

Компании МРСК

Анализ результатов за 3 квартал

Аналитик: Адоин Алексей
Эл.почта: AAdonin@veles-capital.ru

Дочерние компании Россетей представили отчетности за 3К19 как по МСФО, так и по РСБУ, а также определились с промежуточными дивидендами. Результаты оказались противоречивыми. В данном отчете мы подвели промежуточный итог, выделили фаворитов, а также постарались оценить перспективы по итогам 2019 г.

Динамика котировок компаний МРСК традиционно определяется дивидендными ожиданиями, поскольку в отсутствие налаженной коммуникации компаний с инвестсообществом инвесторам приходится довольствоваться информацией из открытых источников. Приятное исключение – МОЭСК, МРСК Центра и МРСК Центра и Приволжья, которые сопровождают отчетность презентациями и комментариями по финансовым результатам.

В данном контексте важным событием можно назвать переход на квартальные выплаты дивидендов, о чем первой объявила МОЭСК. Мы предлагаем анализ наиболее крупных и прибыльных МРСК – без МРСК Северного Кавказа и Тюменьэнерго.

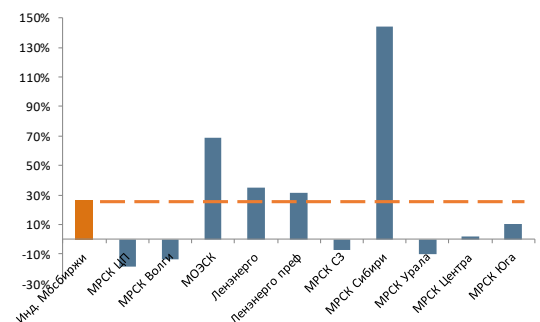
Финансовые результаты

Отчетность компаний за 9М19 оказалась разной: часть МРСК показала положительную динамику чистой прибыли, а часть отрицательную. Среди аутсайдеров, показавших снижение прибыли по обоим стандартам отчетности – МРСК Сибири, МРСК ЦП и МРСК Волги. Среди причин – рост расходов, резервов по сомнительным долгам, падение выручки из-за перехода потребителей к прямым договорам с ФСК ЕЭС. Наиболее позитивная динамика отмечается у МОЭСК, Ленэнерго и МРСК Урала (см. гр.1, гр.2). Мы также провели оценку денежного потока: среди лидеров – Ленэнерго, МОЭСК, МРСК Волги и МРСК Урала. У части компаний FCF ушел либо остался в отрицательной зоне – МРСК Сибири, МРСК Юга, МРСК ЦП, МРСК Центра (см. график 3).

Компании в обзоре	YTD	ADTV, млн руб. DY'19 P	
МРСК Центра и Приволжья	-19%	55,03	12%
МРСК Волги	-14%	13,68	9%
МОЭСК	69%	17,99	8%
Ленэнерго	35%	3,01	8%
Ленэнерго преф	31%	21,12	11%
МРСК Северо-Запада	-7%	4,28	9%
МРСК Сибири	144%	0,97	1%
МРСК Урала	-10%	2,04	6%
МРСК Центра	1%	8,90	7%
МРСК Юга	10%	0,74	8%

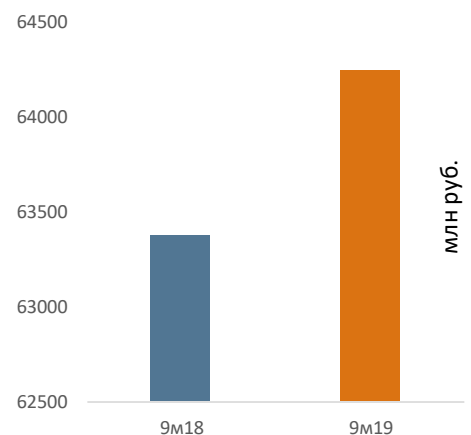
данные биржи, оценка: ВЕЛЕС Капитал

YTD динамика в сравнение с рынком



данные биржи, оценка: ВЕЛЕС Капитал

Совокупная прибыль МРСК по РСБУ



Источник: данные компаний; оценка: ВЕЛЕС Капитал

Данные аналитические материалы ИК «ВЕЛЕС Капитал» не являются индивидуальной инвестиционной рекомендацией и могут быть использованы только в информационных целях. Компания не дает гарантий относительно полноты приведенной в них информации и ее достоверности, а также не несет ответственности за прямые или косвенные убытки от использования данных материалов не по назначению. Данный документ не может рассматриваться как основание для покупки или продажи тех или иных ценных бумаг.



Динамика акций

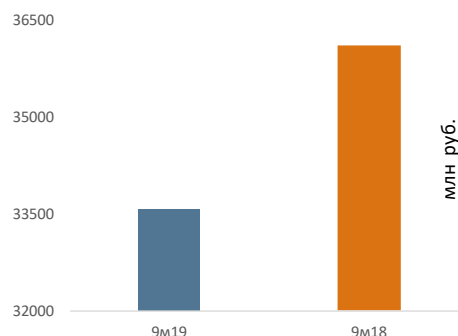
В 2019 г. опережающую динамику роста относительно рынка в целом продемонстрировали четыре распределительные компании, причем с огромным отрывом лидирует МРСК Сибири. Причина роста – нерыночная, связана с активностью миноритарного акционера; при этом дальнейшая динамика акции, скорее всего, продолжит определяться стратегией СУЭК и Россетей – по информации из СМИ, возможен выкуп холдингом доли СУЭК. Далее органичный рост показали МОЭСК (69%), Ленэнерго (35%) и Ленэнерго прив. (31%). Финансовые результаты первых двух полностью оправдывают динамику котировок: эти компании наиболее маржинальные среди всех и зарабатывают наибольший денежный поток. Рост Ленэнерго (ао) связан с изменением дивидендной политики в середине 2019 г. – теперь компания направляет на выплату по обыкновенным акциям половину общей прибыли (после выплаты по префам), тогда как ранее выплаты по обыкновенным акциям были фактически дискриминационными.

Дивиденды: факт и прогноз

Недавно компании МРСК определились с квартальными дивидендами. Мы не нашли логику выплат: к-т выплат от прибыли за 2019 г. составил от 13% до 98%; дивидендная доходность варьировалась от 1,5% до 7,4%, а часть компаний вообще не заплатила дивиденды. Из всех компаний только МОЭСК гарантировала, что годовые выплаты будут не менее чем в 2 раза больше промежуточных. Часть компаний, по нашим прогнозам, больше не смогут выплатить за 2019 г. ничего, то есть промежуточные дивиденды равны годовым (МРСК Сибири и МРСК Центра).

В сухом остатке, мы считаем наиболее привлекательными с точки зрения дивидендной доходности акции МРСК Центра и Приволжья (12%), Ленэнерго АП (11%), МРСК Волги (9%), МРСК Северо-запада (9%), МОЭСК (8%), Ленэнерго АО (8%), МРСК Юга (8%). Таким образом, остальные МРСК (за исключением первой и последней) могут поддержать дивидендную доходность хорошим FCF за 9М19, что увеличивает вероятность и способность компаний выплачивать дивиденды в будущем. Кроме того, похоже, что по заявлениям и действием менеджмента МОЭСК возможно судить о векторе движения компаний МРСК в будущем: так, менеджмент МОЭСК недавно заявил, что компания «может сохранить практику выплаты промежуточных дивидендов и в 2020 году».

Совокупная прибыль МРСК по МСФО



Источник: данные компаний; оценка: ВЕЛЕС Капитал

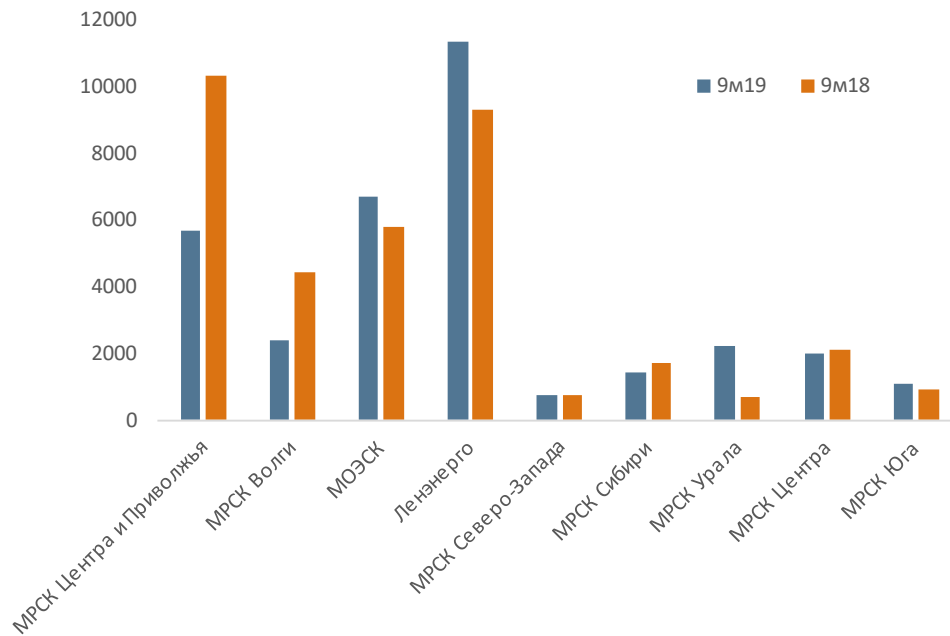
Динамика финансовых результатов

	МСФО	
	9м19/18	9м19/18
МРСК ЦП	-38%	-45%
МРСК Волги	-52%	-46%
МОЭСК	23%	15%
Ленэнерго	8%	22%
МРСК Северо-Запада	-57%	1%
МРСК Сибири	-63%	-18%
МРСК Урала	97%	219%
МРСК Центра	-14%	-7%
МРСК Юга	-51%	17%

Источник: данные биржи; оценка: ВЕЛЕС Капитал

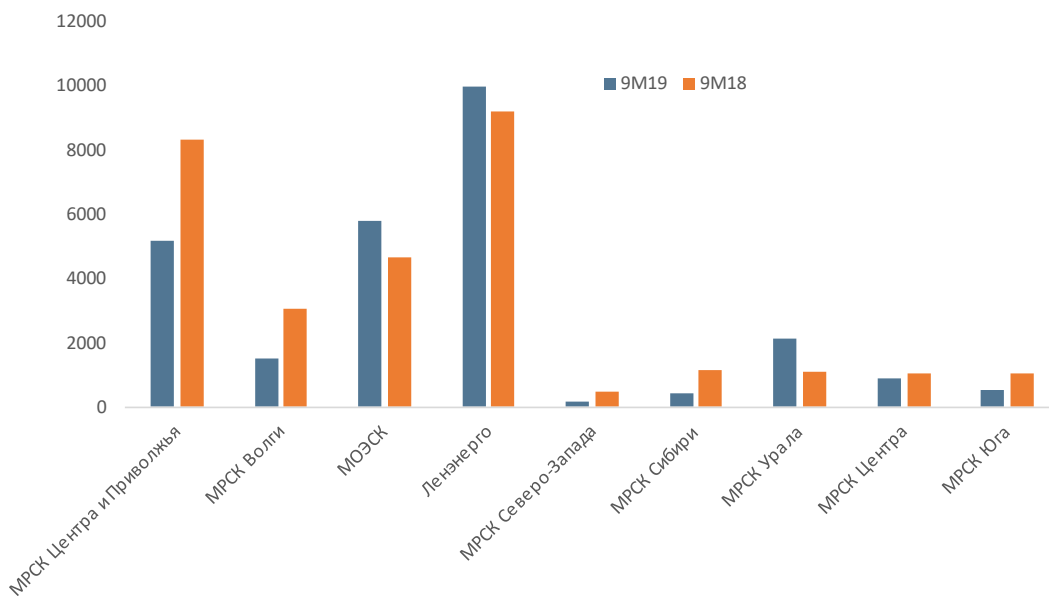


График 1. Сравнительная динамика чистой прибыли по МСФО (млн руб.)



Источник: данные компании; оценка: ВЕЛЕС Капитал

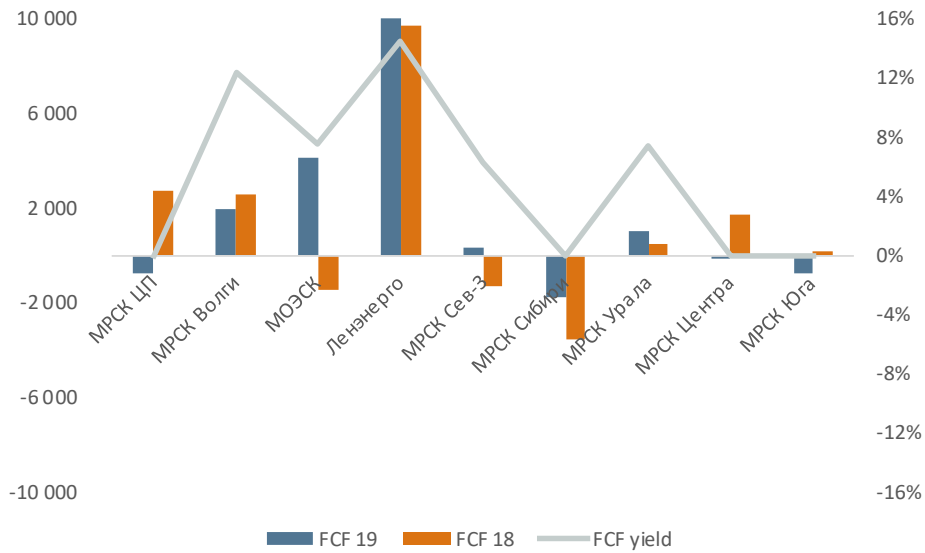
График 2. Сравнительная динамика чистой прибыли по РСБУ (млн руб.)



Источник: данные компании; оценка: ВЕЛЕС Капитал

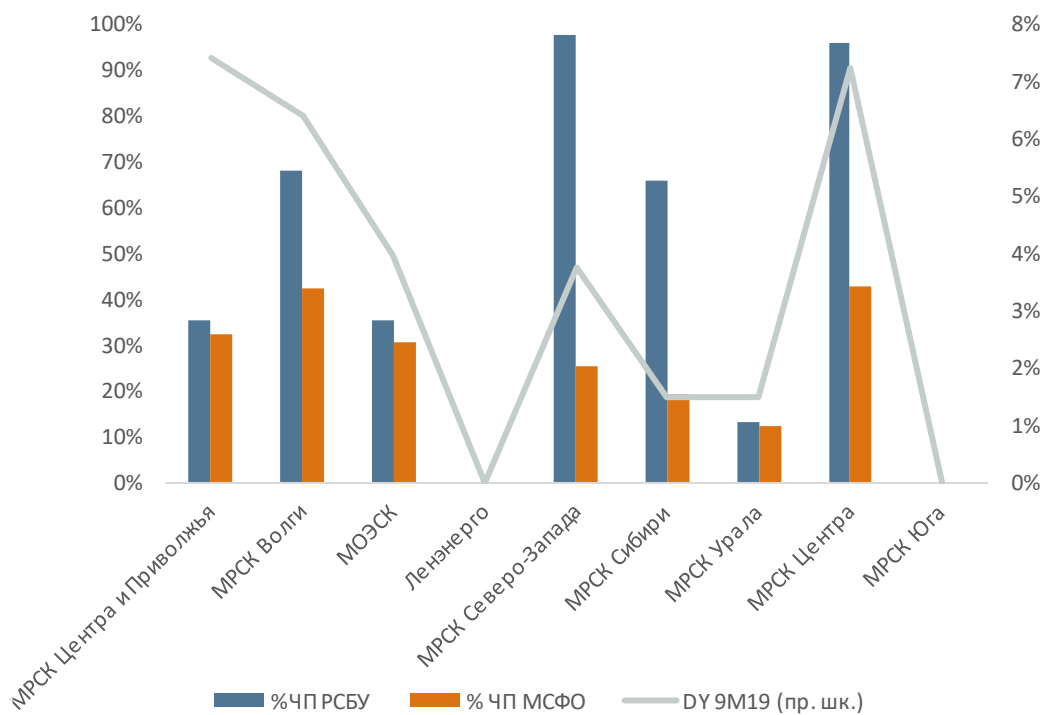


График 3. Динамика FCF



Источник: данные компании; оценка: ВЕЛЕС Капитал

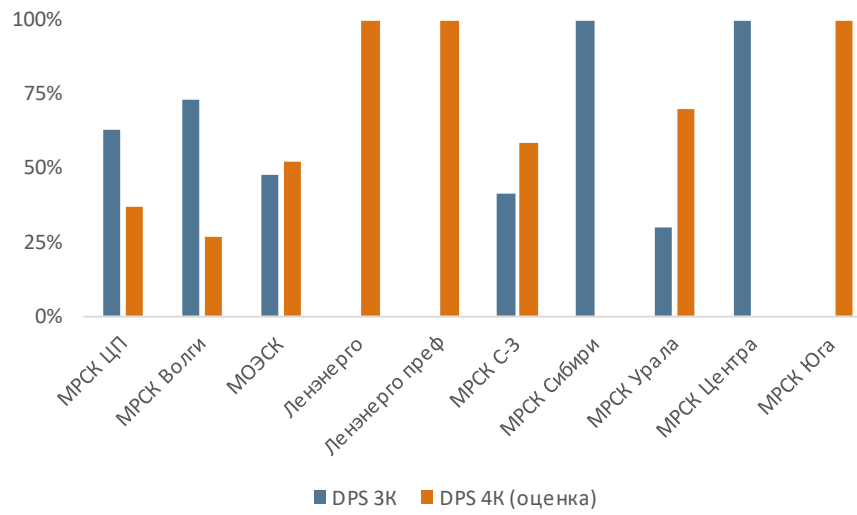
График 4. Промежуточные дивиденды: доля прибыли и дивидендная доходность



Источник: данные компании; оценка: ВЕЛЕС Капитал



График 5. Дивиденды-2019: промежуточные и итоговые - соотношение



Источник: данные компании; оценка: ВЕЛЕС Капитал



Раскрытие информации

Заявление аналитика и подтверждение о снятии ответственности

Настоящий отчет подготовлен аналитиком (ами) ИК «ВЕЛЕС Капитал». Приведенные в данном отчете оценки отражают личное мнение аналитика (ов). Вознаграждение аналитиков не зависит, никогда не зависело и не будет зависеть от конкретных рекомендаций или оценок, указанных в данном отчете. Вознаграждение аналитиков зависит от общей эффективности бизнеса ИК «ВЕЛЕС Капитал», определяющейся инвестиционной выгодой клиентов компании, а также доходами от иных видов деятельности ИК «ВЕЛЕС Капитал».

Данный отчет, подготовленный Аналитическим управлением ИК «ВЕЛЕС Капитал», основан на общедоступной информации. Настоящий обзор был подготовлен независимо от других подразделений ИК «ВЕЛЕС Капитал», и любые рекомендации и суждения, представленные в данном отчете, отражают исключительно точку зрения аналитика (ов), участвовавших в написании данного обзора. В связи с этим, ИК «ВЕЛЕС Капитал» считает необходимым заявить, что аналитики и Компания не несут ответственности за содержание данного отчета. Аналитики ИК «ВЕЛЕС Капитал» не берут на себя ответственность регулярно обновлять данные, находящиеся в данном отчете, а также сообщать обо всех изменениях, вносимых в данный обзор.

Данный аналитический материал ИК «ВЕЛЕС Капитал» может быть использован только в информационных целях. Компания не дает гарантий относительно полноты и точности приведенной в этом отчете информации и ее достоверности, а также не несет ответственности за прямые или косвенные убытки от использования данных материалов. Данный документ не может служить основанием для покупки или продажи тех или иных ценных бумаг, а также рассматриваться как оферта со стороны ИК «ВЕЛЕС Капитал». ИК «ВЕЛЕС Капитал» и (или) ее дочерние предприятия, а также сотрудники, директора и аналитики ИК «ВЕЛЕС Капитал» имеют право покупать и продавать любые ценные бумаги, упоминаемые в данном обзоре.

ИК «ВЕЛЕС Капитал» и (или) ее дочерние предприятия могут выступать в качестве маркет-мейкера или нести обязательства по андеррайтингу ценных бумаг компаний, упоминаемых в настоящем обзоре, могут продавать или покупать их для клиентов, а также совершать иные действия, не противоречащие российскому законодательству. ИК «ВЕЛЕС Капитал» и (или) ее дочерние предприятия также могут быть заинтересованы в возможности предоставления компаниям, упомянутым в данном обзоре, инвестиционно-банковских или иных услуг.

Все права на данный бюллетень принадлежат ИК «ВЕЛЕС Капитал». Воспроизведение и/или распространение аналитических материалов ИК «ВЕЛЕС Капитал» не может осуществляться без письменного разрешения Компании. © ВЕЛЕС Капитал 2019 г.

Принцип определения рекомендаций

Инвестиционные рекомендации выносятся исходя из оценки доходностей акций компаний. Основу при расчете ожидаемой стоимости компании составляет оценка по методу дисконтированных денежных потоков (DCF). В некоторых оценках применяется оценка по методу сравнительных коэффициентов, а также смешанная оценка (методу DCF и по методу сравнительных коэффициентов). Все рекомендации выставляются исходя из определенной нами справедливой стоимости акций в последующие 12 месяцев.

В настоящее время инвестиционная шкала ИК «ВЕЛЕС Капитал» представлена следующим образом:

ПОКУПАТЬ – соответствует потенциалу роста акций в последующие 12 месяцев на 10% и более.

ДЕРЖАТЬ – соответствует потенциалу роста (снижения) акций в последующие 12 месяцев от -10% до 10%.

ПРОДАВАТЬ – соответствует потенциалу снижения акций в последующие 12 месяцев на 10% и более.

В некоторых случаях возможны отклонения от указанных выше диапазонов оценки, исходя из которых устанавливаются рекомендации, что связано с высокой волатильностью некоторых бумаг в частности и рынка в целом, а также с индивидуальными характеристиками того или иного эмитента.

Для получения дополнительной информации и разъяснений просьба обращаться в Аналитическое управление ИК «ВЕЛЕС Капитал».



Департамент активных операций

Евгений Шиленков
Директор департамента
EShilnikov@veles-capital.ru

Александр Цветков
Начальник управления фондовых операций
ATsvetkov@veles-capital.ru

Павел Алтухов
Зам. начальника управления фондовых операций
PAltukhov@veles-capital.ru

Алексей Никогосов
Старший трейдер
ANikogosov@veles-capital.ru

Владимир Наумов
Трейдер
VNaumov@veles-capital.ru

Роман Назаров
Начальник отдела брокерских операций на рынке
акций
RNazarov@veles-capital.ru

Михаил Кантолинский
Старший сейлз-трейдер
Kantolinsky@veles-capital.ru

Владимир Мартыненко
Старший сейлз-трейдер
VMartynenko@veles-capital.ru

Артем Кокорев
Сейлз Трейдер
AKokorev@veles-capital.ru

Алексей Костиков
Сейлз Трейдер
AKostikov@veles-capital.ru

Начальник отдела привлечения клиентов
Александр Сорочкин
ASorochkin@veles-capital.ru

Аналитический департамент

Иван Манаенко
Директор департамента
IManaenko@veles-capital.ru

Артур Навроцкий
Долговые рынки
ANavrotsky@veles-capital.ru

Юрий Кравченко
Банковский сектор, Денежный рынок
YKravchenko@veles-capital.ru

Александр Сидоров
Нефтегазовый сектор и металлургия
ASidorov@veles-capital.ru

Алексей Адонин
Электроэнергетика
AAdonin@veles-capital.ru

Артем Михайлин
Телекоммуникации и IT
AMykhailin@veles-capital.ru

Айнур Дуйсембаева, CFA
Глобальные рынки
ADuisembaeva@veles-capital.ru