

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

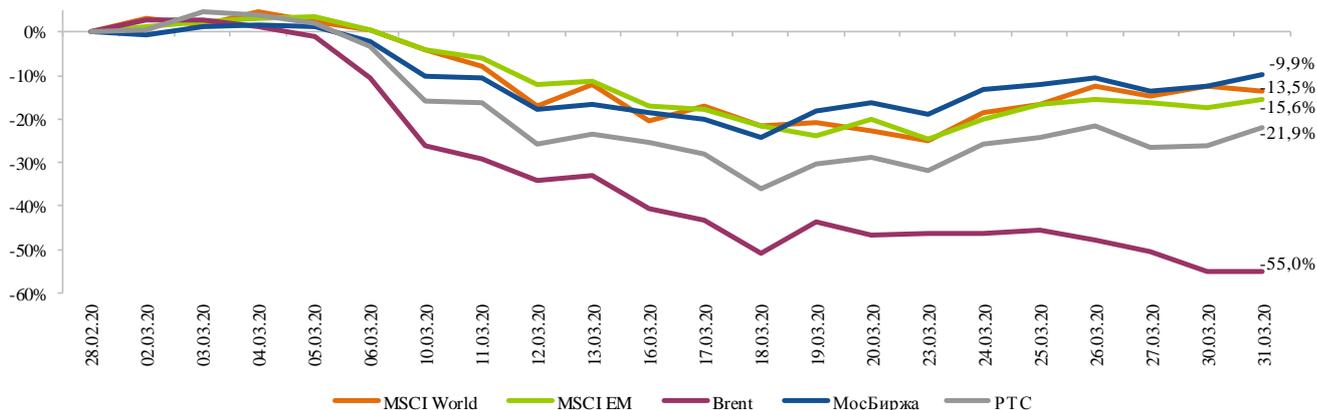


**Рынок акций ПАО «МРСК Центра»  
в марте 2020 года,  
прогнозы и рекомендации аналитиков  
по акциям  
ПАО «МРСК Центра»**

Москва, апрель 2020 г.

## Международные и российский рынки акций

В марте индексы развитых стран MSCI World и развивающихся рынков MSCI EM упали на 13,5% и 15,6% соответственно.



Мировые фондовые рынки в марте продолжили падение на опасениях, что распространение Covid-19 и принимаемые правительствами карантинные ограничения приведут к глубокой рецессии глобальной экономики.

Всемирная организация здравоохранения признала пандемией ситуацию с распространением нового коронавируса. По данным ВОЗ, в марте количество случаев заражения вирусом Covid-19 в мире увеличилось в 9,5 раз, до 824 тыс., практически все новые случаи были зарегистрированы за пределами Китая – число инфицированных подскочило в 103 раза, до 741 тыс. Эпикентр пандемии, еще в начале марта находившийся в Китае, во второй половине месяца переместился в Италию, в конце марта – в США.

Введенные по всему миру жесткие карантинные меры, разрушившие глобальные производственные цепочки, фактически парализовавшие сферу услуг и ограничившие работу многих предприятий, не связанных с выпуском жизненно важной продукции, уже нашли свое отражение в мировой статистике.

Индексы деловой активности в Китае в феврале, в США и еврозоне в марте рухнули до исторических минимумов. В США число заявок на пособие по безработице подскочило до рекордных 3,3 млн, падение индекса потребительского доверия в марте до минимума с октября 2016 года стало четвертым максимальным по величине почти за полвека. В Германии индекс делового климата опустился в марте до минимумов с 2009 года, зафиксировав самое резкое падение с момента воссоединения страны.

На этом фоне у экономистов исчезли последние сомнения в том, что мировая экономика вступает в рецессию, открытыми пока остаются вопросы только в отношении ее глубины и продолжительности.

Глава МВФ заявила, что глобальная экономика погрузилась в рецессию, как минимум не меньшую, чем в 2009 году, предупредив, что восстановление в 2021 году может начаться лишь в том случае, если удастся сдержать распространение Covid-19. По мнению экспертов МВФ, с наибольшими проблемами столкнутся emerging markets – остановка экономики, отток капитала, ценовой шок для экспортеров сырья. Совокупную потребность развивающихся рынков в финансировании в МВФ оценили в \$2,5 трлн.

В настоящее время один из самых мрачных прогнозов для мировой экономики представил Институт международных финансов – эксперты ждут падения глобального ВВП в 2020 году на 1,5%. «... пандемия COVID-19, ценовая война ОПЕК и растущий кредитный стресс на развитых и развивающихся рынках продолжают коренным образом менять картину», – говорится в отчете.

На минимумах марта (к закрытию 28 февраля) падение сводных индексов MSCI World и MSCI EM превышало 25%. Развороту фондовых рынков способствовали принимаемые по всему миру беспрецедентные по масштабам монетарные и фискальные меры поддержки экономики, вселившие в инвесторов надежды на ускоренное восстановление после завершения пандемии.

По оценке Reuters, общий объем монетарных и фискальных стимулов составит более \$10 трлн – страны G20 сообщили о вложении в мировую экономику около \$5 трлн, еще \$5,7 трлн предложили пять ведущих мировых ЦБ.

Более половины этого гигантского объема помощи приходится на США – монетарные меры ФРС, отказавшейся от любых ограничений при реализации программы QE, оцениваются в \$3,4 трлн, еще \$2,2 трлн будут направлены на поддержку экономики в соответствии с принятым законом об экстренной помощи экономике.

В свою очередь, ЕЦБ принял решение о запуске программы покупки облигаций на €750 млрд, Еврокомиссия сняла бюджетные ограничения для стран Евросоюза, ЕС дополнительно рассматривает возможность выделения €500 млрд в рамках Европейского стабилизационного механизма.

Дополнительную поддержку инвесторам в конце месяца оказала китайская статистика, подтвердившая возможность V-образного восстановления экономики. По данным Государственного статуправления, в марте PMI в промышленности взлетел до 54 пунктов с 35,7 пункта месяцем ранее, PMI в сфере услуг – до 52,3 пункта с 29,6 в феврале. Кроме того, Минпром КНР сообщил, что почти 99% крупных предприятий по всей стране возобновили работу.

**Индекс МосБиржи** в марте потерял 9,9% вслед за распродажами на мировых рынках. Более чем двукратное падение нефтяных цен в большей степени отразилось на динамике индекса РТС, который потерял 22% главным образом за счет ослабления рубля – пара доллар-рубли в марте выросла на 17%.

Котировки Brent рухнули на 55% – развал сделки ОПЕК+ наложилась на падение спроса из-за сокращения деловой активности после введения карантинных мер:

- После отказа России присоединиться к новому соглашению о снижении добычи, Саудовская Аравия объявила о ряде шагов для увеличения своей доли на мировом рынке нефти, фактически развязав ценовую войну. Во-первых, Эр-Рияд предложил 20%-е скидки покупателям для апрельских поставок, во-вторых, Саудовская Аравия намерена увеличить добычу с текущих 9,7 млн баррелей в сутки (б/с) до 12,3 млн в апреле и далее – до 13 млн б/с.
- По оценке ряда экспертов, в том числе МЭА, глобальный спрос на нефть в ближайшее время может рухнуть на 20-25%. При этом, пишет Bloomberg, отраслевые аналитики предупреждают, что мир находится на грани исчерпания свободного места для хранения невостребованной нефти – это может случиться уже через три месяца.

Собственный новостной фон носил нейтральный характер:

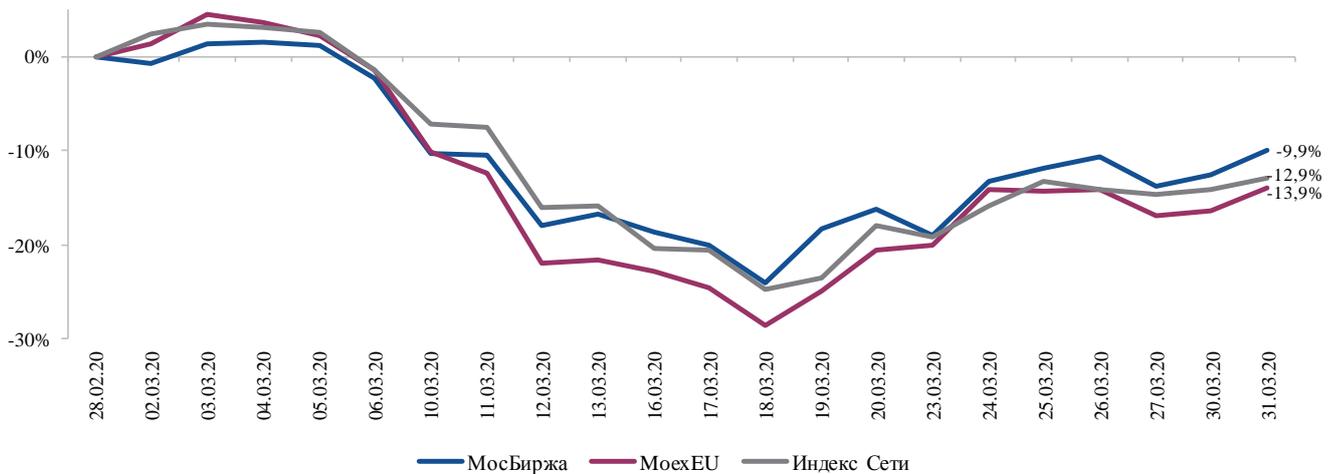
- Банк России, как и ожидалось большинством аналитиков, сохранил базовую процентную ставку на уровне 6%. Подчеркнув, что в феврале-марте события развиваются с существенным отклонением от базового сценария и признав риски для инфляции и экономики от последствий коронавируса и обвала цен на нефть, регулятор дал нейтральный сигнал о будущей направленности ДКП. Как говорится в заявлении, решения по ставке будут приниматься с учетом динамики инфляции, развития экономики, оценки внутренних и внешних рисков и реакции на них финансовых рынков.
- Президент РФ заявил, что правительство и ЦБ выделяют по 1,2% ВВП на борьбу с последствиями пандемии. В числе первоочередных мер СМИ отмечают денежные выплаты населению, увеличение пособия по безработице, введение налоговых и кредитных каникул для субъектов МСП, снижение страховых взносов для МСП.

- Агентство S&P подтвердило рейтинг РФ на уровне «BBB-», прогноз – «стабильный». Аналитики, снизив прогнозы среднегодовой стоимости нефти Brent в два раза, до \$30 за баррель, и, отметив неизбежность глобальной рецессии, полагают, что Россия все же сможет справиться с этими шоками. «... взвешенная макроэкономическая политика, в том числе гибкий обменный курс и консервативное бюджетное правило, а также сильная позиция внешнего нетто-кредитора и низкий уровень государственного долга должны позволить экономике страны адаптироваться к этим изменившимся условиям», – считают в S&P.
- Агентства Fitch и Moody's ожидают роста напряженности в банковской системе РФ. В Fitch ухудшили прогноз банковского сектора РФ со «стабильного» на «негативный». Как говорится в сообщении, экономическое давление, вызванное распространением коронавируса и снижением цен на нефть, является отрицательным фактором для банков, и может привести к негативным рейтинговым действиям. В свою очередь, в Moody's отметили, что из-за кредитных каникул для населения и МСП банки могут потерять более 150 млрд руб. процентных доходов, а новый налог на доход по вкладам, превышающим 1 млн руб., может привести к оттоку таких вкладчиков.
- По данным Росстата, в феврале рост объемов промышленного производства ускорился до 3,3% г/г после роста на 1,1% в январе, оборота розничной торговли – до 4,7% с 2,7% в январе. Безработица в феврале снизилась до 4,6% с 4,7% в январе. По мнению аналитиков, основная причина увеличения темпов роста промпроизводства и розницы – високосный год.
- По оценке Минфина, федеральный бюджет в январе-феврале исполнен с дефицитом 272,2 млрд руб., или 1,7% ВВП. Глава Минфина сообщил, что при текущих ценах на нефть нефтегазовые доходы бюджета в 2020 году сократятся примерно на 2 трлн руб., дефицит бюджета составит около 0,9% ВВП вместо запланированного профицита на уровне 0,8%.
- Банк России сообщил, что в январе-феврале профицит счета текущих операций уменьшился на 29% г/г, до \$16,0 млрд, профицит внешней торговли – на 26%, до \$22,8 млрд, отток капитала – в 1,4 раза, до \$12,7 млрд. Как отмечается в комментарии ЦБ, снижение профицита текущего счета платежного баланса было обусловлено главным образом неблагоприятной мировой ценовой конъюнктуры в феврале и снижением экспорта топливно-энергетических товаров.
- По данным Росстата, инфляция с 17 по 23 марта ускорилась до 0,3% после трех недель по 0,1%, с начала года цены увеличились на 1,3%. В годовом выражении, по оценке Интерфакса, темпы роста потребительских цен повысились до 2,5% с 2,3%, сохранявшихся с конца февраля. Как отмечает Интерфакс, годовая инфляция выросла впервые с марта 2019 года, когда был достигнут пик на фоне повышения НДС, после чего она все время замедлялась, достигнув минимума в 2,3%.

По мнению аналитиков, текущее ускорение роста цен объясняется ажиотажным спросом на продукты питания, а эффект от ослабления рубля начнет проявляться в течение 3-6 месяцев. При этом эксперты отмечают существенное расхождение инфляционных ожиданий предприятий и населения. По данным ЦБ, ценовые ожидания населения на ближайший год снизились до 7,9% в феврале с 8,3% в январе, тогда как у предприятий инфляционные ожидания подскочили с 8,3% до максимальных с 2014 года 13,2%. Регулятор, пишут Ведомости, объясняет такой рост повышением неопределенности внешних условий и добавлением в анкету новых вопросов.

## Рынок акций компаний электроэнергетики

Индекс электроэнергетики МоехЕU в отчетном периоде снизился на 13,9%. Индекс Сети, отражающий среднюю динамику акций компаний электросетевого сектора, потерял 12,9%.



Индекс электроэнергетики в марте продемонстрировал опережающую негативную динамику в сравнении с индексом МосБиржи в основном за счет акций ФСК и Россетей.

Новостной фон для сектора в целом носил нейтральный характер:

- По информации Коммерсанта, вице-премьер Ю.Борисов поручил Минэнерго, Минэкономики, Минпромторгу, Минприроды, ФАС совместно с Советом рынка и РСПП до 1 апреля оценить возможность сокращения нерыночных добавок к цене на мощность на ОРЭМ за счет оптимизации отдельных программ развития в электроэнергетике. Речь, пишет Коммерсант, идет о проектах, которые оплачиваются за счет надбавок к цене на мощность – строительство новых АЭС, ГЭС, ВИЭ, мусоросжигающих ТЭС (МТЭС) и программы модернизации старой генерации. Ведомства, следует из поручения, должны предложить варианты сокращения этих надбавок, в том числе через иные источники финансирования и внедрение конкурентных механизмов.

Также Минэкономики, Минфину и ФАС поручено оценить, возможно ли переложить нагрузку по снижению цен для отдельных регионов на бюджет. Речь идет о регионах Северного Кавказа, Туве, Карелии и Бурятии, которые ушли с оптового энергорынка обратно на тариф, что привело к росту цен в других регионах. На бюджет могут переложить и субсидию на выравнивание энерготарифов в отдельных регионах Дальнего Востока.

Глава сообщества потребителей энергии В.Киселев заявил, что подобные поручения давно назрели – по оценке, потребителей, потенциал сокращения затрат в электроэнергетике составляет примерно треть платежей, или около 1 трлн руб. в год.

В ВТБ Капитале напомнили, что мировая практика – это движение к оплате экономически справедливой цены всеми потребителями и адресная поддержка социально незащищенных слоев за счет бюджетных средств. Но в данном случае, отметили эксперты, предлагается поддерживать всех, без учета экономического состояния реципиентов, что неэффективно.

- Коммерсант сообщил, что премьер-министр РФ поручил Минэнерго и Минюсту внести в правительство проекты нормативных правовых актов в части отмены введения лицензирования энергосбытовой деятельности.

Как напоминает газета, Минэнерго много лет продвигало введение лицензий после громких скандалов с банкротством сбытов. Закон о лицензировании был принят еще в 2017 году и должен был убрать с рынка злостных неплательщиков, имеющих долги перед сетевым комплексом и оптовым энергорынком. Согласно последним изменениям, энергосбытовые компании (ЭСК) и гарантирующие поставщики (ГП) должны получить лицензии до 1 июля.

Процесс должен был начаться с января, однако затормозился, поскольку правительство так и не утвердило проект постановления, в котором детально определен процесс лицензирования. Участники рынка, пишет Коммерсант, опасались, что не успеют пройти процедуру лицензирования, и называли 20 марта крайним сроком для начала процесса оформления документов.

При этом в ФАС считают, что принятие нормы по лицензированию может ограничить конкуренцию, что приведет к росту издержек. В свою очередь, глава Ассоциации ГП и ЭСК отметила, что сбыты и так зарегулированы в части взаимоотношений с потребителями, к ним уже сейчас применяются наиболее жесткие требования в части соблюдения финансовой дисциплины.

По мнению аналитиков ВТБ Капитала, лицензирование было направлено против слабых игроков, снижая риски взрывного роста неплатежей и сохранения средств всех участников энергорынка. Отмена лицензирования, полагают эксперты, приведет к остановке процесса укрупнения сбытов и повышению конкуренции, но одновременно может и вызывать ускорение роста задолженности и неплатежей в энергосистеме.

- Совет производителей энергии (СПЭ) сообщил, что генкомпания завершили подписание соглашений об урегулировании долгов основных сбытов Северного Кавказа, Тывы и Калмыкии. *«... были заключены соглашения по реструктуризации с объёмом порядка 85% задолженности, которая к началу 2020 года составила 66,8 млрд рублей (рост с 2011 года – в 3,8 раза)»,* – говорится в пресс-релизе.

Соглашения в том числе предусматривают обеспечение 100% уровня оплаты сбытовыми компаниями Россетей текущих платежей с 1 июля 2020 года, в том числе при финансовой поддержке холдинга, и реструктуризацию задолженности гарантирующих поставщиков со сроком погашения 4-5 лет *«на условиях платности и фиксации иных важных для генерирующих компаний условий».*

Как отметили в СПЭ, достигнутые договоренности, по урегулированию задолженности стали возможны в том числе за счет мероприятий, проводимых Россетями по повышению эффективности взыскания задолженности с потребителей, улучшению платежной дисциплины потребителей, а также снижению сверхнормативных потерь в электрических сетях региональных сетевых компаний.

- По информации газеты Известия, председатель Совета Федерации выступила с инициативой ввести единую госполитику формирования тарифов на электроэнергию. Как сообщили Известиям в комитете СФ по бюджету и финансовым рынкам, эта инициатива предполагает выравнивание расценок в регионах как минимум до средних по стране – 3,4 рубля за 1 кВт.ч. Выравнивание тарифов должно привести к снижению цен примерно на 50% в убыточных субъектах, уверены в СФ. Там, где тарифы уже сейчас меньше этого значения, повышения стоимости электроэнергии не будет. Планируется, что частично инициатива будет реализована за счет госсубсидирования.

По словам члена комитета СФ по бюджету и финансовым рынкам В.Семенова, председатель правительства уже поручил проработать инициативу председателя СФ. В ближайшее время, заявил сенатор, правительство и Совфед определят формат и составят график работы, Госдума, региональные власти и компании тоже будут привлечены к диалогу. *«При хорошем развитии событий»*, считает сенатор, новые тарифы могут появиться в первой половине 2021 года.

- Интерфакс сообщил, что Госдума приняла постановление, в котором депутаты нижней палаты выступили за ограничение практики появления новых территорий с особыми условиями ценообразования на электроэнергию и за развитие конкурентных отношений в области ее сбыта. В документе также обращается внимание на значительное число нерыночных надбавок к цене на мощность на оптовом рынке электрической энергии и мощности, которые существенно увеличивают конечную стоимость электроэнергии и искажают конкурентное ценообразование на данном рынке, сокращая спектр рыночных механизмов. Депутаты предлагают правительству рассмотреть возможность разработки законопроекта, направленного на сокращение и оптимизацию числа таких нерыночных надбавок.

Правительству также предлагается проработать вопрос о поэтапном сокращении всех видов перекрестного субсидирования, в том числе в электросетевом комплексе. Причем проблеме перекрестного субсидирования в электроэнергетике парламентарии предлагают решать одновременно с повышением эффективности отрасли в целом.

- Интерфакс сообщил, что большая часть разногласий профильных ведомств по обсуждаемому проекту Энергостратегии РФ до 2035 года касаются электроэнергетики.

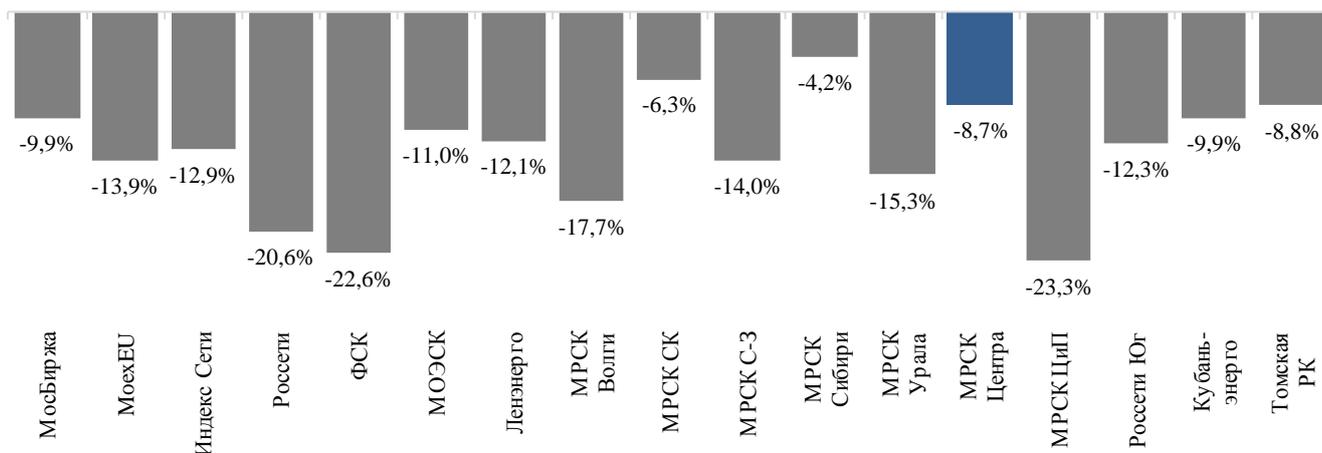
В частности, в отношении тарифов на электроэнергию Минэкономразвития, отметив отсутствие в проекте документа прогноза их изменения, предложило в качестве основной цели обозначить в стратегии обеспечение сдерживания роста тарифов на электроэнергию на уровне не выше инфляции. В свою очередь, для Минфина ключевым моментом стало перекрестное субсидирование, сокращение которого, отметили в ведомстве, не приведет к росту инвестиций в энергетику, а лишь увеличит маржинальный доход компаний. Помимо этого, Минфин опасается и роста бюджетных расходов из-за необходимости компенсации компаниям разницы между экономически обоснованным и утвержденным регулятором тарифами.

- По данным Системного оператора, потребление электроэнергии в России в феврале увеличилось на 1,5% г/г, до 94,6 млрд кВт.ч, в ЕЭС России – на 1,4%, до 93,1 млрд кВт.ч. *«Прирост обусловлен наличием дополнительного дня високосного года»*, – отметили в операторе. Если не учитывать 29 февраля, то потребление в России сократилось на 1,9%, в ЕЭС России – на 2%. Производство электроэнергии в феврале в России увеличилось на 0,6%, составив 95,6 млрд кВт.ч, в ЕЭС – на 0,5%, до 94,1 млрд кВт.ч.

- По данным Росстата, производство электроэнергии в России в январе-феврале уменьшилось на 0,9% г/г, до 202 млрд кВт.ч. В частности, ТЭС выработали 134 млрд кВт.ч (-4,4%), АЭС – 35,5 млрд кВт.ч (-4,7%). При этом ГЭС нарастили выработку на 22,3%, до 33,3 млрд кВт.ч.

## Рынок акций электросетевых компаний

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



Акции электросетевых компаний завершили март падением вслед за активными продажами на российском рынке в целом.

Новостной фон для компаний электросетевого сегмента носил нейтральный характер:

- Основные сетевые ДЗО Россетей отчитались по МСФО за 2019 год. Суммарная выручка компаний увеличилась на 0,8% г/г, до 1,143 трлн руб., сальдированная чистая прибыль снизилась на 13,7%, до 109,8 млрд руб. Основной вклад в уменьшение прибыли компаний сектора внесло увеличение чистого убытка МРСК Северного Кавказа на 121% г/г, до 17,5 млрд руб.

| ДЗО                      | Выручка, млрд руб. |               |             | Чистая прибыль / убыток, млрд руб. |              |               |
|--------------------------|--------------------|---------------|-------------|------------------------------------|--------------|---------------|
|                          | 2019               | 2018          | Изм, %, г/г | 2019                               | 2018         | Изм, %, г/г   |
| ФСК ЕЭС                  | 249,6              | 254,0         | -1,7%       | 86,6                               | 92,8         | -6,7%         |
| МРСК Центра              | 94,6               | 93,9          | 0,8%        | 3,2                                | 3,0          | 5,3%          |
| МРСК Северо-Запада       | 49,1               | 64,9          | -24,2%      | 1,1                                | 1,1          | -5,7%         |
| МРСК Центра и Приволжья  | 96,5               | 94,2          | 2,5%        | 6,7                                | 11,7         | -43,0%        |
| МРСК Волги               | 63,0               | 63,7          | -1,1%       | 3,9                                | 5,7          | -31,5%        |
| МРСК Урала               | 106,1              | 100,3         | 5,8%        | 2,8                                | 0,6          | 330,9%        |
| МРСК Сибири              | 59,1               | 57,1          | 3,6%        | 0,5                                | 0,4          | 13,6%         |
| Россети Юг               | 38,0               | 36,5          | 4,0%        | -3,3                               | 0,7          | -             |
| МРСК Северного Кавказа   | 21,3               | 19,8          | 7,6%        | -17,5                              | -7,9         | 121,2%        |
| Кубаньэнерго             | 51,1               | 46,5          | 9,9%        | 3,0                                | 0,8          | 277,6%        |
| МОЭСК                    | 161,5              | 159,5         | 1,2%        | 8,1                                | 6,6          | 23,1%         |
| Ленэнерго                | 82,7               | 78,0          | 6,0%        | 12,0                               | 10,6         | 12,8%         |
| Тюменьэнерго             | 63,5               | 58,8          | 7,9%        | 2,5                                | 0,8          | 227,1%        |
| Томская РК               | 7,2                | 6,7           | 7,6%        | 0,3                                | 0,1          | 154,4%        |
| <b>Итого по МРСК/РСК</b> | <b>893,7</b>       | <b>879,8</b>  | <b>1,6%</b> | <b>23,1</b>                        | <b>34,3</b>  | <b>-32,5%</b> |
| <b>Итого по ДЗО</b>      | <b>1143,3</b>      | <b>1133,8</b> | <b>0,8%</b> | <b>109,8</b>                       | <b>127,1</b> | <b>-13,7%</b> |

- Коммерсант со ссылкой на письмо главы Минэкономразвития вице-премьеру Ю.Борисову сообщил, что министерство поддержало позицию Минэнерго и Россетей о необходимости дифференциации единого тарифа ФСК. Минэнерго, напоминая Коммерсант, предлагало повысить тариф для прямых потребителей ФСК на 100% за три года. Прежде Минэкономики выступало против этого, но теперь предлагает лишь сделать рост тарифа для прямых потребителей ФСК более плавным, растянув его на пять лет, и на семь лет – для новых потребителей, уже принявших решение о присоединении к сетям ФСК.

В то же время, отмечает Коммерсант, в письме главы Минэкономики не приводится оценка влияния законопроекта на экономическое развитие, бюджетные организации и потребителей распределительного комплекса, а также не указаны меры по снижению объема перекрестного субсидирования, как это ранее поручал первый вице-премьер.

- Минэкономразвития поддерживает предложение Минэнерго о дифференциации тарифов ФСК и считает необходимым установить переходный период для адаптации крупных игроков. Об этом, пишет ТАСС, сообщил в Instagram глава министерства по итогам совещания с крупнейшими потребителями электрической энергии по оценке последствий от дифференциации тарифов. *«Нужно разработать справедливую модель тарифообразования, которая позволит снизить тарифы для сельхозпредприятий, машиностроения, социальной сферы, малого и среднего бизнеса без резкого их повышения для промышленных гигантов. Поддерживаю предложения, которые внесло на эту тему Минэнерго. Считаю, что следует установить переходный период, чтобы крупные игроки постепенно адаптировались к новым правилам»*, – цитирует ТАСС сообщение министра.

- Дифференцированный тариф на передачу энергии по магистральным сетям практически не снижает нагрузки с потребителей, подключенных к распределительным сетям, но больно ударит по крупной промышленности, пишут Ведомости со ссылкой на обзор Vygon Consulting о последствиях введения дифференцированного тарифа ФСК.

По оценкам Vygon Consulting, для потребителей ФСК тариф может вырасти в два (в некоторых регионах – в три) раза, а в целом рост затрат на электроэнергию составит 10-20%. *«Это снизит конкурентоспособность российских товаров на внешних рынках и фактически поставит под вопрос выполнение государственной задачи наращивания несырьевого экспорта»*, – говорится в обзоре. Дополнительные затраты этих компаний оцениваются в 29 млрд руб.

Рост тарифа ФСК, по расчетам экспертов, снизит инвестиционный потенциал компаний на 185-200 млрд руб. Инвестресурсы могут быть перенаправлены с проектов активного развития на создание собственной генерации, привлекательность которой вырастет. В целом сокращение экспорта и инвестиций может привести к сокращению ВВП на 0,2% ежегодно, а запуск собственной генерации – до 1% ВВП. При этом, отмечают в Vygon Consulting, задача по снижению нагрузки перекрестного субсидирования на потребителей распределительных сетей не будет решена. Снижение составит в среднем не более 16 коп./кВт ч, т.е. не более 3% в конечной цене.

В свою очередь, в Россетях подчеркнули, что дифференциация тарифов ФСК направлена на *«обеспечение прозрачности и справедливости распределения нагрузки по перекрестному субсидированию между категориями бизнеса»*. По оценкам компании, рост цены на электроэнергию для крупных потребителей в среднем не превысит 10% в год. При этом снижение тарифа распределительного комплекса ожидается в среднем на 6%, а в некоторых регионах больше. В результате, дифференциация тарифа ФСК приведет к росту ВВП на 75 млрд руб. в год.

### **Россети**

- Россети представили финансовую отчетность за 2019 год, провели телеконференцию:
  - По МСФО выручка увеличилась на 0,8% г/г, до 1,03 трлн руб., чистая прибыль снизилась на 15,5%, до 105,3 млрд руб. По РСБУ прибыль составила 135,2 млрд руб. после убытка годом ранее.
  - Россети планируют выплачивать дивиденды, заинтересованы в сохранении положительной динамики по дивидендным выплатам.
  - Компания формирует прозрачный механизм для расчета дивидендов, чтобы все корректировки и расчет базы для дивидендов содержались в финансовой отчетности. Обсуждение дивидендной политики с профильными ведомствами планируется завершить в первом полугодии.
  - Россети вернутся к вопросу о возможной выплате промежуточных дивидендов «дочками» по итогам их работы в первом полугодии.
  - Объем инвестпрограммы в 2020-2024 гг. составит 1,1 трлн руб. в, из которых 49% придется на модернизацию основных средств, 30% – на техприсоединение, 12% – на развитие сетей.
  - Энергохолдинг устраивает текущая доля в МРСК Сибири, но Россети готовы рассмотреть предложения о приобретении доли миноритариев в случае их интереса.

Аналитики в целом нейтрально прокомментировали отчетность холдинга.

*«Консенсус-оценки нет, но результаты в целом выглядят нейтрально. Основным драйвером стоимости акций в ближайшей перспективе является дивидендная политика. Нам нравится инвестиционный кейс Россетей с фундаментальной точки зрения, хотя мы отмечаем, что акции компании очень волатильны в условиях турбулентности на рынках»,* – отметили в Атоне.

По мнению аналитиков ВТБ Капитала, у Россетей достаточно средств, чтобы заплатить дивиденды как минимум на уровне прошлого года, а при годовом росте дивиденда ФСК – и существенно больше. Тем не менее, считают эксперты, решение по дивидендам логично отложить на более поздний срок, после прохождения пика заболевания коронавирусом в России – эпидемия может отрицательно повлиять на спрос на электроэнергию, может привести к росту неплатежей в секторе и накоплению дебиторской задолженности, а также принятию ограничительных регуляторных мер.

- Газпромбанк повысил прогнозную стоимость обыкновенных акций Россетей в 1,5 раза, до 1,15 руб., подтвердив рекомендацию «держать» для этих бумаг.

В обновленной модели аналитики учли отчетность за 2019 год и уточненные планы капвложений компании. Кроме того, новые оценки частично отражают ожидаемое улучшение дивидендной политики – в своих прогнозах эксперты исходят из того, что на дивидендные выплаты будут направляться 75% дивидендов ДЗО. *«Мы видим дополнительные источники инвестиционной привлекательности Россетей, однако они еще не реализованы в полную силу. В их числе: а) регулятивные изменения в электросетевом секторе; б) повышение операционной эффективности компании благодаря программе «цифровой трансформации» и новой стратегии до 2030 г.; г) возможность частичной консолидации дочерних компаний, что может привести к снижению холдингового дисконта»,* – говорится в обзоре.

### **ФСК**

- ФСК отчиталась по МСФО за 2019 год, провела телеконференцию:
  - Выручка снизилась на 1,7% г/г, до 249,6 млрд руб., скорректированная EBITDA увеличилась на 1,9%, до 136,2 млрд руб., скорректированная чистая прибыль снизилась на 8%, до 83,7 млрд руб. FCF составил 24,5 млрд руб.
  - Компания подтвердила прогноз по выплате дивидендов за 2019 год – на уровне не ниже выплат по итогам 2018 года (20,5 млрд руб.).

Отраслевые аналитики полагают, что отчетность ФСК нейтральна для динамики акций.

В частности, эксперты ВТБ Капитала обратили внимание на прогнозируемое сокращение выручки от технологического присоединения – проектов по ДПМ в 2019 году уже не было, как и крупных вводов атомных мощностей. *«В среднесрочной перспективе ждем восстановления показателя по мере возобновления проектов в рамках программы модернизации старых ТЭС и увеличения вводов ВИЭ-мощностей»,* – сообщили аналитики.

В Газпромбанке позитивным моментом назвали рост свободного денежного потока до 24,5 млрд руб. и снижение чистого долга до 177 млрд руб., что создает возможности для повышения дивидендов. При этом эксперты полагают, что эффект новой программы ДПМ с точки зрения роста выручки от техприсоединения будет менее значительным в сравнении с первой программой ДПМ, поскольку касается модернизации существующих блоков, а не строительства новых.

ВТБ Капитал по факту публикации отчетности снизил оценку акций ФСК на 12%, до 0,22 руб., подтвердив рекомендацию «держать» для этих бумаг. Пересмотр оценки эксперты объяснили снижением выручки от техприсоединения и ростом орех.

По мнению экспертов, у ФСК одна из самых предсказуемых и привлекательных бизнес-моделей для нециклических отраслей – компания обеспечивает хорошую дивидендность и стабильную прибыльность. На этом фоне, полагают эксперты, инвесторы могут рассматривать бумаги компании как альтернативу банковским депозитам. При этом акции выигрывают как от постепенного улучшения операционных показателей, так и общего снижения ставок в России. В целом, по мнению аналитиков, динамика котировок акций ФСК будет по большей части определяться корреляцией между дивидендностью и доходностью гособлигаций. В числе

основных рисков для инвестиционной привлекательности акций ФСК в ВТБ Капитале называют снижение объемов техприсоединения и неопределенность, связанную с предстоящей консолидацией сетевого сектора и решением передать функции исполнительного руководства и казначейства ФСК Россетям.

- Аналитики ВТБ Капитала подтвердили целевую цену акций ФСК на уровне 0,22 руб., повысив при этом рекомендацию до «покупать» с «держат» в связи с 30%-м падением котировок со своего пика 21 февраля 2020 года.

Как отмечается в обзоре, эксперты считают такое снижение стоимости акций неоправданным, учитывая фундаментальные преимущества компании. Отчетность по МСФО за 2019 год демонстрирует стабильную прибыльность, волатильность прибыли отсутствует в течение всего периода прогнозирования. Дивидендный минимум на уровне 0,016 руб. подразумевает текущую доходность 9,4%, траектория роста дивидендов обеспечит дивдоходность 18,7% по итогам 2025 года. Аналитики пока не учитывают в своей модели неопределенность, связанную с консолидацией ФСК Россетями, до появления конкретных параметров реализации этой схемы. Тем не менее эксперты полагают, что такой шаг вряд ли будет разрушающим для стоимости для миноритарных акционеров.

- Аналитики БКС в рамках пересмотра сектора снизили оценку акций ФСК на 7%, до 0,25 руб., подтвердив рекомендацию «покупать» для этих бумаг. *«Мы понизили прогноз роста цен на электроэнергию на 2020 г. и 2021 г. с 3% до -3% и 0% соответственно по итогам ухудшения оценки ВВП. Ускорение инфляции окажет давление и на рентабельность регулируемых сегментов компаний»*, – говорится в обзоре. В то же время, по мнению экспертов, влияние на ФСК нового макроэкономического сценария будет ограничено.

- Газпромбанк повысил оценку акций ФСК на 18%, до 0,2 руб. и рекомендацию для этих бумаг – с «держат» до «покупать». Аналитики скорректировали модель оценки ФСК учетом результатов по РСБУ и МСФО, а также новых планов капвложений компании, повышение рейтинга было в том числе обусловлено снижением котировок. *«Мы считаем, что акция может предложить в среднесрочной перспективе дивидендную доходность стабильно выше 10%. При этом сочетание регулируемых тарифов с ограниченной чувствительностью изменения объемов передачи электроэнергии к изменениям ВВП делает ФСК более устойчивой к экономическим рискам в сравнении со средним уровнем других российских компаний, ориентированных на внутренний рынок»*, – говорится в обзоре.

### **МРСК**

- Аналитическое кредитное рейтинговое агентство подтвердило кредитный рейтинг Ленэнерго на уровне «AAA(RU)», прогноз – «стабильный». Кредитный рейтинг Ленэнерго, отмечается в пресс-релизе, обусловлен сильной рыночной позицией компании в регионах присутствия, умеренно сильным операционным профилем, высокой рентабельностью бизнеса, а также низким уровнем долговой нагрузки и сильной позицией по ликвидности.

Ключевые допущения АКРА: в 2020-2022 гг. средний темп индексации тарифов и средний темп инфляции составят 3% и 3,9% соответственно, реализация компанией программы капзатрат в соответствии с заявленными сроками и объемами, выплата дивидендов в соответствии с принципом не более 50% от чистой прибыли по МСФО за вычетом финансирования инвестиций.

- Рейтинговое агентство Эксперт РА подтвердило кредитный рейтинг МРСК Урала на уровне «ruAA», прогноз по рейтингу – «стабильный». Агентство, говорится в сообщении, по-прежнему оценивает бизнес-профиль как сильный. Компания занимает монопольные рыночные позиции и имеет важное значение как элемент технической инфраструктуры ЕЭС России. Компания обладает стабильной базой конечных потребителей вследствие достаточной географической диверсификации.

Как отмечается в обзоре, компания исторически поддерживает невысокий уровень общей и текущей долговой нагрузки и не планирует существенно увеличивать долг в ближайшие годы. По состоянию на 31 декабря 2019 года денежный поток от операционной деятельности покрывал 50,6% обязательств, а отношение долга к EBITDA составило 1,5х.

Аналитики Ренессанс Капитала пересмотрели прогнозные цены акций региональных распределительных компаний. Обновленные оценки отражают опубликованную отчетность за 2019 год, изменения в бизнес-планах, увеличение WACC вслед за повышением безрисковой ставки и рыночной риск-премии, а также понижение прогнозов выручки ряда МРСК вследствие негативного влияния Covid-19 на темпы роста ВВП.

Figure 13: Changes in TPs and ratings

|                    | Ticker   | CP, RUB/sh | TP, RUB/sh | Old TP, RUB/sh | Potential upside | Rating      | Old rating |
|--------------------|----------|------------|------------|----------------|------------------|-------------|------------|
| MOESK              | MSRS RM  | 0.96       | 1.07       | 1.11           | 11%              | <b>HOLD</b> | Sell       |
| Lenenergo          | LSNG RM  | 5.66       | 4.34       | 5.54           | -23%             | <b>SELL</b> | Sell       |
| Lenenergo, pref    | LSNGP RM | 120        | 145        | 142.00         | 21%              | <b>BUY</b>  | Hold       |
| MRSK Center        | MRKC RM  | 0.23       | 0.23       | 0.29           | 3%               | <b>HOLD</b> | Hold       |
| MRSK Volga         | MRKV RM  | 0.06       | 0.10       | 0.10           | 57%              | <b>BUY</b>  | Buy        |
| MRSK Center&Volga  | MRKP RM  | 0.14       | 0.18       | 0.20           | 27%              | <b>BUY</b>  | Hold       |
| MRSK Ural          | MRKU RM  | 0.13       | 0.13       | 0.13           | 4%               | <b>HOLD</b> | Sell       |
| MRSK Siberia       | MRKS RM  | 0.21       | 0.18       | 0.08           | -15%             | <b>SELL</b> | Sell       |
| Tomsk DistCo.      | TORS RM  | 0.37       | 0.31       | 0.16           | -18%             | <b>SELL</b> | Sell       |
| Tomsk DistCo pref. | TORSP RM | 0.26       | 0.27       | 0.14           | 3%               | <b>HOLD</b> | Sell       |
| Kubanenergo        | KUBE RM  | 59.9       | 30.6       | 41.8           | -49%             | <b>SELL</b> | Sell       |
| MRSK South         | MRKY RM  | 0.05       | 0.04       | 0.07           | -14%             | <b>SELL</b> | Hold       |
| MRSK North-West    | MRKZ RM  | 0.04       | 0.04       | 0.04           | 1%               | <b>HOLD</b> | Sell       |
| MRSK Caucasus      | MRKK RM  | 24.84      | 0.00       | 0.00           | -100%            | <b>SELL</b> | Sell       |

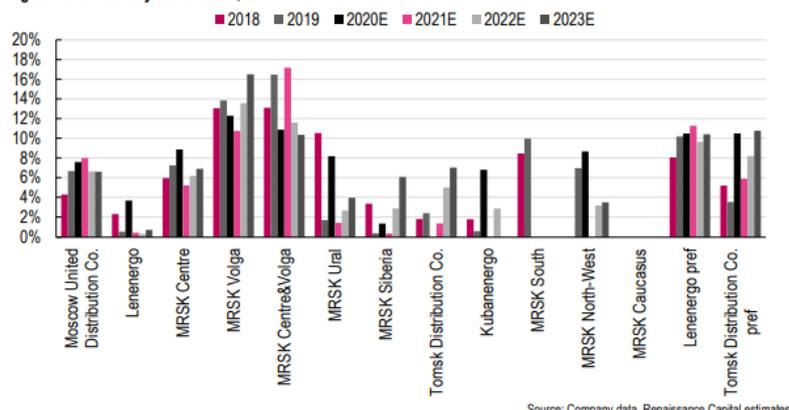
Source: Bloomberg, Renaissance Capital estimates

В обзоре отмечается, что недавняя коррекция на рынке сделала привлекательной среднесрочную дивидендность ряда компаний сектора и привела к повышению их рейтингов. В то же время рейтинг МРСК Юга был снижен до «продавать» с «держат» из-за слабых дивидендных перспектив – по итогам 2019 года дивидендов не будет из-за убытка по РСБУ, в 2020-2022 гг. эксперты не ожидают существенных выплат.

По мнению экспертов главным фактором инвестпривлекательности акций сектора остается дивидендность, а динамика дивидендов будут определяться в основном изменениями финансовых показателей. При этом, отмечают аналитики, обсуждаемая Россетями новая дивидендная политика не приведет к повышению payout ratio существенно выше 50%, учитывая сохраняющиеся значительные планы по капвложениям и достаточно высокий уровень долга в некоторых МРСК.

Отмечая малую вероятность продолжения практики выплат промежуточных дивидендов, как это было сделано по итогам 9М2019, а также невысокий размер остаточной выплаты по итогам 2019 года – в среднем 4%, аналитики Ренессанс Капитала акцентируют внимание на среднесрочных дивидендных перспективах.

Figure 12: Dividend yield forecast, %



Source: Company data, Renaissance Capital estimates

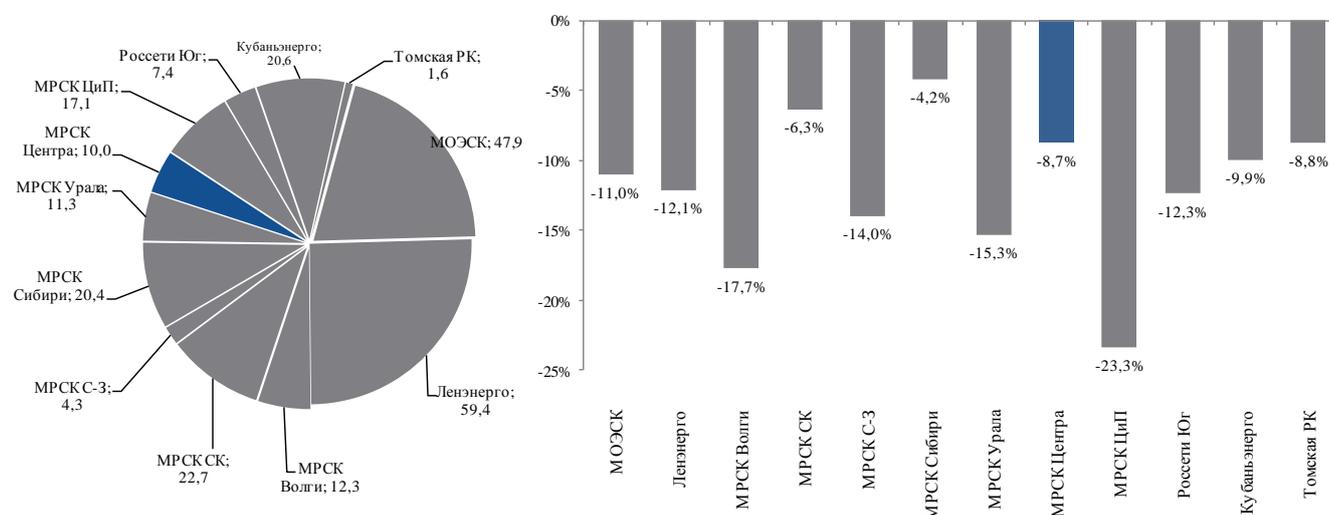
Фаворитом сектора эксперты называют МРСК Волги – средняя дивидендность акций в 2020-2022 гг. может составить 13,6%. В свою очередь МРСК Центра и Приволжья и «префы» Ленэнерго смогут обеспечить наибольшую среди МРСК дивидендность за 2020 год – 17,2% и 11,3% соответственно (при средних показателях 13,0% и 10,4% соответственно на 3-летнем временном интервале).

В части госрегулирования сетевого сектора эксперты ожидают завершение этого процесса в 2020 года. В числе основных новаций аналитики называют консолидацию ФСК на базе Россетей, введение долгосрочных тарифов, введение эталонов капзатрат для МРСК, оплату сетевого резерва, увеличение тарифов на

техприсоединение, дифференциацию тарифов ФСК, принятие новой дивидендной политики Россетей. Однако, говорится в обзоре, смена правительства и начавшийся пересмотр действующих законодательных норм, делают неясным когда и какие именно из ранее обсуждавшихся предложений будут приняты. При этом, в целом в Ренессанс Капитале считают нейтральным влияние на финансовые показатели МРСК от предлагаемых изменений в тарифном регулировании, хотя в краткосрочном периоде возможно некоторое повышение прибыльности в течение переходного периода пока потребители адаптируются к новым тарифам.

В текущей ситуации ключевым риском для сектора, по мнению аналитиков Ренессанс Капитала, стала неопределенность, связанная с будущими темпами роста спроса на электроэнергию вследствие возможного негативного воздействия коронавируса на экономическую активность в стране. В частности, внеплановая неделя выходных может значительно снизить темпы роста промпроизводства. Еще одним значимым риском в обзоре называются возможные изменения в регулировании электросетевого сегмента, которые могут сказаться на дивидендности акций МРСК – главном драйвере для котировок акций – как в большую, так и в меньшую сторону.

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

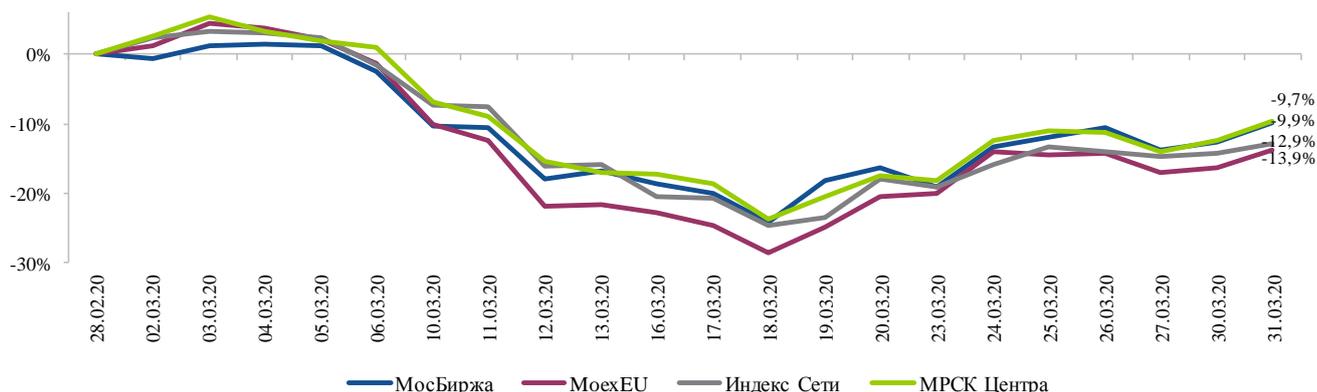


Значения капитализации МРСК в последний день отчетного и предшествующего периодов (по средневзвешенным ценам на Московской бирже) и изменения за месяц представлены в таблице:

| Общество                | Капитализация, млрд руб.<br>(по средневзвешенным ценам<br>на Московской бирже) |               | Изменение<br>за месяц |
|-------------------------|--|---------------|-----------------------|
|                         | 28 февраля 2020  | 31 марта 2020 |                       |
| МОЭСК                   | 53,8   | 47,9          | -11,0%                |
| Ленэнерго               | 67,6   | 59,4          | -12,1%                |
| МРСК Волги              | 14,9   | 12,3          | -17,7%                |
| МРСК Северного Кавказа  | 24,2   | 22,7          | -6,3%                 |
| МРСК Северо-Запада      | 4,9  | 4,3           | -14,0%                |
| МРСК Сибири             | 21,3   | 20,4          | -4,2%                 |
| МРСК Урала              | 13,4   | 11,3          | -15,3%                |
| МРСК Центра             | 11,0   | 10,0          | -8,7%                 |
| МРСК Центра и Приволжья | 22,2   | 17,1          | -23,3%                |
| МРСК Юга                | 8,4  | 7,4           | -12,3%                |
| Кубаньэнерго            | 22,9   | 20,6          | -9,9%                 |
| Томская РК              | 1,7  | 1,6           | -8,8%                 |

## Рынок акций ПАО «МРСК Центра»

Стоимость акций МРСК Центра в марте снизилась на 9,7% – лучше рынка и отраслевого индекса электроэнергетики.



МРСК Центра отчиталась по МСФО по итогам 2019 года: выручка выросла на 0,8% г/г, до 94,6 млрд руб., показатель EBITDA увеличился на 10%, до 18,9 млрд руб., чистая прибыль – на 5,3%, до 3,2 млрд руб.

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 | 32 325                 | 1 120 412 000 | 263,67          |

На Московской бирже в основном режиме торгов (Т+ основной режим) оборот по акциям МРСК Центра в отчетном периоде составил 1 120 412 000 шт., или 2,65% от общего количества акций компании. Оборот по бумагам по сравнению с предыдущим месяцем уменьшился на 28,4%, количество сделок – на 2,4%. Среднедневной объем торгов составил 53,4 млн шт. – на 35,3% ниже показателя предыдущего месяца.

По акциям МРСК Центра средний bid-ask спрэд<sup>1</sup> на Московской бирже в марте составил 0,34%, на 0,15 п.п. больше, чем месяцем ранее. Максимальный спрэд в отчетном периоде достигал 1,294% (26 марта), а минимальное значение спрэда составило 0,073% (04 марта).

<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 | 31.03.2020      | \$0,003                  | 0,230 руб.        | держать      | -3%                    |
| 2                               | Финам Малых              | 29.03.2020      | \$0,003                  | 0,270 руб.        | покупать     | 13%                    |
| 3                               | Sova Capital Тайц        | 29.07.2019      | \$0,004                  | 0,275 руб.        | держать      | 15%                    |
| <b>Консенсус</b>                |                          |                 | <b>\$0,0033</b>          | <b>0,258 руб.</b> |              | <b>8%</b>              |
| <b>Текущая цена<sup>3</sup></b> |                          |                 |                          | <b>0,238 руб.</b> |              |                        |

Источник: Московская биржа, 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

По итогам марта потенциал роста стоимости акций МРСК Центра, исходя из консенсус-прогноза аналитиков, составил 8%. За месяц показатель уменьшился на 5 п.п. – снижение цены акций было с избытком компенсировано уменьшением величины консенсус-прогноза после учета новых оценок аналитиков Ренессанс Капитала и Финама.

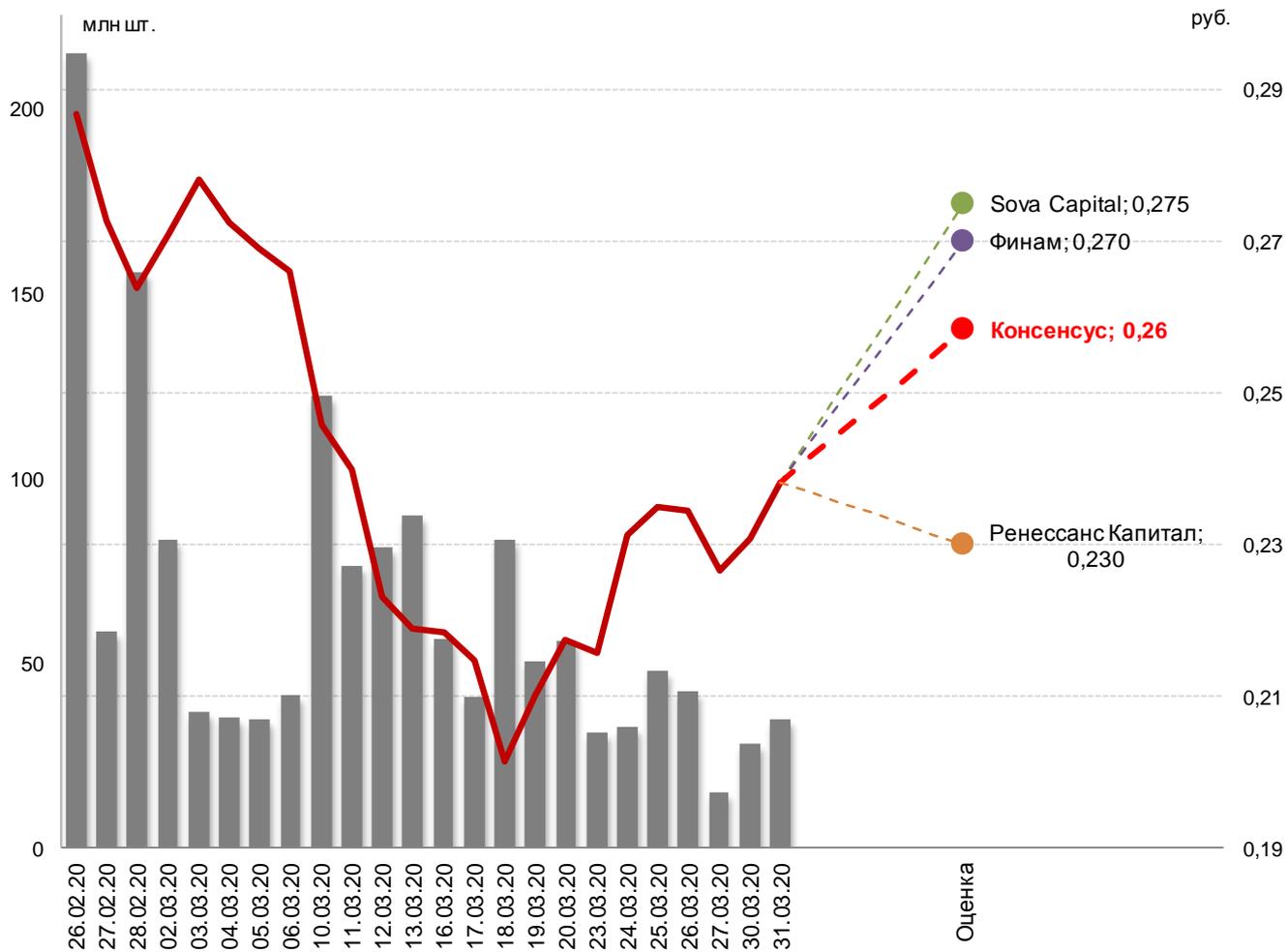
- Ренессанс Капитал в рамках пересмотра распределительного сектора (см. выше) снизил оценку акций МРСК Центра на 21%, до 0,23 руб., подтвердив рекомендацию «держать» для этих бумаг.
- Финам снизил оценку акций МРСК Центра на 17%, подтвердив рекомендацию «покупать» для этих бумаг. *«Подешевевшие бумаги МРСК мы считаем интересной идеей для вложений на год. В среднесрочном периоде положительной переоценке будут способствовать снятие противовирусных мер и восстановление экономической активности»,* – сообщили эксперты.

Аналитики полагают, что по итогам 2020 года компания получит сопоставимые с результатами 2019 года чистую прибыль на уровне 3,2 млрд руб. Как отмечается в обзоре, снижение энергопотребления из-за аномально теплой зимы и антивирусных мер может быть в том числе компенсировано снижением потерь, консолидацией Воронежских горэлектросетей, улучшением по крупным расходам и рефинансированием кредитного портфеля.

Что касается дивидендов, по оценке Финама, за 2020 год МРСК Центра может выплатить 0,02 руб. на акцию, что соответствует текущей дивидендности на уровне 8,7%. При этом аналитики считают, что финальные дивиденды за 2019 год компания выплачивать не будет.

Эксперты отмечают, что интерес инвесторов к электросетевому сектору в целом пока ограничивается задержкой реализации регуляторных инициатив – в частности, отмены льготного техприсоединения и введения платы за свободные мощности. Тем не менее, аналитики не исключают, что правительство вернется к этой теме после спада напряженности с COVID-19. Это, говорится в обзоре, позволило бы оптимизировать инвестпрограмму и запустить цикл снижения долга, на обслуживание которого МРСК Центра ежегодно тратит около 3,5 млрд руб.

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



Источник: Московская биржа, отчеты аналитиков

## Приложение – комментарии аналитиков

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

- 5 марта ФСК отчиталась по МСФО за 2019 год
- 16 марта Ленэнерго отчиталось по МСФО за 2019 год
- 27 марта Россети отчитались по МСФО за 2019 год

### 5 марта. ФСК отчиталась по МСФО за 2019 год

|               |   |  |
|---------------|---|--|
| Фридом Финанс | = | <p><b>"ФСК ЕЭС" - одна из самых стабильных компаний в России</b></p> <p>Акции ФСК на фоне волны коррекции рынка откатились на уровень начала января, растеряв стремительный рост. В целом, отчетность совпала с ожиданиями, но падение котировок возобновилось, что можно связать с общей динамикой на рынке. Операционные и финансовые показатели ФСК мало меняются из года в год, это одна из самых стабильных компаний в России. Основная выручка зависит от регулируемых тарифов. Интрига состоит только в механизме их периодической индексации. Цель индексации – баланс между интересами участников рынка.</p> <p>В результате, рентабельность показателя EBITDA по итогам 2019 года оказалась на уровне 54% (на 2 п.п. выше, чем годом ранее), рост выручки от передачи ЭЭ составил около 4,5% (выше, чем уровень инфляции за год). Сокращение выручки по прочей деятельности обусловлено волатильностью показателей присоединения, снижением продаж дочерним обществом, это не оказывает значительного влияния на остальные финансовые показатели. На динамику EBITDA умеренное влияние оказала оптимизация операционных расходов. Снижение чистой прибыли обусловлено преимущественно операциями неденежного характера.</p> <p>Хорошей новостью стало сокращение долговой нагрузки, с 1,54x до 1,3x EBITDA. ФСК в прошлом году погасила выпуск еврооблигаций на 17,5 млрд руб. Основной объем платежей приходится на 2020 год, мы полагаем, что ФСК сможет рефинансировать около 25 млрд руб. со снижением процентной ставки до 1,5 п.п., в портфеле увеличится доля инфраструктурных облигаций. Это позволит сэкономить около 350 млн руб. в год. ФСК при этом не дала прогноза по капзатратам. Мы не ожидаем резкого снижения капзатрат, по нашему мнению, они стабилизируются на уровне \$1,5 млрд. на горизонте 5 лет. При отсутствии резких изменений в тарифной модели, долговая нагрузка компании будет оставаться на уровне 1,5x EBITDA. Тарифная выручка на 2020 год увеличится приблизительно на 5,5%, до 236 млрд руб., рентабельность EBITDA ожидаем на уровне 51%. Итоговый размер дивидендов, по нашему мнению, будет вблизи уровня прошлого года (0,015 руб.).</p> <p>На динамику котировок будет влиять ситуация на рынке, а также новости по трансформации операционной деятельности Россетей. В случае продолжения коррекции рынка, целью снижения может стать отметка 0,18 руб. Крупные фонды и иностранные инвесторы будут держать бумагу в портфеле при условии относительно стабильного курса рубля.</p> |
| ВТБ Капитал   | = | <p><b>Коммерсант</b></p> <p>Снижение платы за услуги технологического присоединения было ожидаемо, говорит Владимир Скляр. Проектов по ДПМ в 2019 году уже не было, как и крупных вводов атомных мощностей, говорит аналитик. «В среднесрочной перспективе ждем восстановления показателя по мере возобновления проектов в рамках программы модернизации старых ТЭС и увеличения вводов ВИЭ-мощностей», – отметил он.</p>  |
| Газпромбанк   | = | <p><b>Коммерсант</b></p> <p>Эффект новой программы ДПМ будет менее значительным, поскольку касается модернизации существующих блоков, а не строительства новых, полагает Игорь Гончаров из Газпромбанка. При этом позитивный момент — рост свободного денежного потока компании до 24,5 млрд руб. и снижение чистого долга до 177 млрд руб., что создает возможности для повышения дивидендов, считает он.</p>   |
| АТОН          | = | <p><b>ФСК ЕЭС ПРЕДСТАВИЛА РЕЗУЛЬТАТЫ ПО МСФО ЗА 2019</b></p> <p>Выручка компании снизилась на 1.7% г/г до 250 млрд руб., в том числе выручка от услуг по передаче электроэнергии увеличилась на 4.4% до 222 млрд руб., а выручка от прочих неосновных видов деятельности снизилась на 33% до 27 млрд руб. Скорректированная EBITDA выросла на 1.9% до 136 млрд руб. (-3.5% против консенсуса Bloomberg), что предполагает рентабельность EBITDA на уровне 54.6%. Чистая прибыль снизилась на 6.7% до 86.6 млрд руб. (-3% против консенсуса) в связи с</p>  |

|         |   |   |
|---------|---|---|
|         |   | <p>сокращением объема оказанных услуг по технологическому присоединению и обесценением основных средств. Чистый долг снизился на 13.9% до 177 млрд рублей, что предполагает соотношение чистый долг/ЕБИТДА 1.3х. Капзатраты компании составили 136 млрд руб., свободный денежный поток достиг 24.5 млрд руб. Компания подтвердила планы выплатить дивиденды в размере не меньше, чем за 2018, что составляет 0.016 руб. на акцию.</p> <p><b>Наше мнение.</b> В целом, мы считаем результаты нейтральными. ФСК ранее выплатила промежуточные дивиденды за 9М19 (0.0088 руб. на акцию), таким образом, компании остается выплатить около 0.0073 руб. на акцию, что предполагает доходность всего лишь 3.6%. Мы не видим краткосрочных драйверов для акций компании.</p>   |
| УралСиб | — | <p><b>Результаты за 2019 г. по МСФО: обесценение активов нивелировало позитивный эффект от сделки с ДВЭУК</b></p> <p><b>Чистая прибыль сократилась на 7% год к году.</b> Вчера ФСК ЕЭС (FEES RX – без рекомендации) опубликовала умеренно негативные результаты за 4 кв. и весь 2019 г. по МСФО. Чистая прибыль по итогам года упала на 6,7% (здесь и далее – год к году) до 86,6 млрд руб., что обусловлено в первую очередь снижением выручки и ростом процентных расходов. Последнее преимущественно объясняется эффектом перехода на МСФО 16. В 4 кв. падение чистой прибыли было двукратным – до 16,2 млрд руб. из-за убытка от обесценения активов на 6,7 млрд руб. против прибыли в 2,2 млрд руб. годом ранее. Это нивелировало положительный эффект от дохода в 10,4 млрд руб. от сделки с ДВЭУК, учтенного в 1 кв. Годовые результаты в целом продемонстрировали отсутствие источников роста доходов помимо тарифов в условиях волатильности прочих доходов ФСК. Кроме того, это ставит под угрозу дивиденды за 2019 г. Компания сообщила, что ожидает дивиденды за 2019 г. не ниже, чем было выплачено в предыдущем году (0,016 руб./акция). Это означает, что с учетом уже выплаченных промежуточных дивидендов за 9 мес. 2019 г. итоговые дивиденды могут составить 0,007 руб./акция, что предполагает текущую дивидендную доходность 3,6% (и около 8% за год с учетом промежуточных).</p> <p><b>Доходы поддерживает исключительно рост тарифов на передачу.</b> Совокупная выручка ФСК ЕЭС упала в 4 кв. на 4,3% до 76,1 млрд руб., а за весь год ее снижение составило 1,7%. Отметим, что тарифы выросли на 5,5%, тогда как выручка от передачи энергии – на 4,3%. Доходы от продажи электроэнергии за год сократились с 9,4 млрд руб. до 1,7 млрд руб., выручка от строительных услуг и технологического присоединения – с 27,6 млрд руб. до 21,6 млрд руб. Сокращение операций дочерних компаний синхронно сократило расходы ФСК на топливо для энергогенерации (с 6,6 млрд руб. до 0,01 млрд руб.) и на услуги субподрядчиков по строительству (с 3,9 млрд руб. до 3,1 млрд руб.). В результате совокупные операционные расходы остались приблизительно на уровне годичной давности, а ЕБИТДА прибавила 1,9% до 136,2 млрд руб., что привело к повышению рентабельности по ЕБИТДА на 2,0 п.п. до 54,6%.</p> <p><b>Комфортная ликвидная позиция.</b> Совокупный долг ФСК в 4 кв. практически не изменился (239,8 млрд руб. на отчетную дату), зато денежная подушка сократилась на 5,4 млрд руб. как следствие отрицательного свободного денежного потока, когда капитальные затраты превысили поступления от операционной деятельности.</p> <p>Показатель Чистый долг/ЕБИТДА по итогам квартала остался прежним, а с начала года снизился на 0,1х до 1,5. Уже после отчетной даты компания выкупила с рынка по ofercie облигации серии 24 на 9,5 млрд руб. и взамен разместила новый выпуск серии 001P-04R на 10 млрд руб. Таким образом, до конца года ФСК предстоит погасить еще порядка 22,0 млрд руб. краткосрочной задолженности, что покрывается имеющимися на балансе денежными средствами (37,1 млрд руб. на отчетную дату, из которых 11,2 млрд руб. были выплачены в виде дивидендов за 9 мес. 2019 г.).</p> |

### 16 марта. Ленэнерго отчиталось по МСФО за 2019 год

|     |     |   |
|-----|-----|---|
| БКС | +/= | <p>«Финансовые результаты Ленэнерго по МСФО чуть менее интересны, чем опубликованная ранее отчетность по российским стандартам, так как базой для расчета дивидендов по «префам» выступает чистая прибыль по РСБУ. Напомню, что согласно уставу Ленэнерго, держатели привилегированных бумаг могут претендовать на дивиденды в размере 10% от чистой прибыли по РСБУ по итогам года. Таким образом, ожидаемые дивиденды на «префы» Ленэнерго могут составить 13,62 руб. на акцию, что соответствует 11% дивидендной доходности по цене закрытия пятницы.</p> <p>Отчетность по международным стандартам отразила падение прибыли в IV квартале, что уже ранее наблюдалось в результатах по РСБУ. Причиной стал убыток от переоценки основных средств в размере 4,1 млрд руб. С точки зрения денежных потоков ситуация выглядит лучше: FCF в IV квартале был отрицательным, однако годовой показатель вырос на 71,5% г/г, несмотря на рост капитальных затрат на 37%.</p> |
|-----|-----|---|

|  |  |   |
|--|--|---|
|  |  | Позитивная динамика FCF позволила компании заметно снизить долговую нагрузку по итогам года». |
|--|--|---|

## 27 марта. Россети отчитались по МСФО за 2019 год

|             |   |   |
|-------------|---|---|
| АТОН        | = | <p><b>РОССЕТИ ПРЕДСТАВИЛА ОТЧЕТНОСТЬ ПО МСФО ЗА 2019</b></p> <p>Выручка компании увеличилась на 0.8% г/г до 1.03 трлн руб., скорректированный показатель EBITDA - на 3% до 324 млрд руб. Чистая прибыль снизилась на 15.5% до 105.3 млрд руб. Чистый долг составил 423 млрд руб. (-2.6%). Капзатраты на 2020 год планируются на уровне 293 млрд руб. В ходе телеконференции руководство подтвердило, что компания разрабатывает новую, более прозрачную дивидендную политику, которая должна предусматривать увеличение дивидендных выплат и может быть утверждена на годовом общем собрании акционеров.</p> <p><b>НАШЕ МНЕНИЕ</b></p> <p>Консенсус-оценки нет, но результаты в целом выглядят нейтрально. Основным драйвером стоимости акций в ближайшей перспективе является дивидендная политика. Нам нравится инвестиционный кейс Россетей с фундаментальной точки зрения, хотя мы отмечаем, что акции компании очень волатильны в условиях турбулентности на рынках.</p>   |
| ВТБ Капитал | = | <p><u>Коммерсант</u></p> <p>Владимир Скляр из «ВТБ Капитала» считает, что дивиденды будут зависеть от двух основных факторов — размера финального дивиденда ФСК и развития текущей ситуации с коронавирусом.</p> <p>По его мнению, у «Россетей» достаточно средств, чтобы заплатить дивиденды минимум на уровне прошлого года, а при годовом росте дивиденда ФСК — заплатить и существенно больше. Тем не менее решение по дивидендам логично отложить на более поздний срок, после пика заболевания коронавирусом в России, полагает Владимир Скляр. Коронавирус может отрицательно повлиять на спрос на электроэнергию, может привести к росту неплатежей в секторе и накоплению дебиторской задолженности, а также принятию ограничительных регуляторных мер, поясняет эксперт</p>   |
| УралСиб     | = | <p><b>Финансовые результаты за 2019 г. по МСФО: снижение чистой прибыли под влиянием растущих расходов и убытков от обесценения.</b></p> <p>Выручку поддерживает лишь индексация тарифов на передачу, прочие виды выручки сокращаются. Россети (RSTI/RSTIP RX – без рекомендации) в пятницу опубликовали в целом нейтральные финансовые результаты за 2019 г. Выручка компании по итогам года прибавила 0,8% (здесь и далее – год к году, если не указано иное) и достигла 1,03 трлн руб., в том числе выручка от передачи электроэнергии увеличилась на 4,2% до 860,6 млрд руб., тогда как выручка от продажи электроэнергии и мощности упала на 16,4% до 100,3 млрд руб., а выручка от технологического присоединения – на 7,4% до 48,7 млрд руб., что обусловлено прекращением функций гарантирующих поставщиков дочерних компаний в ряде регионов, а также сокращением заявок потребителей на технологическое присоединение. Таким образом, незначительный прирост выручки по итогам года связан в первую очередь с индексацией тарифов. Это и является основным фактором поддержки доходов компании, в которых на передачу электроэнергии приходится около 84%. В 2019 г. объем переданной электроэнергии по сетям компании увеличился на 0,25%. В текущем году, вероятно, прироста может и не быть, если ограничение экономической активности, вводимое в качестве противодействия распространению коронавируса, сохранится длительное время. В таком случае даже рост тарифов не защитит Россети от падения выручки и усугубит сокращение прибыли. EBITDA Россетей сократилась на 2,0% до 300,1 млрд руб., негативное влияние на показатель оказал рост убытка от обесценения основных средств до 23,6 млрд руб. против 7,7 млрд руб. в 2018 г. Рентабельность по EBITDA упала на 0,9 п.п. до 29,1%. Скорректированная на данную статью EBITDA прибавила бы 9,8% и составила 323,7 млрд руб. Операционные расходы выросли на 22,5% до 858,3 млрд руб., в основном за счет расходов на оплату труда (+7,4%) и амортизационных отчислений (+11,4%), что не смогло компенсировать снижение расходов на покупную электроэнергию для продажи (-9,5%) и прочих материальных расходов (-22,6%). Чистая прибыль уменьшилась на 15,5% до 105,3 млрд руб.</p> <p><b>Дивиденды будут, но дивидендная политика пока не раскрыта.</b> Во время телефонной конференции менеджмент компании подтвердил намерение выплатить дивиденды по итогам 2019 г. Это случится впервые с 2016 г., когда компания перестала выплачивать годовые дивиденды из-за убытка по РСБУ (вместо этого выплачивались промежуточные дивиденды). За 2019 г. чистая прибыль Россетей по РСБУ составила 135,2 млрд руб., в основном благодаря дивидендным поступлениям от наиболее прибыльных дочерних компаний за 9 мес. 2019 г. При этом размер будущих</p> |

|  |  |
|--|--|
|  | <p>дивидендных выплат пока сложно оценить, поскольку исторически дивиденды учитывали множество непрозрачных корректировок. За 2018 г., к примеру, они составили лишь 4% от чистой прибыли по МСФО. Компания обещает сформировать прозрачный механизм для расчета дивидендов, чтобы все корректировки и расчет базы для дивидендов содержались в финансовой отчетности. В данный момент новая дивидендная политика обсуждается с профильными ведомствами, этот процесс планируется завершить в 1 п/г. Также менеджмент заявил о заинтересованности компании в сохранении положительной динамики дивидендных выплат. В прошлом году было выплачено 5,0 млрд руб. Если такая же сумма будет начислена по итогам 2019 г., то дивидендная доходность может составить около 2,1% для обыкновенных акций и 5,8% для привилегированных.</p> <p><b>Ожидается 25-процентный рост инвестиционной программы.</b> В 2019 г. объем капитальных затрат Россетей составил 231,6 млрд руб., они были полностью профинансированы за счет поступлений от операционной деятельности. Чистый долг за период фактически не изменился, а показатель Чистый долг/ЕБИТДА вырос с 1,5 до 1,6 за счет падения ЕБИТДА. На 2020 г. компания планирует увеличение инвестиционной программы на 25% до 293 млрд руб., из которых 196 млрд руб. предполагается профинансировать за счет собственных средств, 29 млрд руб. – за счет платы за технологическое присоединение, 34 млрд руб. – за счет прочих источников, а 34 млрд руб. – за счет нового долга. В условиях возможного падения доходов это может повысить коэффициент Чистый долг/ЕБИТДА до 1,7-1,8, однако компания в случае значительного сокращения экономической активности, по нашему мнению, может скорректировать свои инвестиционные планы в меньшую сторону.</p> |
|--|--|