	-1 478,8
Чистый долг/EBITDA, x	4,4	4,0	3,8	3,3

Источник: данные компании, расчеты Газпромбанка



ГАЗПРОМБАНК

117420, г. Москва, ул. Нагаткина, 16, стр. 1. Офис: ул. Коровий вал, 7

Департамент анализа рыночной конъюнктуры

+7 (495) 983 18 00

ПРОДАЖА ИНСТРУМЕНТОВ ФОНДОВОГО РЫНКА

+7 (495) 988 23 75

ПРОДАЖА ДОЛГОВЫХ ИНСТРУМЕНТОВ

+7 (495) 983 41 82

ТОРГОВЛЯ НА ФОНДОВОМ РЫНКЕ

+7 (495) 988 24 10

ТОРГОВЛЯ НА ДОЛГОВОМ РЫНКЕ

+7 (499) 271 91 04

Copyright © 2003 – 2016. «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.
