

**Публичное акционерное общество  
«Межрегиональная распределительная сетевая компания  
Центра»**

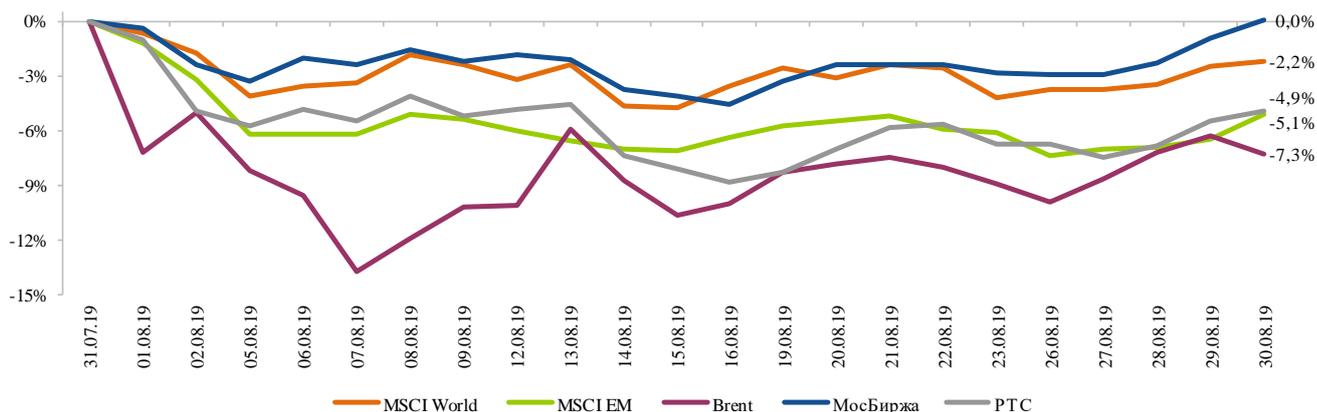


**Рынок акций ПАО «МРСК Центра»  
в августе 2019 года,  
прогнозы и рекомендации аналитиков  
по акциям  
ПАО «МРСК Центра»**

Москва, сентябрь 2019 г.

## Международные и российский рынки акций

В августе индексы развитых стран MSCI World и развивающихся рынков MSCI EM потеряли 2,2% и 5,1% соответственно.



Давление на фондовые площадки оказали последовательная эскалация торгового конфликта США–Китай и рост опасений в отношении перспектив мировой экономики.

### Ужесточение торгового противостояния США-Китай

- 1 августа Д.Трамп заявил, что США начнут с 1 сентября вводить 10%-е пошлины на импорт из Китая стоимостью \$300 млрд (\$250 млрд китайского импорта уже облагается 25%-ми пошлинами). По словам экономического советника Белого дома Л.Кудлоу, президент США принял решение о введении новых пошлин, так как он недоволен темпами прошедших в конце июля переговоров США и Китая.
- 5 августа правительство Китая отдало распоряжение государственным компаниям о приостановке импорта из США сельскохозяйственной продукции.
- 5 августа Народный банк Китая приступил к ослаблению юаня, позволив курсу национальной валюты превысить психологическую отметку 7 юаней за доллар впервые с 2008 года. Таким образом, констатируют эксперты, в торговой войне США и Китая открылся новый фронт – валютный, что существенно расширяет перечень угроз для мировых финансовых рынков. В целом, по мнению аналитиков, Китай, у которого нет возможностей для симметричного ответа на повышение пошлин США, будет использовать все возможные меры для противодействия угрозам Вашингтона.
- 13 августа США перенесли сроки введения 10%-х пошлин на некоторые категории китайских товаров с 1 сентября на 15 декабря. По оценке Bloomberg, объем китайского импорта, который может быть с 1 сентября обложен 10%-ми пошлинами, с учетом заявленных исключений все равно составляет внушительные \$110 млрд.
- 23 августа власти Китая анонсировали введение дополнительных пошлин на товары американского импорта на общую сумму \$75 млрд в год. Пошлины, по информации СМИ, по аналогии с американскими действиями, будут также введены в два этапа в те же даты. Кроме того, Пекин с 1 сентября введет 5%-ю пошлину на поставки соя-бобов и нефти из США, с 15 декабря вернет 25%-ю пошлину на американские автомобили.
- 23 августа президент США сообщил о принятом решении увеличить пошлины на китайский импорт еще на 5 п.п. С 1 октября пошлины на товары на \$250 млрд, которые сейчас составляют 25%, поднимаются до 30%, пошлины на товары на \$300 млрд, которые с 1 сентября и 15 декабря предполагалось установить в размере 10%, повышаются до 15%.

### Ухудшение перспектив мировой экономики

- Продолжается сокращение деловой активности в мировой промышленности. Темпы снижения производственного PMI в еврозоне в июле ускорились, индекс опустился до минимальных с декабря 2012 года 46,5 пунктов. Деловая активность в промышленности Китая и Японии третий месяц подряд находится ниже пороговой отметки 50 пунктов. По предварительным данным IHS Markit, промышленный PMI в США в августе упал ниже порогового уровня в 50 пунктов впервые
- Управление по взаимодействию с акционерами ПАО «МРСК Центра», сентябрь 2019 г.

с сентября 2009 года. В числе основных факторов, ухудшающих деловые настроения в промышленности, аналитики назвали геополитические проблемы, включая торговые войны и Brexit, а также замедление внутреннего спроса.

- Доходность двухлетних американских гособлигаций поднималась выше доходности эталонных 10-летних US Treasuries впервые с 2007 года. Такая ситуация, известная как инверсия кривой доходности, считается достаточно надежным сигналом наступления рецессии в стране – она предвещала пять последних экономических спадов в Штатах с временным лагом до 24 месяцев.
- Экономика Германии вновь оказалась на грани технической рецессии – по предварительным данным, во втором квартале ВВП страны снизился на 0,1%. При этом индекс экономических настроений в августе обвалился до минимумов с декабря 2011 года. Аналитики отмечают, что давление на ведущую экономику еврозоны оказывают эскалация торгового конфликта США и Китая и повышение вероятности сценария «жесткого» Brexit.
- В Китае темпы увеличения промпроизводства в июле были минимальными за 17 лет, рост розничных продаж замедлился, не оправдав ожиданий экономистов. По мнению экспертов, Китаю придется принять дополнительные меры для стимулирования экономики – давление на нее растет, а предыдущие меры поддержки теряют свою эффективность.
- Аналитики полагают, что последние действия США и Китая означают потерю последних надежд на заключение торговой сделки вплоть до президентских выборов в США в 2020 году. Для мировой экономики, отметили экономисты, это означает усиление турбулентности и рисков рецессии. В частности, аналитики Morgan Stanley предупреждают, что, если Д.Трамп сдержит обещание, и США доведут пошлины на все китайские товары до 25%, а Китай предпримет ответные шаги, то мировая экономика войдет в стадию рецессии в последующие три квартала.
- По прогнозам Moody's, рост глобальной экономики в 2019 году замедлится до 2,7% после подъема на 3,2% в 2018 году. *«Эскалация торгового конфликта США и Китая и переход крупнейших центробанков мира к стимулирующей денежно-кредитной политике происходят на фоне худшего, чем средний уровень, роста мировой экономики, слабого инфляционного давления практически во всем мире и беспрецедентно низких ставок. Такая ситуация становится нормой и, вероятно, сохранится в ближайшие три-пять лет»*, – говорится в пресс-релизе.

На этом фоне на финансовых рынках началось бегство в качество.

Цены на золото впервые с 2013 года превысили отметку \$1500 за унцию, доходность 10-летних гособлигаций США опустилась к минимумам с сентября 2016 года, вся кривая доходностей немецких госбумаг обновила минимумы ниже нулевой отметки, до минимумов марта 2018 года опустилась пара доллар-иена.

В этих условиях наиболее пострадавшими оказались развивающиеся рынки – по данным EPRF Global, отток средств из фондов GEM за неделю, завершившуюся 7 августа, составил рекордные за последние годы \$4,6 млрд.

От большего снижения мировые фондовые рынки удерживали надежды инвесторов на расширение мер стимулирования глобальной экономики:

- По данным Чикагской биржи, участники рынка с вероятностью 97% ожидают снижения ставки ФРС на 25 б.п. в сентябре. ЕЦБ и Банку Японии, уверены экономисты, также придется смягчить ДКП – в противном случае их валюты могут укрепиться до неконкурентного уровня.
- Член совета управляющих ЕЦБ и глава ЦБ Финляндии сообщил, что на сентябрьском заседании будет обнародован пакет мер поддержки экономики, который превзойдет ожидания инвесторов. По его словам, речь в том числе идет об улучшении условий долгосрочного кредитования банков, выкупе облигаций в «существенном и достаточном» объеме и снижении базовой процентной ставки. В свою очередь, будущий руководитель ЕЦБ К.Лагард, которая возглавит банк 1 ноября, сообщила, что у регулятора есть возможность для снижения ставок, даже если это может создать проблему для финансовой стабильности.

- Немецкие СМИ сообщили, что власти страны готовы отказаться от сбалансированного бюджета и допускают возможность перехода к дефицитному бюджету в случае рецессии в Германии. В частности, министр финансов ФРГ, проведя параллели с прошлым финансовым кризисом, предположил, что страна может выделить €50 млрд на поддержку экономики.
- Народный банк Китая объявил о важной реформе системы процентных ставок, поменяв ставку-ориентир для стоимости кредитов, выдаваемых коммерческими банками. Такой шаг, как ожидается, снизит ставки заимствования для бизнеса и будет стимулировать спрос на новые кредиты, что должно оказать поддержку экономике КНР в условиях торговой войны с США.

**Индекс МосБиржи** в августе увеличился на 0,02%. Рост индекса в противофазе с мировыми рынками был обусловлен как отдельными корпоративными историями – в частности, акции Норникеля и золотодобывающих компаний раллировали вслед за ростом цен на никель и золото соответственно, так и снижением геополитических и санкционных рисков.

- Президент США подписал указ о втором этапе санкций против России, связанных с «делом Скрипалей». Как разъяснил госдепартамент США, второй раунд санкций, прежде всего, направлен на то, чтобы запретить международным финансовым организациям, таким как Всемирный банк и МВФ, выдавать России кредиты, а также оказывать ей любую финансовую или техническую помощь. Новый пакет санкций также запрещает американским банкам участвовать в первичном рынке российского суверенного долга, номинированного не в рублях, и выдавать правительству России кредиты в иностранной валюте.

По мнению экспертов, в таком виде новые санкции фундаментально нейтральны для нашего рынка. Среди немногочисленных негативных моментов этих ограничений аналитики отметили возможный небольшой рост стоимости долларовых заимствований для российских компаний и очередное напоминание глобальным инвесторам о специфических рисках российских активов.

Новые санкции, введенные правительством США в отношении России, не окажут непосредственного влияния на оценку кредитоспособности РФ, однако риски введения более жестких санкций сохраняются, говорится в пресс-релизе агентства S&P. При этом эксперты ожидают, что российское правительство сможет справиться с последствиями даже полного запрета инвестиций в новые суверенные выпуски облигаций, учитывая сильные бюджетные показатели, двойной профицит (бюджета и платежного баланса) и ограниченный объем потребностей в госзаимствованиях (около 1,5% ВВП в год) на фоне значительных средств на счетах правительства (3% ВВП).

- Д.Трамп заявил о целесообразности присоединения России к G7 и возвращения формата G8. По информации СМИ, первым шагом в этом направлении может стать приглашение России на саммит G7, который пройдет в США в 2020 году. Как сообщил CNN, такое решение было принято во время телефонного разговора президентов Франции и США.

Внутренний новостной фон в отчетном периоде носил нейтральный характер:

- Агентство Fitch повысило долгосрочные рейтинги РФ в национальной и иностранной валютах до «BBB» с «BBB-», прогноз рейтингов – «стабильный». Как отмечается в пресс-релизе, улучшение экономических условий в России, подкрепляемое более гибким обменным курсом, твердой приверженностью таргетированию инфляции и разумной фискальной стратегией, а также сбалансированный бюджет помогут ей справиться с усилением санкционных рисков. Тем не менее, отмечает Fitch, сохраняющаяся угроза эскалации санкций отразится на возможностях привлечения Россией внешнего финансирования, инвестициях и перспективах экономического роста. Согласно ожиданиям аналитиков, ВВП РФ в среднем будет расти на 1,9% в 2020-2021 гг., что ниже среднего прогноза для стран с рейтингами «BBB» в 3,1%.

- Агентство Moody's ухудшило прогноз роста российской экономики на 2019 год до 1,2% с ожидавшихся ранее 1,6%. Ухудшение прогноза для России последовало вслед за снижением оценки для мировой экономики в целом. Прогноз на 2020 год оставлен без изменений на уровне 1,5%.

• Минэкономки представило обновленный базовый вариант прогноза социально-экономического развития страны на 2019-2024 гг. Основные параметры макропрогноза представлены в таблице. В скобках указаны показатели, которые были заложены в версию, одобренную правительством в апреле текущего года.

Параметр	2019	2020	2021	2022	2023	2024
Цена на нефть марки URALS, \$ за баррель	62,2 (63,4)	57,0 (59,7)	56,0 (57,9)	55,0 (56,3)	54,0 (55,0)	53,0 (53,5)
ВВП, %	1,3 (1,3)	1,7 (2,0)	3,1 (3,1)	3,2 (3,2)	3,3 (3,3)	3,3 (3,3)
Инфляция, % дек. к дек.	3,8 (4,3)	3,0 (3,8)	4,0 (4,0)	4,0 (4,0)	4,0 (4,0)	4,0 (4,0)
Курс доллара (в среднем за год)	65,4 (65,1)	65,7 (64,9)	66,1 (65,4)	66,5 (66,2)	66,9 (67,0)	67,4 (68,6)
Промпроизводство, %	2,3 (2,3)	2,4 (2,6)	2,7 (2,9)	2,9 (2,9)	3,0 (3,1)	3,1 (3,2)
Инвестиции в основной капитал, %	2,0 (3,1)	5,0 (7,0)	6,5 (6,3)	5,8 (5,8)	5,6 (5,6)	5,3 (5,3)
Розничный товароборот, %	1,3 (1,6)	0,6 (2,1)	2,2 (2,5)	2,5 (2,6)	2,6 (2,7)	2,7 (2,8)
Реальные располагаемые доходы населения, %	0,1 (1,0)	1,5 (1,5)	2,2 (2,2)	2,3 (2,3)	2,3 (2,3)	2,4 (2,4)

*Источники: Минэкономразвития, Интерфакс*

Основные изменения, отметили СМИ и аналитики, затронули 2019-2020 гг. В 2019 году сохранен прогноз по росту ВВП на 1,3%, несмотря на ухудшение прогнозов по динамике цен на нефть, инвестициям и розничной торговле. В 2020 году прогноз роста ВВП уменьшен на 0,3 п.п. за счет снижения ожиданий по тем же параметрам и промпроизводству. Кроме того, эксперты обратили внимание на существенное снижение прогнозов по инфляции в 2020 году, когда, по мнению Минэкономразвития, начнется «смена фазы кредитного цикла», которая приведет к резкому замедлению роста потребительского спроса и усилению дезинфляционного тренда.

• По предварительным данным Росстата, рост ВВП во втором квартале ускорился до 0,9% г/г после повышения на 0,5% в первом квартале. Данные Росстата оказались немногим выше прогнозов Минэкономки – 0,8%, и ближе к верхней границе диапазона ожиданий Банка России – 0,5-1%.

При этом, сообщили в Минэкономразвития, российской экономике удалось избежать технической рецессии – ВВП, очищенный от сезонности, во втором квартале, по оценке министерства, вырос на 0,4% в сравнении с первым кварталом после снижения на 0,2% в первые три месяца.

В Минэкономразвития, пишет Интерфакс, ожидают восстановления темпов роста ВВП уже с третьего квартала на фоне увеличения расходов бюджета и эффекта от снижения ключевой ставки ЦБ. Во втором полугодии Минэкономки прогнозирует рост на 1,6-1,8% г/г (после 0,7% в первом полугодии), что позволит по итогам 2019 года выйти на прогнозные «около 1,3%».

• По данным Росстата, рост промышленного производства в июле замедлился до 2,8% г/г после подъема на 3,3% в июне. Данные по промышленности в июле оказались хуже ожиданий – консенсус-прогноз Интерфакса, предусматривал рост промпроизводства за месяц на 3,4%. В июле, пишет Интерфакс, число рабочих дней было на один больше, чем в июле 2018 года, в то время как в июне ситуация была обратной – на один рабочий день меньше в этом году, поэтому экономисты ждали роста в июле темпами не ниже, чем в июне.

За январь-июль промышленность выросла на 2,6% в годовом выражении, что, как отметили в Коммерсанте, пока превышает годовой прогноз Минэкономки в 2,3%.

• Росстат сообщил, что в июле рост оборота розничной торговли замедлился до 1,0% г/г (+1,7% за семь месяцев) с 1,4% месяцем ранее, рост реальной заработной платы ускорился до 3,5% с 2,9% в июне (+2,1%), уровень безработицы повысился до 4,5% с исторического минимума 4,4% в июне.

Из представленных данных аналитики обратили на динамику реальных зарплат в июле – столь же высокие темпы роста наблюдались в апреле 2019 года. Это, вероятнее всего, приводит мнение экспертов Коммерсант, связано с повышенными квартальными выплатами – после них динамика зарплат резко ухудшается, что подтверждают и ежемесячные оценки Минэкономки.

- По данным IHS Markit, индекс PMI обрабатывающих отраслей РФ в июле вырос до 49,3 пункта с 48,6 пункта в июне. Как отмечается в исследовании, июль стал третьим месяцем непрерывного снижения деловой активности в промышленных секторах РФ. *«Снижение объемов новых заказов, поступивших к производителям, в целом соответствовало июньскому, которое было самым быстрым с июля 2018 года. Спад был отмечен как среди внутренних, так и зарубежных клиентов, причем экспортные заказы упали шестой раз за последние семь месяцев максимальными темпами с февраля»*, – говорится в обзоре.

- По данным IHS Markit, в июле индекс PMI сферы услуг поднялся до 50,4 пункта с 49,7 пункта в июне, сводный PMI составил 50,2 пункта, вырос с 49,2 пункта в июне.

Одним из основных драйверов роста деловой активности в сфере услуг РФ в июле, отмечается в обзоре, стало небольшое повышение объемов новых заказов. Компании, указавшие на рост, объясняли это увеличением спроса со стороны новых и постоянных клиентов. Однако новые экспортные заказы упали впервые с сентября 2018 года. Падение занятости в сфере услуг РФ июле произошло третий месяц подряд и стало следствием ослабления спроса. Снижение численности персонала ускорилось и оказалось самым существенным с начала 2016 года.

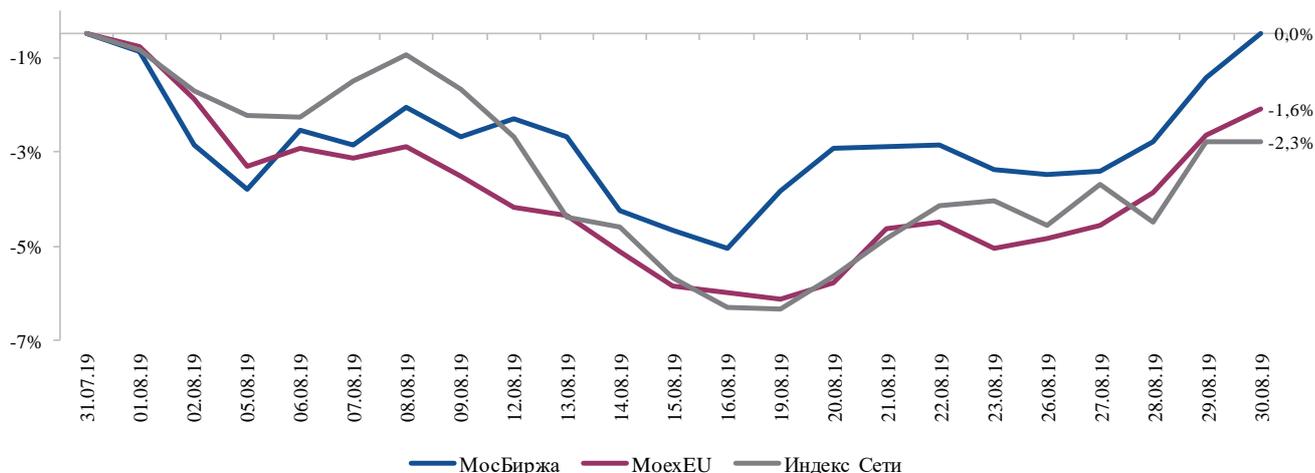
- По данным Росстата, инфляция в июле составила 0,2%, в годовом выражении замедлилась до 4,6% с 4,7% в июне. С 20 по 26 августа инфляция была нулевой, с начала года составила 2,5%, в годовом выражении, по оценке Интерфакса, темпы роста потребительских цен замедлились до 4,3%.

По итогам 2019 года Минэкономразвития в соответствии с обновленным макропрогнозом ожидает инфляцию на уровне 3,8%. ЦБ пока сохраняет свой прогноз в диапазоне 4,2-4,7%, но, уверены эксперты, он будет снижен на опорном заседании Банка России 6 сентября.

- Интерфакс сообщил, что Росимущество завершило работу по формированию прогноза доходов федерального бюджета с учетом выработанных Минфином рекомендаций по прогнозированию чистой прибыли госкомпаний. В 2020 году, по оценке Росимущества, поступление дивидендов составит около 475 млрд рублей – на 26% выше, чем ожидается в 2019 году.

## Рынок акций компаний электроэнергетики

Отраслевой индекс электроэнергетики МоехЕU в августе снизился на 1,6%. Индекс Сети, отражающий среднюю динамику акций компаний сетевого сектора, потерял 2,3%.



Основной вклад в снижение отраслевого индекса МоехЕU по итогам августа внесли акции Интер РАО, ФСК и РусГидро.

Новостной фон для сектора электроэнергетики носил неоднозначный характер:

- По информации Интерфакса со ссылкой на итоги конкурентного отбора мощности на 2022-2024 гг., цена мощности в первой ценовой зоне (европейская часть России и Урал) на 2022 год составит 167 тыс. 750,92 руб./МВт в месяц – на 24,8% больше цены 2021 года. В Сибири (вторая ценовая зона) цена вырастет на 17,3%, до 264 тыс. 222,92 руб./МВт в месяц.

*«Исходя из наших расчетов, цены на мощность для генерирующих компаний могут вырасти на горизонте пяти лет к 2024 г. на 74% в европейской части России и на 55% в Сибири по сравнению с текущим уровнем на 2019 г. Это превышает наши прогнозы на 5–15% и может дать сильный импульс к увеличению прибыльности всех генерирующих компаний сектора в среднесрочной перспективе»,* – говорится в обзоре ВТБ Капитала.

Аналитики Сбербанка, отметив, что итоги КОМ в целом совпали с их ожиданиями, полагают, что повышение прогнозируемости цен на мощность вне ДПМ является обнадеживающим сигналом для всей генерации, особенно с учетом того, что сроки действия ДПМ уже начинают подходить к концу. Кроме того, по мнению экспертов, сравнительно высокие цены КОМ, «возможно, являются признаком того, что избыток мощностей в отрасли сокращается, а это также благоприятная тенденция с точки зрения генерирующих компаний».

- Интерфакс со ссылкой на материалы Системного оператора сообщил, что производители электроэнергии подали заявки на конкурентный отбор проектов модернизации в энергетике на 2025 год в объеме почти 17,7 ГВт. Объем поступивших заявок на модернизацию объектов в первой ценовой зоне составил 14,49 ГВт, во второй – 3,17 ГВт. Отобраны в первой ценовой зоне в рамках конкурса на 2025 год могут быть заявки общим объемом примерно 3,35 ГВт, во второй – 791 МВт.

Как напоминает Интерфакс, в прошлом отборе на срок до 2024 года были отобраны проекты модернизации суммарной мощностью 8,61 ГВт при максимуме в 9,35 ГВт. Средний удельный сарех по этим проектам составил 7153 руб./кВт. Правительственная комиссия дополнительно отобрала проекты объемом 1,783 ГВт.

В новом отборе модернизационных проектов, пишет Интерфакс, Минэнерго предлагает увеличить правительственную квоту до 2,5 ГВт. Как отмечается в пояснительной записке, в отборе на 2022-2024 гг. размер капзатрат оказался меньше предельных значений на 70% – около 299 млрд руб., в рамках текущего отбора на 2025 год соответствующее снижение может достигнуть порядка 70-80 млрд руб.

Глава Сообщества потребителей энергии, напомнив, что в прошлом отборе проекты, попавшие в правительственную квоту, оказались в среднем в пять раз дороже прошедших конкурс, назвал это предложение самоубийственными для энергосистемы: *«Промышленные потребители не хотят и не будут их оплачивать, а будут только еще активнее переходить на собственную генерацию».*

В свою очередь, в Минэкономразвития сообщили, что министерство не участвовало в разработке, подготовке и обсуждении инициативы Минэнерго и не поддерживает ее: *«Проекты, отбираемые на неконкурентной основе, будут существенно дороже для потребителей, что подтверждается результатами прошедших отборов».*

- По информации Коммерсанта, Минэнерго в письме вице-премьеру Д.Козаку предложило установить потолок инвестиций в строительство ВИЭ-генерации в 2025-2035 гг. на уровне 400 млрд руб. По расчетам Минэнерго, совокупного инвестиционного ресурса хватит на строительство лишь 5 ГВт «зеленой» мощности – в два раза меньше, чем настаивали инвесторы ВИЭ.

В пересчете до 2050 года (с учетом возврата инвестиций за 15 лет) общая нагрузка на оптовый энергорынок, по оценке Минэнерго, может составить 690–800 млрд руб. в зависимости от инфляции. Как напоминает Интерфакс, с 2013 года оптовый энергорынок стимулирует развитие зеленой генерации через ДПМ – CAPEX возвращается за счет повышенных платежей потребителей.

В новом инвестцикле Минэнерго предлагает сохранить отбор по наименьшему CAPEX, доходность оставить на уровне 12%. В то же время, напоминает Интерфакс, Совет рынка и Минэкономики предлагали перейти на отбор по одноставочной цене (включает CAPEX, OPEX и доходность), что, по оценке Минэкономики, позволило бы построить до 10 ГВт мощности за 0,9 трлн руб.

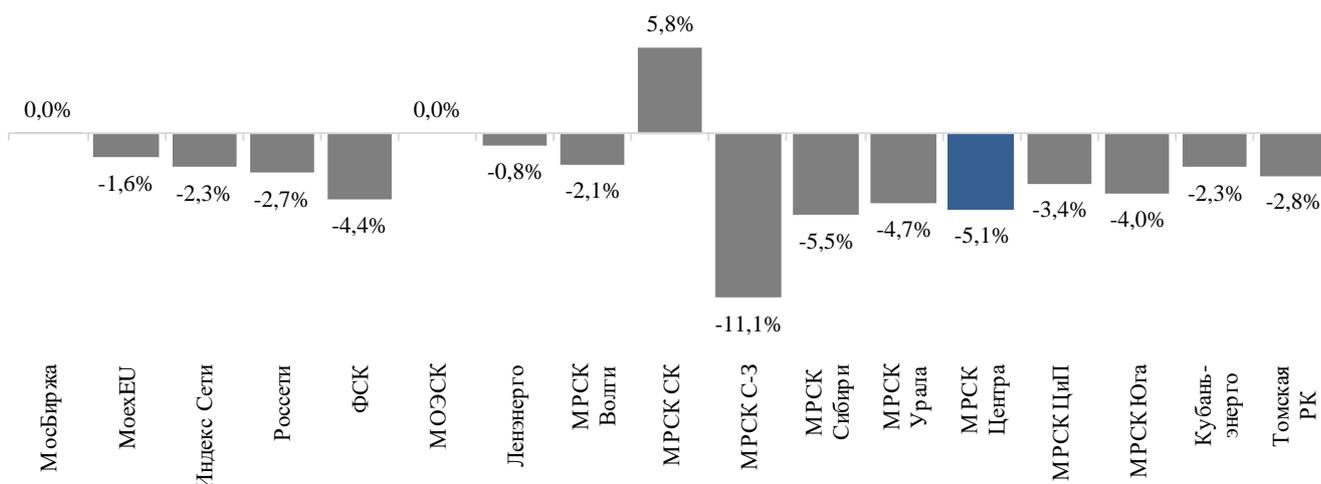
Эксперты ВТБ Капитала констатировали, что механизм поддержки программы ВИЭ остался прежним, что «слабо стимулирует к достижению конкурентоспособности ВИЭ с тепловой генерацией».

В Ассоциации развития возобновляемой энергетики отметили, что если ограничить развитие зеленой энергетики 5 ГВт, то к 2035 году Россия станет лидером по углеродоемкости энергетики с долей ВИЭ в энергобалансе ниже 1,5%. В Сообществе потребителей энергии, пишет Коммерсант, напротив, полагают, что поддержку ВИЭ на оптовом энергорынке следует исключить совсем, ограничив ее добровольным спросом некоторых потребителей.

- По данным Росстата, производство электроэнергии в России в январе-июле составило 645 млрд кВт.ч, что на 1,1% больше показателя аналогичного периода прошлого года.
- Системный оператор сообщил о снижении энергопотребления в июле – в России на 0,8% г/г, до 80,2 млрд кВт.ч, в ЕЭС России – до 79,1 млрд кВт.ч (-0,5%).

## Рынок акций электросетевых компаний

### Динамика капитализации электросетевых компаний (по средневзвешенным ценам)



Акции электросетевых компаний завершили август преимущественным снижением на неоднозначном новостном фоне.

- Основные электросетевые ДЗО Россетей отчитались по МСФО за 1П2019:

ДЗО	Выручка, млрд руб.			Чистая прибыль / убыток, млрд руб.		
	1П2019	1П2018	Изм, %, г/г	1П2019	1П2018	Изм, %, г/г
ФСК ЕЭС	115,0	117,5	-2,1%	50,7	40,8	24,4%
MRСК Центра	46,6	46,8	-0,4%	1,5	2,3	-35,0%
MRСК Северо-Запада	24,7	32,3	-23,5%	1,3	1,2	9,1%
MRСК Центра и Приволжья	47,5	47,8	-0,7%	5,3	7,0	-24,8%
MRСК Волги	31,3	31,1	0,6%	1,6	2,7	-40,9%
MRСК Урала	59,8	43,2	38,5%	1,9	-1,2	-
MRСК Сибири	29,5	28,8	2,7%	1,4	1,3	14,5%
MRСК Юга	18,2	17,8	2,0%	0,5	0,6	-3,4%
MRСК Северного Кавказа	10,0	9,6	3,7%	-5,1	-3,5	46,9%
Кубаньэнерго	23,0	22,3	3,3%	-0,2	0,1	-
МОЭСК	78,5	77,6	1,2%	5,9	3,7	60,8%
Ленэнерго	40,1	36,4	10,3%	8,4	5,6	49,7%
Тюменьэнерго	30,5	27,2	12,1%	0,5	-1,2	-
Томская РК	3,4	3,4	-1,4%	0,0	0,2	-85,6%
<b>Итого по MRСК/РСК</b>	<b>443,0</b>	<b>424,1</b>	<b>4,4%</b>	<b>23,0</b>	<b>18,7</b>	<b>22,8%</b>
<b>Итого по ДЗО</b>	<b>558,0</b>	<b>541,6</b>	<b>3,0%</b>	<b>73,7</b>	<b>59,5</b>	<b>23,9%</b>

Комментарии отраслевых аналитиков затрагивали в основном отчетность ФСК. Эксперты в целом оценили ее как достаточно позитивную, в очередной раз напомнив, что главным драйвером инвестиционной привлекательности этих бумаг остаются дивиденды.

*«Мы полагаем, что итоги первого полугодия должны оказать поддержку котировкам ФСК ЕЭС, однако едва ли обеспечат значительное подорожание акций. Ключевым фактором инвестиционной привлекательности этой компании, на наш взгляд, являются дивиденды. При этом опубликованные показатели позволяют рассчитывать на сценарий, предполагающий индексацию дивидендов с учетом инфляции»,* – говорится в обзоре Сбербанка.

По мнению аналитиков ВТБ Капитала, результаты 1П2019 позволяют рассчитывать, что дивиденды за 2019 год будут не меньше, чем за 2018 год – скорее всего, с двузначной дивидендной доходностью. Эксперты называют текущую слабость акций ФСК фундаментально необоснованной, отмечая, впрочем, после дивидендных выплат до января следующего года рынок забывает об этих бумагах.

*«Отчетность умеренно позитивна для ФСК в силу солидной динамики EBITDA, стабильной чистой прибыли вкупе со снижением чистого долга»,* – сообщили в Газпромбанке.

В Атоне назвали отчетность ФСК сильной, подчеркнув, что чистая прибыль и EBITDA в первом полугодии составили 59-60% от величины консенсус-прогноза Bloomberg для всего года. Эксперты подтвердили оценку DPS по итогам 2019 года в размере 0,015 руб., что соответствует текущей дивидендной доходности на уровне 9%. При этом аналитики отметили, что акции ФСК торгуются с 17%-м дисконтом к акциям Россетям по показателю EV/EBITDA 2019П. *«Мы продолжаем отдавать предпочтение ФСК, как лучшей ставке на дивиденды в сравнении с материнской компанией»*, – резюмировали аналитики, подтвердив рекомендацию «покупать» для этих бумаг.

- По информации Коммерсанта, Минэкономразвития отправило в правительство негативную оценку социально-экономических последствий от введения дифференциации единого тарифа ФСК и оплаты резерва электросетевой мощности.

В конце июля Ведомости написали, что первый вице-премьер А.Силуанов поручил министерствам оценить возможные последствия от этих реформ. Вместе с промышленными потребителями ФАС, Минэкономразвития, Минэнерго, Минфин, Минстрой и Минпромторг должны были оценить как эти инициативы повлияют на достижение национальных целей по увеличению темпов роста экономики.

В письме Минэкономразвития сообщается, что в базовом прогнозе эти меры замедлят рост ВВП на 0,083% к 2024 году (в негативном – на 0,095%). Совокупные потери экономики в 2020–2024 гг. в ценах 2019 года составят от 577 до 686 млрд руб. в базовом и негативном вариантах соответственно. Инвестиции промышленности могут сократиться на 0,16% и 0,18% соответственно к 2024 году.

В ВТБ Капитале отметили, что введение платы за резерв логично с точки зрения экономически обоснованного отражения затрат на энергоснабжение потребителя, но, по сути, промышленности предлагают одновременно платить полную стоимость содержания сетей и параллельно продолжать субсидировать тарифы для населения. *«Вместе с растущим бременем от программ поддержки ВИЭ, модернизации старых ТЭС и т. д. единая энергосистема из источника бесперебойной поставки электроэнергии превращается в источник бесперебойного роста тарифной нагрузки на промышленность и стимулирует болезненный, но очевидный уход на собственную генерацию»*, – резюмировали аналитики ВТБ Капитала.

*«Поскольку сегмент электросетей является на 100% регулируемым и правительство заявляет, что намерено удерживать темпы роста тарифов на электроэнергию для конечных потребителей на уровне не выше инфляции, мы полагаем, что эти обсуждения негативно повлияют на восприятие инвесторами сетевых компаний»*, – говорится в обзоре Сбербанка.

- По информации СМИ, в инвестиционную программу Россетей могут быть включены расходы на покупку независимых территориальных сетевых организаций (ТСО). Этот вопрос обсуждался 28 августа на совещании у курирующего энергетику вице-преьера Д.Козака с участием Минэнерго, Минэкономразвития, ФАС и Россетей. В целом, отмечают Ведомости и Коммерсант, обсуждался подход, при котором затраты на консолидацию активов можно включать в инвестпрограмму Россетей при условии, что это не приведет к росту тарифа и будет компенсировано в дальнейшем за счет экономии на эксплуатации сетевой инфраструктуры.

В Россетях, напоминая Ведомости позицию холдинга, уверены, что консолидация электросетей позволит снизить нагрузку на тариф за счет оптимизации операционных расходов и более эффективной эксплуатации – содержание электросетей независимых ТСО может обходиться в несколько раз дороже, чем у дочерних компаний Россетей.

В свою очередь, в Сообществе потребителей энергии полагают, что превращать монопольный вид деятельности в монополию одного юридического лица неправильно. Это мнение разделяют и в ФАС – как заявил представитель ведомства, *«если и приобретать сетевые активы, то это право должно быть дано на недискриминационной основе всем сетевым организациям»*.

*«Мы считаем предложение включить в сетевые тарифы капвложения, связанные с консолидацией ТСО, довольно странным. Россети утверждают, что у ТСО тарифы и операционные расходы обычно выше, чем у МРСК, поэтому покупка ТСО создаст для МРСК»*

дополнительную синергию, и если внутренняя норма доходности проекта по консолидации региональной сетевой компании соответствует установленным критериям, он может быть профинансирован за счет долга», – говорится в обзоре Сбербанка. Кроме того, эксперты отметили, что включение «консолидационной» надбавки в сетевой тариф противоречит текущему тренду ограничения роста тарифов.

- Ведомости сообщили, что вице-премьер Д.Козак на совещании 28 августа поддержал идею внедрения метода эталонных затрат для расчета сетевых тарифов. Ведомства должны до 20 сентября проанализировать структуру затрат основных ТСО и последствия для тарифов от применения эталонов, рассказал представитель вице-преьера. Если этот метод будет принят, тарифы будут утверждаться на основе лучших показателей среди организаций, работающих в одинаковых условиях.

Эталонный метод обеспечит прозрачность тарифа для потребителей и выравнивает стоимость электроэнергии в соседних субъектах, что благоприятно скажется на их инвестиционной привлекательности, сообщил представитель Россетей. При этом, пишут Ведомости, Россети считают, что эталонный метод не приведет к росту платежей потребителей – после его внедрения тарифная выручка подконтрольных монополии МРСК вырастет на 38 млрд руб. в год, но выручка независимых ТСО снизится на ту же сумму.

В Минэнерго и Минэкономразвития полагают, что систему эталонов вводить надо, но сначала нужно договориться о методологии их расчета и порядке применения, исходя из возможных эффектов и целей. Эта работа ведется, конечные эффекты будут зависеть от ее итогов, отметил представитель Минэкономразвития.

Аналитики ВТБ Капитала, отметили, что в монополиях бенчмаркинг является часто основным механизмом повышения конкуренции, но он работает, если в секторе есть разные собственники. В этой связи эксперты считают странным использование бенчмаркинга на фоне консолидации сетевых активов, которую проводят Россети. *«Если в конце концов собственник всех сетей станет единым, против кого будет проводиться бенчмаркинг? Если бы МРСК были приватизированы – согласно духу реформы ПАО ЕЭС, – это могло бы стать действенным механизмом контроля расходов в секторе»*, – цитируют Ведомости аналитиков ВТБ Капитала.

### Россети

Россети отчитались по МСФО за первое полугодие, провели телеконференцию:

- Выручка выросла на 3% г/г, до 500,1 млрд руб., EBITDA – на 14%, до 167,7 млрд руб., чистая прибыль – на 15%, до 67,9 млрд руб. Опережающий рост EBITDA и чистой прибыли в компании объяснили получением разового дохода от обмена активами с ДВЭУК в первом квартале.
- Менеджмент планирует завершить работу над новой стратегией и обновленной дивидендной политикой до конца третьего квартала.
- Выплата дивидендов по итогам первого полугодия не планируется.
- Цифровизация не приведет к увеличению капвложений.

Отраслевые эксперты охарактеризовали финансовые результаты первого полугодия как нейтральные для котировок акций компании. В целом аналитики традиционно сосредоточились на дивидендных перспективах Россетей, улучшение которых они считают ключевым драйвером для потенциальной переоценки компании.

*«Результаты в целом НЕЙТРАЛЬНЫЕ, но мы ожидаем публикации обновленной стратегии Россетей, рассматривая ее как важный катализатор для компании. Россети торгуются с мультипликатором EV/EBITDA 2019П 3.5x (на 21% выше ФСК), поскольку дисконт компании к сумме частей сузился приблизительно до 20% (против 5-летнего среднего в 35%). Мы не считаем это обоснованным, поскольку наша оценка дивидендного потенциала Россетей предполагает скромную доходность в 5% по обыкновенным акциям и 6% по привилегированным»*, – говорится, в частности, в обзоре Атона.

*«Новая дивидендная политика и стратегия могут быть готовы к концу сентября, после чего будут вынесены на обсуждение в правительство. Ранее руководство Россетей заявляло, что в*

новой дивидендной политике намерено ориентироваться на среднеотраслевую дивидендную доходность, пока же у компании она самая низкая в секторе», – отметили в Уралсибе.

*«Несмотря на умеренно позитивную динамику финансовых показателей, событие (отчетность и звонок) является в целом нейтральным для инвестиционной истории Россетей, т.к. оно не внесло дополнительной ясности в отношении ключевого драйвера стоимости акций в краткосрочной перспективе – обновленного подхода к дивидендным выплатам. Исходя из комментариев руководства, публичную информацию по этой теме не стоит ожидать ранее 4К19. Существующий же подход к дивидендным выплатам вряд ли оправдывает текущую стоимость обыкновенных акций компании»,* – резюмируют эксперты Газпромбанка.

### **ФСК**

Ренессанс Капитал подтвердил оценку акций ФСК на уровне 0,197 руб. и рекомендацию «держаться» для этих бумаг. По прогнозам экспертов, ФСК выплатит 20,3 млрд руб. дивидендов за 2019 год, что соответствует текущей дивидендной доходности 9,1%. В среднесрочной перспективе аналитики не ждут заметного роста дивидендов ФСК, учитывая рост капитальных затрат и снижение доходов от технологического присоединения. Тем не менее, эксперты полагают, что компания сохранит дивидендные выплаты на уровне прогнозов за 2019 год, обеспечив дивидендную доходность в среднем на уровне 8,7% в следующие три года.

### **МРСК Сибири**

По информации Коммерсанта, вице-премьер Д.Козак 16 августа поручил Минэкономики, Минэнерго, Минфину и ФАС проработать предложения по привлечению инвестиций в развитие распределительного комплекса и представить их в правительство. Речь, уточнила газета, идет о привлечении частных инвестиций в МРСК Сибири, где основным миноритарным акционером является СУЭК (40,4%).

В свою очередь, в Россетях Коммерсанту сообщили, что в качестве одной из возможных мер повышения эффективности электросетевого комплекса рассматривают возможность приобретения *«по экономически обоснованной стоимости при согласии миноритариев их доли в дочерних и зависимых обществах»*.

При этом, напоминает Коммерсант, Россети уже представляли свои возражения против увеличения доли СУЭК в МРСК Сибири, аргументируя это в том числе недопустимостью дробления электросетевого комплекса и потенциальным конфликтом интересов при продаже МРСК Сибири компании, владеющей крупным генератором.

Аналитики ВТБ Капитала считают, что покупка Россетями доли СУЭК в МРСК Сибири, во-первых, открывает путь для полной консолидации. Во-вторых, упрощает решение вопросов финансовой поддержки ДЗО. Кроме того, отмечают эксперты, в условиях наращивания СУЭК портфеля генерирующих активов владение существенной долей в МРСК Сибири «идет вразрез с запретом на совмещение конкурентного и монопольного видов деятельности».

По оценке ВТБ Капитала, исходя из среднего показателя стоимости распределительных компаний на 1 км сетей стоимость доли СУЭК составляет около 12 млрд руб. При этом эксперты обращают внимание, что с начала года капитализация МРСК Сибири выросла на 136%, существенно выше других ДЗО, и сейчас по мультипликаторам EV/EBITDA и P/E компания является самой дорогой МРСК.

30 августа аналитики Ренессанс Капитала обновили оценки и рекомендации для акций МРСК после публикации финансовой отчетности за первое полугодие.

Эксперты отметили значительное улучшение финансовых показателей у Ленэнерго, МОЭСК и МРСК Урала, в то время как для других МРСК представленные результаты были охарактеризованы как в основном слабые. В результате пересмотра сектора подтверждена рекомендация «покупать» для МОЭСК, в случае привилегированных акций Ленэнерго рекомендация была понижена до «держаться» после недавнего роста котировок, остальные рейтинги были сохранены.

Figure 7: Changes in TPs and ratings

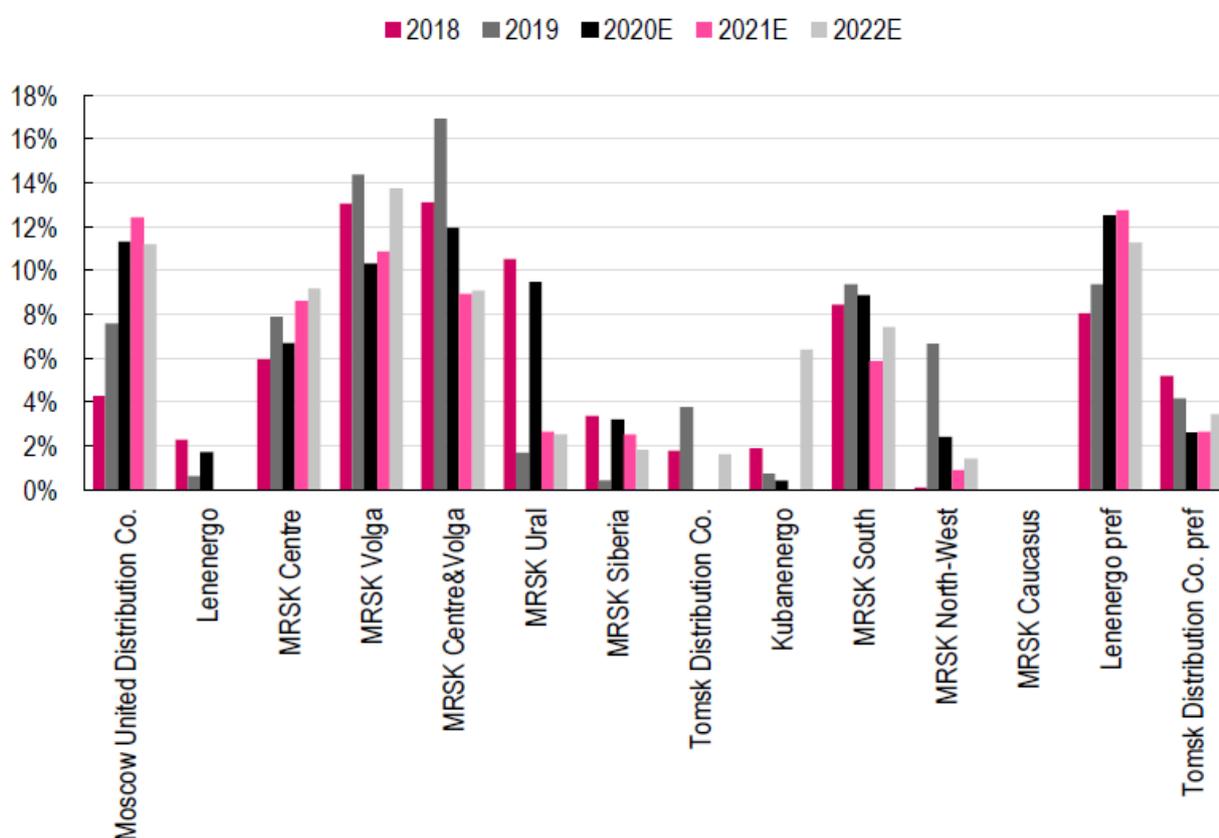
	Ticker	CP, RUB/sh	TP, RUB/sh	Old TP, RUB/sh	Potential upside	Rating	Old rating
MOESK	MSRS RM	0.78	0.93	0.96	20%	BUY	BUY
Lenenergo	LSNG RM	5.70	4.26	4.19	-25%	SELL	SELL
Lenenergo, pref	LSNGP RM	119.00	130.32	127.30	10%	HOLD	BUY
MRSK Center	MRKC RM	0.26	0.29	0.32	11%	HOLD	HOLD
MRSK Volga	MRKV RM	0.09	0.10	0.10	12%	HOLD	HOLD
MRSK Center & Volga	MRKP RM	0.25	0.25	0.27	1%	HOLD	HOLD
MRSK Urals	MRKU RM	0.18	0.18	0.18	3%	HOLD	HOLD
MRSK Siberia	MRKS RM	0.23	0.14	0.14	-38%	SELL	SELL
Tomsk DistCo.	TORS RM	0.29	0.09	0.09	-67%	SELL	SELL
Tomsk DistCo pref.	TORSP RM	0.26	0.09	0.09	-65%	SELL	SELL
Kubanenergo	KUBE RM	59.70	35.05	34.00	-41%	SELL	SELL
MRSK South	MRKY RM	0.07	0.07	0.06	-2%	HOLD	HOLD
MRSK North-West	MRKZ RM	0.06	0.04	0.02	-25%	SELL	SELL
MRSK Caucasus	MRKK RM	29.70	0.00	0.00	-100%	SELL	SELL

Source: Renaissance Capital estimates

Для акций МРСК Северного Кавказа эксперты подтвердили нулевую оценку, учитывая отрицательную стоимость бизнеса из-за низких денежных потоков, высокого CAPEX и значительной долговой нагрузки.

В целом аналитики считают, что в среднесрочной перспективе в отсутствии значимых корпоративных событий (таких как приватизация, консолидация или передача в управление частным инвесторам) основное внимание рынок будет обращать на будущие дивидендные потоки компаний электросетевого сектора.

Figure 8: Dividend yield forecasts, %



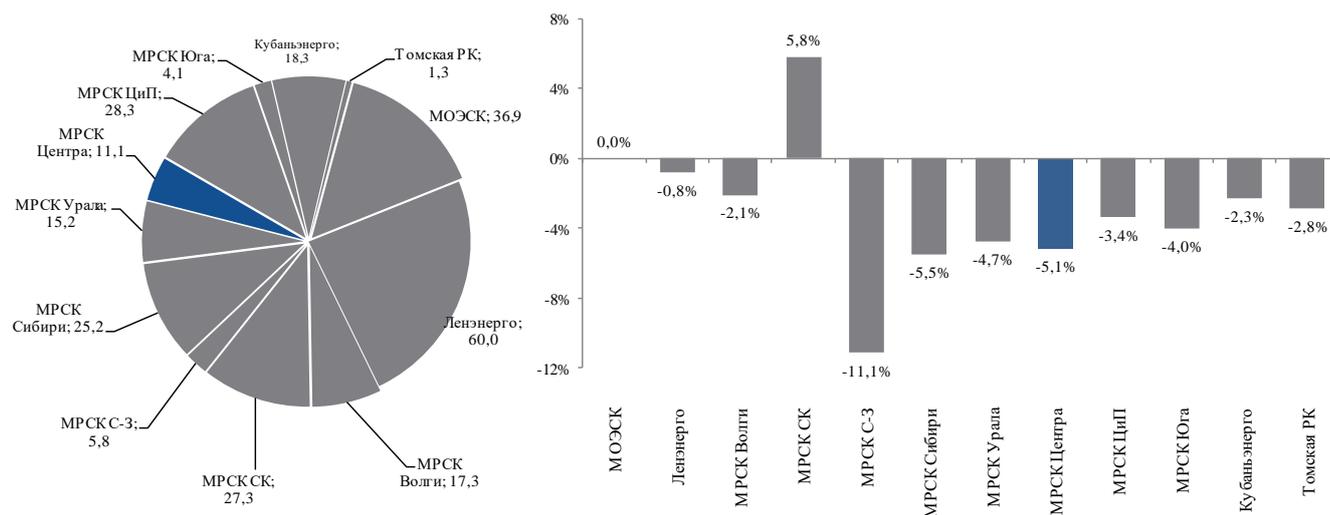
Source: Company data, Renaissance Capital estimates

В этом плане, по мнению аналитиков, акции МОЭСК (рекомендация – «покупать») являются лучшим выбором в секторе, учитывая привлекательную кратко- и среднесрочную дивидендную доходность на уровне 12%.

При этом, отмечается в обзоре, ряд других бумаг – МРСК Центра, МРСК Волги, МРСК Центра и Приволжья – также предлагают солидную дивидендную доходность. Однако, полагают эксперты, этого достаточно только для поддержания текущих котировок, но не для привлечения внимания инвесторов – для этих акций подтвержден рейтинг «держать».

Для компаний с самыми низкими в секторе дивидендными доходностями – МРСК Сибири, Кубаньэнерго, МРСК Северного Кавказа и МРСК Северо-Запада – сохранен рейтинг «продавать».

На следующих диаграммах представлены значения капитализации МРСК на конец отчетного периода (млрд руб.) и изменение капитализации компаний за месяц (%):

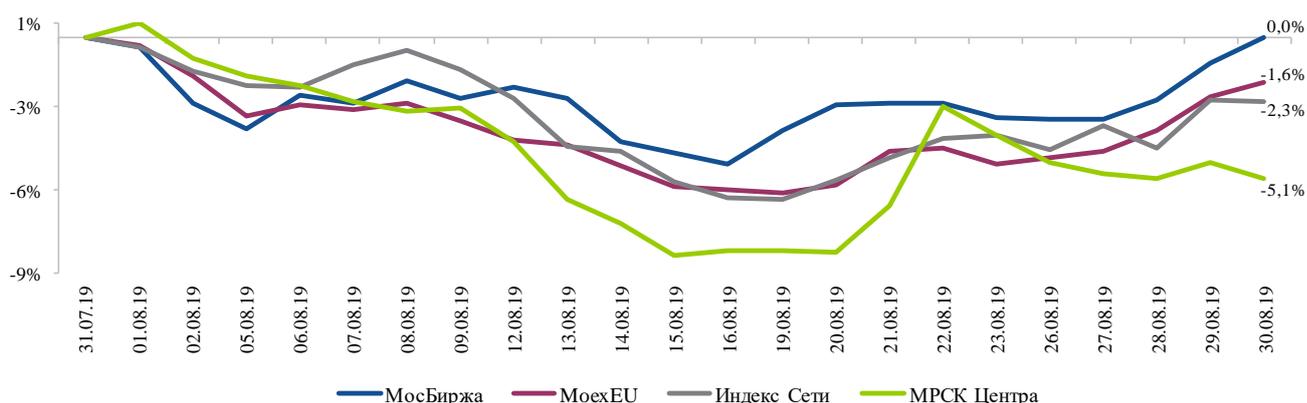


Значения капитализации МРСК в последний день отчетного и предшествующего периодов (по средневзвешенным ценам на Московской бирже) и изменения за месяц представлены в таблице:

Общество	Капитализация, млрд руб. (по средневзвешенным ценам на Московской бирже)		Изменение за месяц
	31 июля 2019	30 августа 2019	
МОЭСК	36,9	36,9	0,0%
Ленэнерго	60,5	60,0	-0,8%
МРСК Волги	17,7	17,3	-2,1%
МРСК Северного Кавказа	25,8	27,3	5,8%
МРСК Северо-Запада	6,5	5,8	-11,1%
МРСК Сибири	26,6	25,2	-5,5%
МРСК Урала	15,9	15,2	-4,7%
МРСК Центра	11,7	11,1	-5,1%
МРСК Центра и Приволжья	29,3	28,3	-3,4%
МРСК Юга	4,3	4,1	-4,0%
Кубаньэнерго	18,7	18,3	-2,3%
Томская РК	1,3	1,3	-2,8%

## Рынок акций ПАО «МРСК Центра»

Стоимость акций МРСК Центра в августе снизилась на 5,1% – хуже рынка и отраслевого индекса электроэнергетики.



МРСК Центра отчиталась по РСБУ за первое полугодие: выручка сократилась на 0,4% г/г, до 46,6 млрд руб., операционные расходы увеличились на 3,3%, до 43,5 млрд руб., чистая прибыль уменьшилась на 35%, до 1,5 млрд руб.

Как пояснили в компании, снижение выручки было обусловлено снижением объема оказанных услуг по техприсоединению из-за сокращения количества крупных подключений. В свою очередь, главной причиной роста операционных расходов стало увеличение неподконтрольных расходов, в том числе: амортизации вследствие выполнения инвестиционной программы, расходов по покупке электроэнергии для компенсации технологических потерь из-за роста цены электроэнергии на ОРЭМ, расходов на услуги сетевых организаций по передаче электроэнергии.

Характеристики объемов торгов на Московской бирже (Т+ основной режим) акциями МРСК Центра в отчетном периоде представлена в таблице:

Биржевая площадка	Количество сделок, шт.	Оборот, шт.	Объем, млн руб.
Московская биржа, Т+ основной режим	11 310	451 562 000	119,09

На Московской бирже в основном режиме торгов (Т+ основной режим) оборот по акциям МРСК Центра в отчетном периоде составил 451 562 000 шт., или 1,07% от общего количества акций компании. Оборот по бумагам по сравнению с предыдущим месяцем увеличился на 91,9%, количество сделок – на 44,7%. Среднедневной объем торгов составил 20,5 млн шт. – на 100,6% выше показателя прошлого месяца.

По акциям МРСК Центра средний bid-ask спрэд<sup>1</sup> на Московской бирже в августе составил 0,24%, на 0,02 п.п. больше, чем месяцем ранее. Максимальный спрэд в отчетном периоде достигал 0,608% (26 августа), а минимальное значение спрэда составило 0,072% (1 августа).

<sup>1</sup> Спрэд рассчитан как (ask/bid-1)

## Прогнозы и рекомендации аналитиков по акциям ПАО «МРСК Центра»

Информация о текущих рекомендациях аналитиков инвестиционных компаний представлена в таблице (цветом выделены оригинальные оценки, без конвертации в другую валюту):

Компания	Аналитики	Дата обновления	Оценка в \$ <sup>1</sup>	Оценка в руб.	Рекомендация	Потенциал <sup>2</sup>
<i>Оценки в рублях</i>						
1	Ренессанс Капитал Бейден	30.08.2019	\$0,004	0,290 руб.	держать	10%
2	Sova Capital Тайц	29.07.2019	\$0,004	0,275 руб.	держать	5%
3	Финам Малых	07.06.2019	\$0,005	0,330 руб.	держать	26%
<b>Консенсус</b>			<b>\$0,0045</b>	<b>0,298 руб.</b>		<b>14%</b>
<b>Текущая цена<sup>3</sup></b>				<b>0,263 руб.</b>		

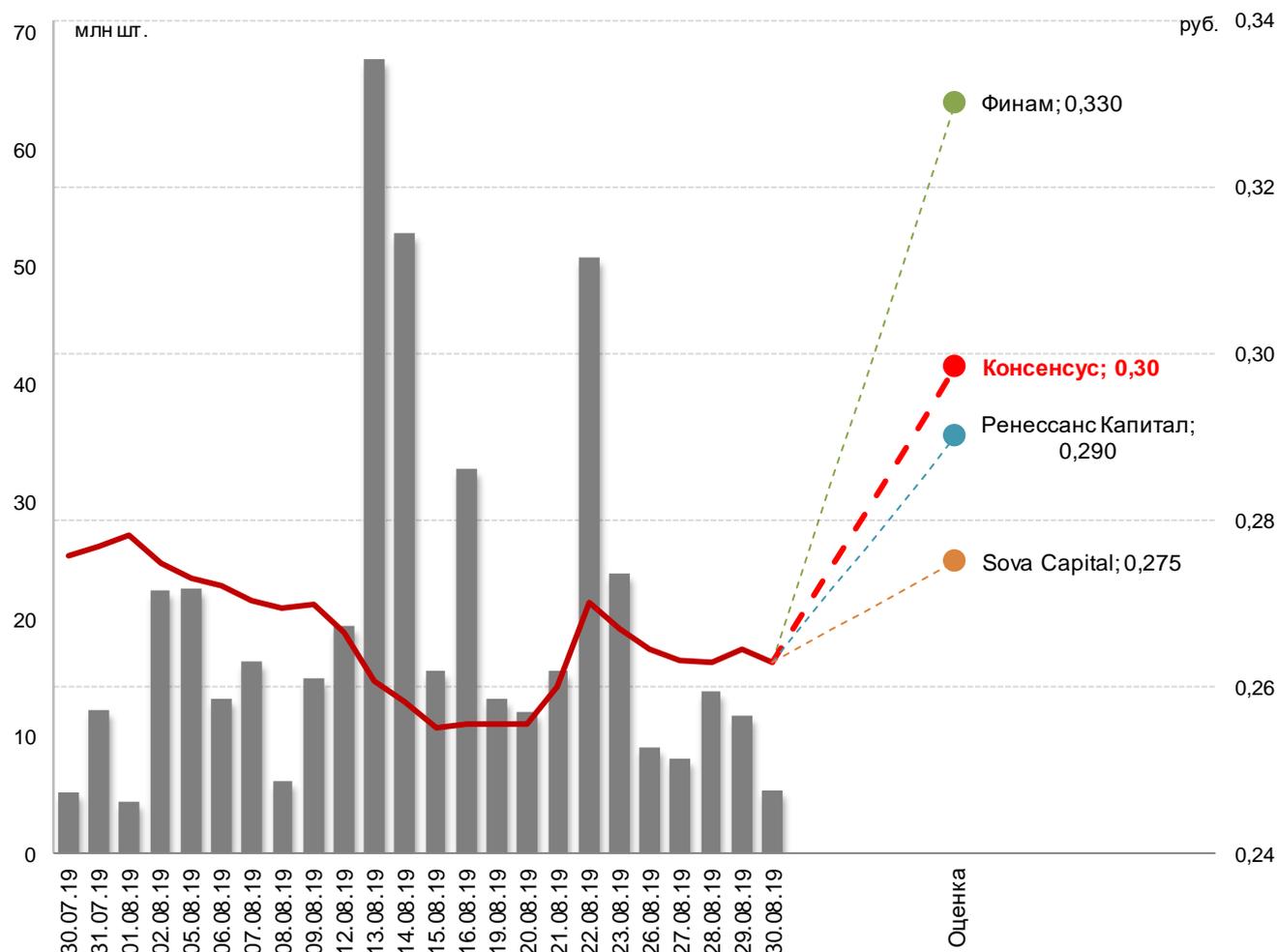
Источник: Московская биржа, quote.ru, отчеты аналитиков

1. Долларовые оценки рассчитаны по курсу ЦБ РФ на последний торговый день отчетного периода.
2. Потенциал роста к цене закрытия на Московской бирже в последний торговый день отчетного периода.
3. Цена закрытия на Московской бирже в последний торговый день отчетного периода

В августе потенциал роста стоимости акций МРСК Центра, исходя из консенсус-прогноза аналитиков, увеличился на 2 п.п. за счет снижения стоимости акций, компенсировавшего уменьшение консенсуса после изменения оценки Ренессанс Капиталом.

Аналитики Ренессанс Капитала в рамках пересмотра оценок и рекомендаций для акций распределительных компаний снизили оценку акций МРСК Центра на 10%, подтвердив рекомендацию «держать» для этих бумаг.

Графически оценки акций МРСК Центра аналитиками инвестиционных компаний и консенсус-прогноз выглядят следующим образом:



Источник: Московская биржа, отчеты аналитиков

Основные новости компаний электросетевого сектора, прокомментированные отраслевыми аналитиками в августе, представлены в хронологическом порядке:

13 августа	Минэкономики отправило в правительство негативную оценку социально-экономических последствий от тарифной реформы в сетевом секторе
21 августа	Россети подтвердили готовность выкупить долю СУЭК в МРСК Сибири
23 августа	ФСК отчиталась по МСФО за первое полугодие
26 августа	МОЭСК отчиталась по МСФО за первое полугодие
28 августа	В тарифы Россетей могут включить расходы по покупке ТСО
29 августа	Россети отчитались по МСФО за первое полугодие
30 августа	Вице-премьер Д.Козак поддержал идею внедрения метода эталонных затрат для расчета тарифов электросетевых компаний

**13 августа. Минэкономики отправило в правительство негативную оценку социально-экономических последствий от тарифной реформы в сетевом секторе**

ВТБ Капитал	-/=	<p><u>Коммерсант</u> Владимир Скляр из «ВТБ Капитала» подчеркивает, что введение платы за резерв логично с точки зрения экономически обоснованного отражения затрат на энергоснабжение потребителя, но, по сути, промышленности предлагают одновременно платить полную стоимость содержания сетей и параллельно продолжать субсидировать тарифы для населения. «Вместе с растущим бременем от программ поддержки ВИЭ, модернизации старых ТЭС и т. д. единая энергосистема из источника бесперебойной поставки электроэнергии превращается в источник бесперебойного роста тарифной нагрузки на промышленность и стимулирует болезненный, но очевидный уход на собственную генерацию», — говорит аналитик.</p>
Сбербанк	-	<p><b>Продолжается обсуждение электросетевых тарифов</b> Минэкономразвития представило свои расчеты негативного влияния недавних инициатив Россетей по сетевым тарифам. Напомним, компания предлагала ввести платежи за резерв сетевой мощности и повысить тарифы ФСК ЕЭС для корректировки механизма перекрестного субсидирования в энергосистеме (в платежи промышленных пользователей включен компонент, направленный на снижение платежей домохозяйств). Эта инициатива получила поддержку Минэнерго, была одобрена вице-премьером по промышленному сектору Дмитрием Козаком и даже премьер-министром Дмитрием Медведевым. Расчеты Минэнерго были представлены по запросу первого вице-преьера Антона Силуанова. Негативный эффект для экономики страны от предложенных изменений сетевых тарифов оценивается в пределах от 577 млрд руб. до 686 млрд руб. в 2020–2024 годах. <b>Наше мнение.</b> Мы считаем эти обсуждения очередным признаком того, что потребители уделяют большое внимание индексации тарифов на электроэнергию. Поскольку сегмент электросетей является на 100% регулируемым и правительство заявляет, что намерено удерживать темпы роста тарифов на электроэнергию для конечных потребителей на уровне не выше инфляции, мы полагаем, что эти обсуждения негативно повлияют на восприятие инвесторами сетевых компаний</p>

**21 августа. Россети подтвердили готовность выкупить долю СУЭК в МРСК Сибири**

ВТБ Капитал	+	<p><u>Коммерсант</u> Капитализация МРСК Сибири выросла с начала года на 136%, существенно выше других дочерних предприятий «Россетей», говорит Владимир Скляр из «ВТБ Капитала», и сейчас по мультипликаторам EV/EBITDA и P/E МРСК Сибири самая дорогая МРСК в России. По часто используемому показателю стоимости компании на 1 км сетей МРСК Сибири торгуется на 25% ниже среднего по России (средний — около \$4 тыс. за 1 км), и оценка доли СУЭК по среднему индикатору составляет около 12 млрд руб., говорит господин Скляр. Он напоминает, что «Россети» с 2012 года оценивают возможность консолидации своих дочерних обществ. В случае МРСК Сибири это позволит, во-первых, консолидировать свыше 95% компании, что открывает путь для полной консолидации. Во-вторых, говорит Владимир Скляр, МРСК Сибири в силу выпадающих доходов от ухода потребителей на прямые</p>
-------------	---	--

		договоры с ФСК зачастую нуждается в финансовой поддержке материнской компании, что осложняется существенной долей миноритариев в компании. «Покупка пакета СУЭК даст возможность более оперативно решать вопросы предоставления финансирования, в том числе через допэмиссии», — говорит эксперт. В-третьих, СУЭК наращивает свой портфель генерации: за последний год были приобретены Рефтинская ГРЭС, «Сибэко», идут переговоры о покупке Красноярской ГРЭС у ОГК-2, генерирующих активов на Дальнем Востоке у «РусГидро». В этих условиях, поясняет господин Скляр, продолжение владения существенной долей в МРСК Сибири «идет вразрез с запретом на совмещение конкурентного и монопольного видов деятельности».
ИК ЛМС	+	<p><b>Возможная консолидация "МРСК Сибири" приведет к выкупу бумаг у акционеров не дороже \$0,0047</b></p> <p>Возможная консолидация "МРСК Сибири" приведет к выкупу бумаг у остальных акционеров не дороже \$ 0,0047 (0,31 руб.), лучшим моментом входа является – \$ 0,0032 (0,21 руб.).</p> <p>По данным СМИ, "Россети" хотят выкупить у СУЭК, крупнейшего миноритария МРСК Сибири, принадлежащие ей 40,4%. Стоимость пакета оценивается около \$ 0,18 млрд (12 млрд руб.) или \$ 0,0048 (0,313 руб.) на 1 акцию. Из-за ограничения закона об энергетике, СУЭК не может приобрести контроль в МРСК Сибири, поэтому может принять предложение Россетей о продаже своего пакета.</p> <p>Возможная цена оферты и требования о выкупе Россетей акционерам МРСК Сибири лежит в диапазоне от \$0,0032 (0,21 руб.) до \$ 0,0047 (0,31 руб.). Минимальным значением является стоимость покупки 7,75% доли ГМК "Норникеля" в "МРСК Сибири" в 2013 году "СУЭКом", которая, по словам менеджмента ГМК, была оценена около \$50 млн (1,595 млрд руб., при среднегодовом курсе 31,9 руб. в 2013 году) или \$ 0,0032 (0,21 руб.) за 1 акцию, а максимальным – оценка в \$ 0,18 млрд (12 млрд руб.) в прессе. Данный максимум близок к весенним покупкам в марте 2019 года, когда обыкновенные акции сетевой компании выросли с \$ 0,0027 (0,18 руб.) до \$ 0,0053 (0,35 руб.). Безопасным моментом входа в МРСК Сибири является уровень \$ 0,0032 (0,21 руб.) с целевой ценой – \$0,0046 (0,3 руб.). Потенциал роста от текущей цены \$ 0,0037 (0,2439 руб.) – 23%, срок реализации идеи – 1 год.</p>

### 23 августа. ФСК отчиталась по МСФО за первое полугодие

АТОН	+	<p><b>"ФСК ЕЭС" - лучшая ставка на дивиденды</b></p> <ul style="list-style-type: none"> <li>• "ФСК ЕЭС" представила сильные результаты за 2К19 по МСФО: чистая прибыль за 1П19 составила 60% от консенсус-прогноза на 2019, а по РСБУ финансовый план выполнен почти на 85% – это должно оказать поддержку дивидендам (доходность за 2019П 9%).</li> <li>• Хорошая отчетность ФСК будет отражена в результатах "Россетей" по МСФО (29 августа), но ключевыми триггерами для "Россетей" являются потенциальное изменение дивидендной политики и обновление стратегии – на этом фоне сохраняется дисконт к SoP 20% против исторического 35%.</li> <li>• ФСК предлагает привлекательную оценку по 2,9x 2019П EV/EBITDA, с дисконтом 17% к акциям "Россетей" (3,5x). Мы по-прежнему отдаем предпочтение ФСК, считая ее лучшей ставкой на дивиденды, чем бумаги материнской компании, и подтверждаем рейтинг ВЫШЕ РЫНКА.</li> </ul> <p><b>Финансовые результаты за 2К19 - хороший прогресс относительно прогнозов на 2019.</b> Динамика выручки (57.5 млрд руб., +1% г/г) и EBITDA (36.9 млрд руб., +9% г/г) оказалась сильной, а рентабельность выросла, отражая преимущественно улучшение показателей сегмента передачи электроэнергии на фоне роста тарифов и доходов от компенсации потерь электроэнергии. EBITDA за 1П19 (73.8 млрд руб.) соответствует 56% от прогноза Bloomberg на 2019. Чистая прибыль также оказалась высокой (23.2 млрд руб., +14% г/г), превысив консенсус Bloomberg на 3% и составив 60% от годового прогноза по итогам 1П19. Мы также отмечаем, что FCF остался высоким (12.6 млрд руб.), прибавив 6% г/г и 22% кв/кв, несмотря на рост капзатрат.</p> <p><b>Чистая прибыль за 1П19 должна поддержать дивиденды, дивидендная доходность 9% за 2019П.</b> Принимая во внимание, что нескорректированная чистая прибыль по РСБУ за 1П19 составила 28.7 млрд руб., финансовый план ФСК на 2019 выглядит консервативным, учитывая прогноз чистой прибыли 34.3 млрд руб. на 2019, поскольку результат за 1П19 предполагает высокий прогресс относительно прогноза - 84%. Чистая прибыль по МСФО также выглядит впечатляюще: результат за 1П19 (50.6 млрд руб.) составляет 60% от консенсуса Bloomberg на 2019. Напомним, что дивидендная политика ФСК - аналогичная политике "Россетей" и дочерних компаний - предусматривает, что на выплату дивидендов направляется наибольший из двух показателей - 50% скорректированной чистой прибыли по РСБУ или МСФО, и, следовательно, чистая</p>
------	---	---

		<p>прибыль за 1П19 должна поддерживать дивиденды. Мы подтверждаем нашу оценку DPS за 2019П в размере 0.015 руб. (доходность 9%).</p> <p><b>Результаты ФСК позитивны для "Россетей", но все внимание приковано к дивидендам.</b> Хотя сильные результаты ФСК по МСФО являются хорошим индикатором для отчетности "Россетей" по МСФО (которая должна быть опубликована 29 августа), главным катализатором для "Россетей" является потенциальное изменение дивидендной политики - это должно оказаться в центре внимания на телеконференции (в 15:00 по Москве в тот же день). Напомним, что "Россети" рекомендовали выплатить 5 млрд руб. в качестве дивидендов за 1К19, хотя и пропустили выплату дивидендов за 2018, и могут изменить свою дивидендную политику в ходе предстоящего обновления стратегии. По нашим оценкам, компания могла бы направлять на дивиденды примерно 10-12 млрд руб. в год (50% дивидендных поступлений от дочерних компаний), предлагая доходность 5% по обыкновенным и 6% по привилегированным акциям, которая, на наш взгляд, менее привлекательна по сравнению со стабильными 9% в год от ФСК.</p>
Газпромбанк	+	<p><b>ФСК: солидный рост ЕБИТДА и снижение чистого долга по итогам 2К19.</b></p> <p><b>Умеренно позитивно</b></p> <p><b>Новость.</b> ФСК опубликовала отчетность по МСФО за 2К19. Мы отмечаем следующие моменты (см. также таблицу ниже):</p> <p><b>Позитивные моменты</b></p> <ul style="list-style-type: none"> <li>• Рост выручки от передачи электроэнергии в 2К19 (+6% г/г), в частности из-за повышения тарифа на передачу электроэнергии с 1 июля 2018 г. на 5,5%.</li> <li>• Солидный рост скорректированной компанией ЕБИТДА (+9% г/г), вследствие увеличения выручки и снижения «денежных» затрат, включая затраты на топливо для малых электростанций.</li> <li>• Увеличение номинальной чистой прибыли (+14% г/г) во многом за счет роста ЕБИТДА и снижения расхода по налогу на прибыль.</li> <li>• Снижение чистого долга (186 млрд руб. на конец 1П19 по сравнению с 205,4 млрд руб. на конец 2018 г.).</li> </ul> <p><b>Нейтральные моменты</b></p> <ul style="list-style-type: none"> <li>• Стабильная динамика скорректированной компанией чистой прибыли (+1% г/г), т.к. значительный рост скорректированной ЕБИТДА был частично компенсирован ростом амортизационных отчислений (+14% г/г).</li> </ul> <p><b>Итоговый эффект</b></p> <p>Отчетность умеренно позитивна для ФСК в силу солидной динамики ЕБИТДА, стабильной чистой прибыли вкупе со снижением чистого долга.</p>
Сбербанк	+	<p><b>Показатели ФСК ЕЭС за 1П19: ускоренного роста капиталовложений не наблюдается</b></p> <p>Финансовая отчетность ФСК ЕЭС за первую половину 2019 года вышла в пятницу.</p> <p><b>Наше мнение.</b> По нашему мнению, представленные показатели позволяют сделать два главных вывода. Во-первых, компании удалось сохранить над расходами (в частности, затраты на персонал во втором квартале превысили уровень годичной давности всего на 2%). Во-вторых, капиталовложения остались на уровне 2018 года, хотя бизнес-план ФСК ЕЭС предполагал их значительное увеличение (в соответствии с последней представленной в Минэнерго инвестиционной программой они должны были вырасти на 21% относительно уровня годичной давности; не учитывая эффект от обмена активами с Дальневосточной энергетической управляющей компанией).</p> <p>Мы полагаем, что итоги первого полугодия должны оказать поддержку котировкам ФСК ЕЭС, однако едва ли обеспечат значительное подорожание акций. Ключевым фактором инвестиционной привлекательности этой компании, на наш взгляд, являются дивиденды. При этом опубликованные показатели позволяют рассчитывать на сценарий, предполагающий индексацию дивидендов с учетом инфляции (см. подробнее наш обзор "Сетевые компании: все решают дивиденды", опубликованный 15 августа 2018 года).</p>
УралСиб	+	<p><b>Финансовые результаты за 1 п/г 2019 г. по МСФО: сокращение расходов на топливо увеличило ЕБИТДА при падающей выручке</b></p> <p><b>Снижение выручки обусловлено результатами дочерних компаний.</b> В пятницу ФСК ЕЭС опубликовала умеренно положительные финансовые результаты за 1 п/г 2019 г. по МСФО, отразившие сохранение тенденций, зафиксированных в 1 кв.2019 г. Совокупная выручка ФСК ЕЭС упала на 2,1% (здесь и далее – год к году, если не указано иное) до 115,0 млрд руб. При этом выручка от передачи электроэнергии выросла на 6,1% до 111,3 млрд руб. на фоне роста тарифа на 5,5% и увеличения на 0,3% отпуска электроэнергии из сети компании. Доходы от продажи электроэнергии сократились с 6,0 млрд руб. до 0,8 млрд руб., а выручка от строительных услуг – с 4,3 млрд руб. до 0,1 млрд руб. Последние два вида выручки относятся к деятельности дочерних компаний и обычно неравномерно</p>

		<p>распределены в течение года. При этом отметим, что темпы сокращения выручки замедлились по сравнению с 1 кв. (-5,2%).</p> <p><b>Рентабельность по EBITDA увеличилась на 5 п.п.</b> Сокращение операций дочерних компаний одновременно сократило расходы ФСК на топливо для энергогенерации (с 4,4 млрд руб. до 0,05 млрд руб.) и на услуги субподрядчиков по строительству (с 3,9 млрд руб. до 0,2 млрд руб.). Темпы роста расходов на покупную энергию (+3,7%) и оплату труда (+4,6%) существенно замедлились по сравнению с 1 кв. (+8,4% и +7,4% соответственно). В результате совокупные операционные расходы снизились на 5,4% до 70,6 млрд руб., а EBITDA прибавила 6,6%, достигнув 73,8 млрд руб., что привело к повышению рентабельности по EBITDA на 5,3 п.п. до 64,2%. Чистая прибыль выросла на 24,4% до 50,7 млрд руб. (включая доход в размере 10,4 млрд руб. от сделки с ДВЭУК, который был учтен еще в 1 кв.), тогда как во 2 кв. чистая прибыль возросла на 13,6% до 23,2 млрд руб. в основном на фоне увеличения EBITDA, при этом чистые финансовые доходы продолжают падать за счет растущих финансовых расходов.</p> <p><b>Комфортная ликвидная позиция.</b> Совокупный долг ФСК во 2 кв. практически не изменился (241,1 млрд руб. на отчетную дату), зато денежная подушка выросла на 18,9 млрд руб., в результате чего чистый долг сократился на 8,5% до 190,8 млрд руб., а показатель Чистый долг/EBITDA снизился на 0,2х до 1,4. После отчетной даты компания выплатила 20,4 млрд руб. дивидендов, что нивелировало сокращение левережда, который, впрочем, остается на комфортном уровне. До конца этого года ФСК предстоит погасить лишь 2 млрд руб. долга. Локальный пик погашений у компании приходится на следующий год – 28 млрд руб., что меньше ожидаемого свободного денежного потока.</p>
Промсвязь-банк	+	<p><b>ФСК увеличила прибыль по МСФО в I полугодии почти на 25%, до 50,7 млрд руб.</b> Чистая прибыль ПАО ФСК ЕЭС по МСФО в январе-июне 2019 года составила 50,7 млрд руб., что на 24,6% больше показателя аналогичного периода прошлого года, следует из отчетности компании. Прибыль за второй квартал увеличилась на 13,6%, до 23,24 млрд руб. Выручка компании за январь-июнь снизилась на 2%, до 114,99 млрд руб., за апрель-июнь - составила 57,48 млрд руб. (+1,2%). Операционные расходы в первом полугодии составили 70,63 млрд руб., в апреле-июне – 35,73 млрд руб. Скорректированный показатель EBITDA в январе-июне составил 73,8 млрд руб., что на 6,6% больше уровня аналогичного периода прошлого года.</p> <p><b>НАШЕ МНЕНИЕ:</b> Снижение выручки компании связано с падением доходов от работ по генподрядом, по основной деятельности ФСК (передача электроэнергии) наблюдался рост показателя на 6,1% (во основном за счет роста тарифа на 5,5%). Отметим, что операционные расходы ФСК сократились на 0,6% (меньше чем выручка), но компания смогла отразить рост EBITDA на 6,6%, улучшив маржу.</p>
ВТБ Капитал	=	<p><u>Перевод</u></p> <p>За 2018 финансовый год компания выплатила 0,016 руб. на акцию в виде дивидендов (что соответствует доходности в 9,4% к текущей цене). Мы ожидаем, что дивиденды за 2019 финансовый год будут не меньше (с доходностью, скорее всего, на двузначной территории). На наш взгляд, недавняя слабость цены акций в корне неверна. Тем не менее, акции традиционно забываются между сезонами дивидендов, причем первый раунд внимания инвесторов возвращается примерно в январе каждого года.</p>

## 26 августа. МОЭСК отчиталась по МСФО за первое полугодие

Риком Траст	+	<p>Сегодня МОЭСК обнародовала результаты работы в I полугодии 2019-го года по МСФО, согласно которой чистая прибыль выросла в 1,6 раза по сравнению с аналогичным периодом прошлого года до уровня в 5,89 млрд рублей.</p> <p>Выручка МОЭСК выросла на 1,2% до 78,5 млрд рублей, операционная прибыль выросла составила 10,54 миллиарда рублей, показав рост на 25%. Показатель EBITDA увеличился на 16% и составил 21,8 миллиарда рублей.</p> <p>Кроме того, «Россети Московский регион» (нынешнее название ПАО «МОЭСК») в рамках инвестиционной программы устанавливает на границах балансовой принадлежности с потребителями приборы учета с удаленной передачей данных. В течение первого полугодия 2019 года были установлены более 5,5 тыс. интеллектуальных электросчетчиков, что позволило Россетям сэкономить более 100 млн. рублей за счет снижения потерь при передаче электроэнергии.</p> <p>Мы считаем данные результаты позитивными для дочерней структуры Россетей, поскольку они стали рекордными для МОЭСК с 2013 года, что подтверждает эффективность выбранной компанией стратегии развития. Менеджмент МОЭСК и дальше намерен предпринять все необходимые действия для сохранения данного положительного тренда и достижения целевых финансовых показателей по итогам 2019 года.</p>
-------------	---	--

## 28 августа. В тарифы Россетей могут включить расходы на покупку ТСО

ВТБ Капитал	=	<p><u>Ведомости</u>          Есть существенные резервы для оптимизации расходов, которые закладываются в сетевые тарифы: сокращение потерь в сетях, а также расходов на персонал, в том числе административный, считает аналитик «ВТБ капитала» Владимир Скляр. Оценить сумму, необходимую для полной консолидации ТСО, он не берется – последние такие сделки происходили в совершенно разных условиях, не ясно, сколько всего сетей и подстанций нужно выкупить «Россетям», сложно оценить эффект синергии.</p> <p><u>Коммерсант</u>          ТСО в регионах съедают значительную часть «котлового» тарифа, не подчиняются логике единой стратегии развития сетевого комплекса, поэтому их консолидация логична, считает Владимир Скляр из «ВТБ Капитала». Но заставлять потребителей, которые уже один раз заплатили за создание сетевых активов, платить второй раз за их консолидацию — концептуально неверно, полагает он. Аналитик также задается вопросом, почему, если резервы повышения эффективности в сетевом комплексе существовали и не были реализованы ранее, это должно произойти сейчас.</p>
Сбербанк	=	<p><b>В тарифы Россетей могут включить расходы на консолидацию мелких региональных сетей</b>          Вице-премьер Дмитрий Козак, курирующий вопросы электроэнергетики, поддержал предложение Россетей учесть в распределительных тарифах затраты Россетей на консолидацию мелких региональных сетей. Видимо, это значит, что МРСК получают надбавку к тарифам для финансирования расходов на консолидацию ТСО (территориальных сетевых организаций – региональных сетей, которые на данный момент не входят в структуру Россетей). Как пишет Коммерсант, главное условие состоит в том, что рост тарифов для конечного пользователя с учетом этой надбавки не должен превысить инфляцию и что оптимизация сетей должна приводить к дополнительной экономии в будущем.</p> <p><b>Наше мнение.</b> Мы считаем предложение включить в сетевые тарифы капвложения, связанные с консолидацией ТСО, довольно странным. Россети утверждают, что у ТСО тарифы и операционные расходы обычно выше, чем у МРСК, поэтому покупка ТСО создаст для МРСК дополнительную синергию, и если внутренняя норма доходности проекта по консолидации региональной сетевой компании соответствует установленным критериям, он может быть профинансирован за счет долга. Отметим также, что вопрос о дальнейшем ограничении роста тарифов (например, отсрочка запуска новых энергоблоков АЭС, чтобы сдерживать рост цены на мощность) обсуждается достаточно активно, а включение указанной “консолидационной” надбавки в сетевой тариф выглядит как шаг в противоположном направлении.</p>

## 29 августа. Россети отчитались по МСФО за первое полугодие

АТОН	=	<p><b>"Россети" могли бы направлять на дивиденды примерно 10-12 млрд рублей в год</b>          Финансовые результаты "Россетей" по МСФО за 2К19 – EBITDA +7% г/г до 67 млрд руб., чистая прибыль +4% до 20 млрд руб. – не вызывают удивления, во многом отражая сильную финансовую отчетность ФСК и смешанную отчетность МРСК.          Россети торгуются с мультипликатором EV/EBITDA 2019П 3.5x (на 21% выше ФСК), поскольку дисконт компании к сумме частей сузился приблизительно до 20% (против 5-летнего среднего в 35%). Мы не считаем это обоснованным, т.к. наша оценка дивидендного потенциала Россетей предполагает скромную доходность в 5%/6% по обыкновенным/привилегированным акциям.</p> <p><b>Обзор результатов за 2К19 – в целом нейтральные:</b> выручка (234.5 млрд руб., +4% г/г), EBITDA (67.3 млрд руб., +7% г/г) и чистая прибыль (20.5 млрд руб., +4% г/г) продемонстрировали положительную динамику г/г, хотя и замедлились по сравнению с 1К19, что в значительной степени отражает представленную финансовую отчетность дочерних компаний. Тем не менее мы отмечаем, что показатель EBITDA за 1П19 (157.8 млрд руб.) предполагает солидные 51% к прогнозу Bloomberg на 2019. Несмотря на небольшой рост капзатрат, FCF вырос более чем в два раза г/г (10.9 млрд руб.) на фоне устойчивой динамики OCF.</p> <p><b>Позитивная динамика ФСК, некоторые МРСК продемонстрировали ухудшение г/г:</b> динамика Россетей во 2К19 отразила разнонаправленные годовые тренды ФСК (EBITDA +9% г/г, чистая прибыль +14% г/г за 2К19) и некоторых МРСК (более слабые результаты против 2К18, чистая прибыль в 1П19 упала более чем на 25% г/г у MRKP, MRKS, MRKV и TORS). Тем не менее, с точки зрения динамики по РСБУ по сравнению с финансовыми планами, мы считаем, что большинство МРСК продемонстрировали хороший прогресс относительно прогнозов (более 50% у MSRS, MRKP, MRKZ, MRKS, MRKY, MRKU, MRKS и LSNG), что делает наши ожидания в отношении дивидендов за 2019</p>
------	---	--

		<p>консервативными. Следовательно, данные результаты потенциально положительны для дивидендного потенциала Россетей, который мы оцениваем исходя из дивидендных поступлений от дочерних компаний.</p> <p><b>Телеконференция:</b> сегодня в 15:00 по московскому времени (13:00 по лондонскому). Мы ожидаем, что в центре внимания будут дивидендные платежи (изменение подхода к дивидендам и возможность выплаты дивидендов за 2К19) и обновление стратегии (ход реализации, изменение сроков против конца года). Напомним, что Россети рекомендовали выплатить 5 млрд руб. в качестве дивидендов за 1К19, при этом пропустив выплату дивидендов за 2018, и могут изменить дивидендную политику в ходе предстоящего обновления стратегии. По нашим оценкам, компания могла бы направлять на дивиденды примерно 10-12 млрд руб. в год (50% дивидендных поступлений от дочерних компаний), что предполагает доходность в 5% по обыкновенным акциям и 6% по привилегированным, что менее привлекательно в сравнение с доходностью в 9% в год у ФСК. На телеконференции мы также уделим внимание традиционным вопросам – прогнозу финансовых результатов и капзатрат на 2019 и нормативным изменениям в отрасли.</p>
SOVA Capital	=	<p><b>Результаты Россетей были близки к нашим ожиданиям по выручке и EBITDA. Однако чистый доход оказался ниже наших ожиданий. Мы считаем опубликованные результаты нейтральными для акций компании, поскольку сохраняем наши ожидания умеренных дивидендов, которые являются ключевым фактором для акций.</b></p> <p>Выручка увеличилась на 4,2% г/г до 234,5 млрд руб., Скорректированная EBITDA выросла на 9,7% г/г до 74,4 млрд руб., Чистая прибыль выросла на 13% г/г до 27,2 млрд руб.</p> <p>Выручка от распределения электроэнергии увеличилась на 3,1% г/г до 197,1 млрд руб. За счет индексации тарифов на электроэнергию. Россети также взяли на себя функцию гарантированного поставщика, что привело к росту выручки от продажи электроэнергии на 15,2% г/г.</p> <p>Что касается затрат, компании удалось контролировать операционные расходы, что помогло компании улучшить показатель EBITDA.</p> <p>Увеличение чистой прибыли также было поддержано снижением резерва под обесценение дебиторской задолженности, которое сократилось во 2К19 на 29,1% до 5,5 млрд руб.</p> <p>В настоящее время правительство обсуждает новую регуляторную среду для Россетей, которая может оказать существенное влияние на финансовые показатели компании. Однако ситуация остается неясной, и мы видим противоречивые заявления со стороны правительственных чиновников о возможном регулировании.</p>
АТОН	=	<p><b>ФИНАНСОВЫЕ РЕЗУЛЬТАТЫ ЗА 2К19 НЕЙТРАЛЬНЫЕ, ДИВИДЕНДОВ ЗА 2К19 НЕ БУДЕТ</b></p> <p>Выручка (234.5 млрд руб., +4% г/г), EBITDA (67.3 млрд руб., +7% г/г), чистая прибыль (20.5 млрд руб., +4% г/г) продемонстрировали положительную динамику г/г, хотя и замедлились по сравнению с 1К19, что в значительной степени отражает представленную финансовую отчетность дочерних компаний. Тем не менее мы отмечаем, что показатель EBITDA за 1П19 (157.8 млрд руб.) предполагает солидные 51% к прогнозу Bloomberg на 2019. FCF вырос более чем вдвое г/г - до 10.9 млрд руб. На телеконференции представители Россетей отметили, что вопрос выплаты следующих промежуточных дивидендов будет рассматриваться по итогам результатов за 9М19. На данный момент обновление стратегии и дивидендной политики в стадии реализации - предварительные варианты должны быть готовы к концу 3К19. Готовящиеся регуляторные изменения должны быть благоприятны для Россетей: напомним, сейчас обсуждаются дифференциация тарифа ФСК, включение в тарифы средств на консолидацию ТСО и введение платы за резерв сетевой мощности.</p> <p><b>Наше мнение.</b> Результаты в целом НЕЙТРАЛЬНЫЕ, но мы ожидаем публикации обновленной стратегии Россетей, рассматривая ее как важный катализатор для компании. Россети торгуются с мультипликатором EV/EBITDA 2019П 3.5x (на 21% выше ФСК), поскольку дисконт компании к сумме частей сузился приблизительно до 20% (против 5-летнего среднего в 35%). Мы не считаем это обоснованным, поскольку наша оценка дивидендного потенциала Россетей предполагает скромную доходность в 5% по обыкновенным акциям и 6% по привилегированным.</p>
Сбербанк	=	<p><b>Результаты Россетей за 1П19: новая стратегия и дивидендная политика будут готовы к концу этого квартала</b></p> <p>Россети раскрыли вчера результаты за 1П19 по МСФО и провели телефонную конференцию по отчетности. Мы считаем показатели более или менее нейтральными для акций. Ниже приводятся основные комментарии менеджмента:</p>

		<ul style="list-style-type: none"> <li>• <b>Стратегия/дивиденды.</b> Новая стратегия группы и обновленная дивидендная политика должны быть подготовлены в окончательной редакции к концу этого квартала. Хотя мы считаем, что для утверждения дивидендной политики потребуется дополнительное время ввиду того, что все регулирующие органы участвуют в процессе, некоторые подробности могут появиться уже в 4К19. Также касательно дивидендов – компания не планирует объявлять дивиденды за 1П19, относительно дальнейших промежуточных дивидендов на этот год ясности пока нет.</li> <li>• <b>Инициативы в области тарифообразования.</b> Обсуждаются следующие меры. <ul style="list-style-type: none"> <li>○ Введение дифференцированных тарифов ФСК ЕЭС может привести к перераспределению 38 млрд руб. субсидирования на конечных потребителей ФСК ЕЭС. По сути, это будет означать, что выручка ФСК ЕЭС останется неизменной, т. к. увеличение платежей от конечных потребителей будет нивелировано снижением платежей от МРСК. Что же касается МРСК, то тут мы считаем, что при прочих равных в итоге уменьшение их выручки может быть полностью сбалансировано за счет снижения операционных издержек (т. е. без последствий на уровне EBITDA).</li> <li>○ Плата за зарезервированные сетевые мощности. Позиция компании заключается в том, что данная инициатива направлена не на получение дополнительных денежных потоков на уровне Россетей, а на повышение эффективности капвложений. Если потребителям не потребовались зарезервированные ими сетевые мощности и/или такие потребители не хотят платить за зарезервированные мощности, они могут отказаться от этих мощностей, и тогда Россети смогут использовать их для присоединения новых потребителей к сетям без необходимости дополнительных капвложений.</li> <li>○ Долгосрочные тарифные соглашения. Компания считает, что такие соглашения будут выгодными, т. к. позволят поддерживать достигнутую высокую эффективность на долгосрочном отрезке времени.</li> <li>○ Консолидация ТСО. Компания дала понять, что в тариф на передачу электроэнергии не будут включены дополнительные средства для консолидации мелких региональных сетей.</li> </ul> </li> <li>• <b>Цифровизация.</b> Менеджмент еще раз дал понять, что цифровизация не приведет к увеличению капвложений, т. к. существуют ограничения на рост тарифов; соответственно, новые капвложения просто заместят “обычные” инвестиции, то есть капвложения, не направленные на цифровизацию.</li> </ul> <p>В целом мы считаем результаты компании и комментарии ее менеджмента нейтральными для акций.</p>
УралСиб	+/=	<p><b>Результаты за 2 кв. 2019 г. по МСФО: рост выручки ускорился, чистая прибыль под давлением из-за растущих финансовых расходов</b></p> <p><b>Чистая прибыль увеличилась на 5% до 27 млрд руб.</b> Вчера Россети (RSTI/RSTIP RX – без рекомендации) опубликовали умеренно позитивные результаты за 2 кв. 2019 г. Замедление динамики EBITDA и чистой прибыли обусловлено разовыми доходами, полученными в 1 кв. от обмена активами между ФСК и ДВЭУК. Выручка прибавила 4,2% (здесь и далее – год к году, если не указано иное) до 234,5 млрд руб., ускорившись по сравнению с плюс 2,0% в 1 кв. 2019 г. Ускорение произошло за счет выручки от передачи электроэнергии (плюс 3,1% до 197,1 млрд руб.) и технологического присоединения (плюс 22,5% до 6,4 млрд руб.); последняя неравномерна в течение года и зависит от заявок потребителей. При этом высокие темпы прироста выручки от продажи электроэнергии и мощности сохранились (плюс 15,2% до 27,4 млрд руб.) благодаря получению рядом дочерних компаний статуса гарантированных поставщиков. Это повлекло за собой опережающий рост расходов на электроэнергию для продажи (плюс 24,5% до 16,2 млрд руб.). Расходы на оплату труда увеличились на 5,1% до 48,6 млрд руб., а совокупные операционные расходы выросли на 6,7% до 194,2 млрд руб. EBITDA компании увеличилась на 6,7% до 72,7 млрд руб., чистая прибыль – на 4,6% до 27,2 млрд руб. На динамике последней негативным образом сказалось повышение финансовых расходов в связи с ростом средней ставки по долговому портфелю, что было частично компенсировано снижением резервов под ожидаемые кредитные убытки. По итогам 1 п/г выручка, EBITDA и чистая прибыль выросли на 3,0%, 14,3% и 14,9% соответственно.</p> <p><b>Компания рассмотрит возможность выплаты дивидендов за 9 мес.</b> Менеджмент компании заявил, что выплата дивидендов по итогам 1 п/г не планируется, однако компания рассмотрит такую возможность по результатам 9 мес. 2019 г. Новая</p>

		<p>дивидендная политика и стратегия могут быть готовы к концу сентября, после чего будут вынесены на обсуждение в правительство. Ранее руководство Россетей заявляло, что в новой дивидендной политике намерено ориентироваться на среднетраслевою дивидендную доходность, пока же у компании она самая низкая в секторе.</p> <p><b>Умеренная долговая нагрузка.</b> Свободный денежный поток Россетей в отчетном периоде составил 11,0 млрд руб., при этом без учета результатов ФСК (15,7 млрд руб.) он остается отрицательным. Капитальные затраты составили 47,2 млрд руб. (плюс 4,8%), однако их сезонное увеличение ожидается во 2 п/г. Чистый долг (498,1 млрд руб.) и соотношение Чистый долг/ЕБИТДА (1,5) остались приблизительно на уровне 1 кв. Увеличение доли краткосрочной задолженности связано с переходом долгосрочных заимствований в категорию краткосрочных, однако компания без проблем способна рефинансировать долг на внутреннем рынке.</p>
Газпромбанк	=	<p><b>Россети: отчетность за 2К19 по МСФО. Нейтрально</b></p> <p><b>Новость.</b> Россети опубликовали отчетность по МСФО за 2К19 и 1П19 и провели звонок с инвесторами. Мы отмечаем следующие моменты:</p> <p><b>Позитивные моменты</b></p> <ul style="list-style-type: none"> <li>• <b>Умеренный рост выручки за 2К19</b> (+4% г/г) во многом за счет выручки от передачи электроэнергии (+3% г/г), выручки от продажи электроэнергии и мощности (+15% г/г) и от технологического присоединения (+23% г/г).</li> <li>• <b>Существенный рост ЕБИТДА за 2К19</b> (+21%) вследствие увеличения выручки в сочетании с умеренным снижением «денежных» расходов (-3% г/г). Основными источниками роста ЕБИТДА в группе были ФСК (+23% г/г), МОЭСК (+24% г/г), Ленэнерго (+11% г/г), Тюменьэнерго.</li> <li>• <b>Снижение чистой долговой нагрузки</b> (без учета обязательств по аренде) до 403 млрд руб. (с 432 млрд руб. на начало года).</li> </ul> <p><b>Нейтральные моменты</b></p> <ul style="list-style-type: none"> <li>• <b>Умеренный рост чистой прибыли</b> (причитающейся акционерам) за 2К19: +4% г/г во многом вследствие роста ЕБИТДА.</li> <li>• <b>Отсутствие планов по выплатам промежуточных дивидендов по итогам 1П19.</b> Ранее руководство не исключало возможность выплаты еще одного промежуточного дивиденда дополнительно к дивиденду за 1К19.</li> <li>• <b>Отсутствие ориентиров по размеру финансовой поддержки</b> дочерних обществ в 2019 г., которая уменьшает дивидендную базу Россетей, согласно текущей дивидендной политике.</li> <li>• <b>Планы по предоставлению обновленной дивидендной политики</b> на рассмотрение высшего руководства до конца 3К19.</li> </ul> <p><b>Итоговый эффект</b></p> <ul style="list-style-type: none"> <li>• Несмотря на умеренно позитивную динамику финансовых показателей, событие (отчетность и звонок) является в целом нейтральным для инвестиционной истории Россетей, т.к. оно не внесло дополнительной ясности в отношении ключевого драйвера стоимости акций в краткосрочной перспективе – обновленного подхода к дивидендным выплатам. Исходя из комментариев руководства, публичную информацию по этой теме не стоит ожидать ранее 4К19. Существующий же подход к дивидендным выплатам вряд ли оправдывает текущую стоимость обыкновенных акций компании.</li> </ul>

### 30 августа. Вице-премьер Д.Козак поддержал идею внедрения метода эталонных затрат для расчета тарифов электросетевых компаний

ВТБ Капитал	=	<p><u>Ведомости</u></p> <p>В монополиях эталонный метод, или бенчмаркинг, является часто основным механизмом повышения конкуренции, но он работает, если в секторе есть разные собственники, считает аналитик «ВТБ капитала» Владимир Скляр. Параллельно с консолидацией сетевых активов, которую проводят «Россети», этот метод выглядит странно, говорит Скляр: «Если в конце концов собственник всех сетей станет единым, против кого будет проводиться бенчмаркинг? Если бы МРСК были приватизированы – согласно духу реформы РАО ЕЭС, – это могло бы стать действенным механизмом контроля расходов в секторе».</p>
-------------	---	--