

Электросетевые компании

Дивиденды решают всё

19 ИЮЛЯ 2023

Электросетевые компании: дивиденды решают всё

- **Российский электросетевой сектор представлен множеством компаний – это распределительные сети, подконтрольные государственному холдингу «Россети».** Россетям принадлежат контрольные пакеты акций в 12 публичных распределительных электросетевых компаниях сектора, причем две компании имеют как обыкновенные, так и привилегированные акции (Россети Ленэнерго и ТРК). В этом обзоре мы рассматриваем только дочерние компании Россетей, не проводя анализ холдинга.
- **Дивиденды – основа инвестиционной привлекательности электросетевых компаний.** Для оценки привлекательности акций электросетевых компаний мы в первую очередь смотрели на ожидаемую дивидендную доходность компаний. Только пять эмитентов на горизонте пяти лет с учетом финансовых планов могут обеспечить стабильную дивидендную доходность на уровне 5-летних ОФЗ (10,2%) и выше. В то же время с учетом поправок на ликвидность акций (среднедневные объемы торгов (ADT) и доля акций компании в свободном обращении), а также финансовую устойчивость (чистый долг / EBITDA и рентабельность) мы выделили три компании.

Оценка электросетевых компаний

Компания	Тикер	Капитализация, млрд руб.	Цена 14 июля руб./акция	Див. дох. за 2023о год	ADT, млн руб.	Свободное обращение	Чист. долг / EBITDA 2023о	Рентаб. EBITDA 2023о	Чистая рентаб. 2023о
Россети Урал	MRKU	29	0,33	12%	15	13%	1,2	19%	9%
Россети Центр	MRKC	18	0,43	11%	101	33%	1,4	21%	5%
Россети Центр и Приволжье	MRKP	34	0,30	11%	90	27%	1,0	25%	9%
Россети Ленэнерго, прив.	LSNGP	19	206	11%	125	76%	0,7	44%	20%
Россети Московский регион	MSRS	61	1,25	9%	31	10%	1,2	24%	8%
ТРК, прив.	TORSP	0,2	0,43	7%	3	73%	-0,2	11%	4%
Россети Волга	MRKV	8	0,045	5%	27	21%	0,9	12%	1%
ТРК	TORS	3	0,68	3%	4	5%	-0,2	11%	4%
Россети Сибирь	MRKS	39	0,41	3%	13	4%	3,5	18%	3%
Россети Кубань	KUBE	77	230	3%	11	0,3%	1,0	26%	10%
Россети Ленэнерго	LSNG	130	15,28	2%	78	1%	0,7	44%	20%
Россети Северо-Запад	MRKZ	4	0,042	0%	19	30%	2,5	12%	-
Россети Юг	MRKY	8	0,054	0%	12	16%	4,0	13%	1%
Россети Северный Кавказ	MRKK	18	20,74	0%	6	3%	-	-	-

Источник: SberCIB

- **Россети Центр и Приволжье, Россети Центр и привилегированные акции Россети Ленэнерго – фавориты сектора.** Эти три компании в 2024–2027 годах могут показать дивидендную доходность 11–17%. При этом ликвидность их акций (объемы торгов 90–125 млн руб. против 38 млн руб. в среднем по сектору) и доля акций в свободном обращении (27–76% против 22% в среднем по сектору) – одни из самых высоких в секторе. Мы полагаем, что компании могут выплачивать высокие дивиденды, поскольку их долговая нагрузка в прогнозном периоде умеренная (чистый долг/EBITDA 0,7–1,4 против 1,4–1,7 в среднем по сектору), а рентабельность бизнеса по EBITDA (20–46% против 16–19% в среднем по сектору) и чистой прибыли (5–21% против 5–6% в среднем по сектору) – относительно высокая.
- **Россети будут заинтересованы в получении дивидендов от своих дочерних компаний в 2023–2027 годах.** В начале июня стало известно, что президент Владимир Путин поручил правительству РФ предусмотреть отказ от выплаты Россетями дивидендов по итогам 2022–2026 годов, чтобы обеспечить финансирование инвестиционной программы. Для финансирования программы Россети будут заинтересованы в дивидендах от своих дочерних компаний. Это уже учтено в их финансовых планах до 2027 года и отмечено генеральным директором Россетей Андреем Рюминым: в конце

июня в интервью Коммерсанту он отметил, что дочерние компании Россетей продолжат платить дивиденды, как и раньше, причем дивиденды будут больше, чем в предыдущий период. Это дополнительно повышает дивидендную и инвестиционную привлекательность дочерних компаний Россетей.

Обзор рынка электросетей

В российском секторе электросетевых компаний работает много публичных компаний. Россети – крупнейший представитель российского сетевого сектора.

■ **Россети – мажоритарный акционер.** Число клиентов Россетей превышает 100 млн в 78 регионах России. Компании, входящие в имущественный комплекс Россетей, распределяют свыше 75% выработанной в России электроэнергии. Дочерние подразделения Россетей охватывают огромную территорию, в силу чего компания является одной из крупнейших в мире по протяженности линий электропередач (2,45 млн км) и трансформаторной мощности (826 ГВА). В состав холдинга входят 14 дочерних межрегиональных распределительных электросетевых компаний (распределительных сетевых компаний, владеющих сетями низкого напряжения). Из них 12 являются публичными, причем две компании имеют как обыкновенные, так и привилегированные акции (Россети Ленэнерго и ТРК). До 2022 года в секторе работала Федеральная сетевая компания (ФСК ЕЭС, естественная монополия, передающая электроэнергию по магистральным сетям высокого напряжения), однако в июле 2022 года Россети и ФСК ЕЭС объявили о слиянии, образовав Федеральную сетевую компанию – Россети (сокращенно – Россети). Теперь оператором магистральных сетей фактически являются Россети.

■ **Потребление электроэнергии останется стабильным.** В 2023 году Системный оператор ЕЭС ожидает роста потребления электроэнергии по единой энергосистеме и в России в целом на 1,5%, как и в 2022 году. Прогноз аналитиков SberCIB Investment Research на 2023 год предполагает нулевую динамику потребления при росте промышленного производства на 0,7% г/г. В целом за 1П23 динамика потребления в ценовых зонах (плюс 0,3% г/г), на которые приходится около 90% российского энергопотребления, пока немного выше годового прогноза аналитиков по стране. Сохранение стабильных уровней потребления электроэнергии должно обеспечить и стабильные объемы передачи электроэнергии электросетевыми компаниями.

■ **Объем полезного отпуска электроэнергии стабилен.** После снижения полезного отпуска электроэнергии в сеть в 2020 году до 448 млрд кВт·ч публичными дочерними компаниями Россетей на фоне пандемии COVID-19 полезный отпуск восстановился до 480 млрд кВт·ч в 2022 году. Компании ожидают, что в ближайшие годы объем полезного отпуска электроэнергии будет стабильным и к 2025 году достигнет 483 млрд кВт·ч, в том числе за счет планов компаний по снижению потерь электроэнергии в сети. Наибольший объем отпуска электроэнергии у компании «Россети Московский регион», т. к. она обслуживает более 20 млн человек в одном из самых обеспеченных регионов России (Москва и Московская область).

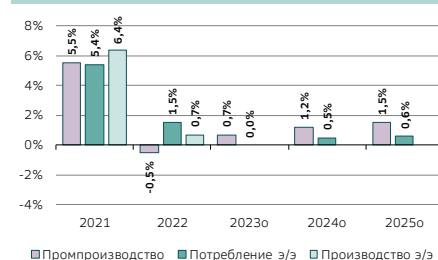
■ **Протяженность ЛЭП публичных дочерних компаний Россетей составляет порядка 2,2 млн км.** Наибольшая протяженность ЛЭП у компании «Россети Центр» (413 тыс. км), работающей на территории

Доля Россетей в электросетевых компаниях



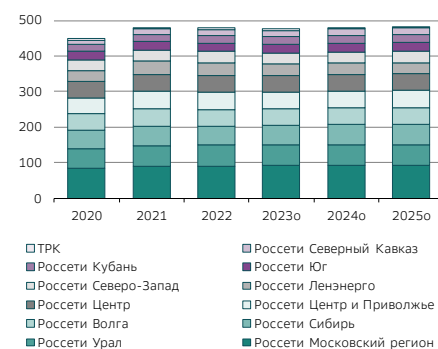
Источник: компании

Динамика производства и потребления э/э, а также промпроизводства в 2021-2022 гг. и в 2023-2025 гг.



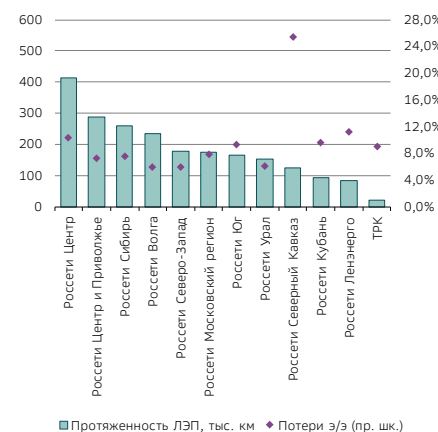
Источник: Росстат, Минэнерго, SberCIB Investment Research

Полезный отпуск электроэнергии в сеть, млрд кВт·ч



Источник: компании, Минэнерго

Протяженность ЛЭП и потери электроэнергии в 2022 году



Источник: компании

сразу 11 регионов. Более 90% ЛЭП представлены воздушными линиями электропередач. По доле кабельных электросетей лидирует Россети Московский регион (около 50%) в связи с обслуживанием населения в Москве, где электроэнергия передается в основном по кабельным линиям. Потери электроэнергии компаний в среднем по сектору составляют 9,4%. Наибольшая доля потерь у компаний «Россети Северный Кавказ» (25,33%) и «Россети Ленэнерго» (11,20%), а наименьшая – у «Россети Волга» (5,80%), «Россети Северо-Запад» (5,89%) и «Россети Урал» (6,05%). При этом не наблюдается корреляции между протяженностью ЛЭП и долей потерь электроэнергии.

Географическая структура Россетей

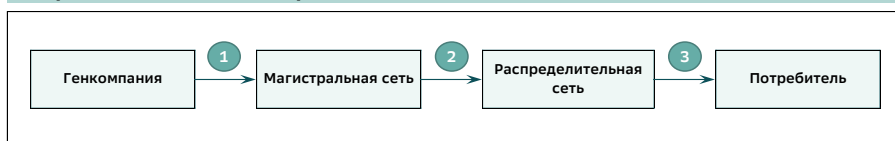


Источник: Россети

Позиции электросетевых компаний в российской электроэнергетике

Важно правильно понимать место сетевого сегмента в цепочке стоимости сектора и в механизме отраслевых платежей, т. к. это имеет значение для параметров риска распределительных сетей. Ниже представлена несколько упрощенная схема потоков электроэнергии и денежных средств в российском электроэнергетическом секторе.

Упрощенная схема потоков электроэнергии в российском электроэнергетическом секторе



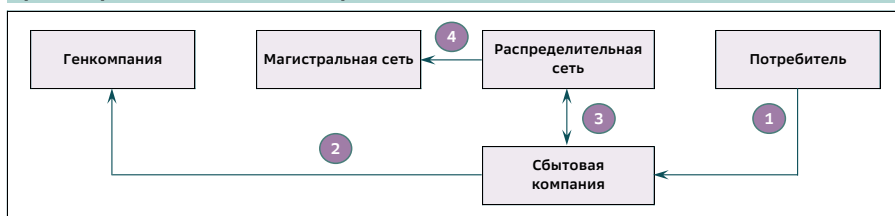
Источник: SberCIB

■ Передача электрической энергии осуществляется в соответствии с довольно простой логикой:

- ▶ Сначала электричество, выработанное генкомпанией (например, ОГК-2, ТГК-1, Мосэнерго и др.), поступает в магистральную сеть, которой управляют Россети (также есть несколько операторов магистральных сетей, которые не входят в состав Россетей).
- ▶ Затем электричество поступает в распределительную сеть, управляемую дочерними сетевыми компаниями Россетей (МРСК) и прочими независимыми сетевыми операторами. Поскольку большинство потребителей присоединено к распределительной сети, на этом передача электроэнергии заканчивается.

■ Однако структура денежных потоков в рамках сектора гораздо сложнее.

Упрощенная схема потоков денежных средств в российском электроэнергетическом секторе



Источник: SberCIB

- ▶ **Первый этап.** Как правило, потребители покупают электроэнергию у сбытовых компаний, а не взаимодействуют напрямую с производителями электроэнергии или сетевыми компаниями.
- ▶ **Второй этап.** Сбытовые компании покупают электроэнергию и мощности у генкомпаний. Важная характеристика этой структуры заключается в том, что между ними имеется еще один инфраструктурный

элемент системы – единый контрагент для сбытовых компаний на оптовом рынке электроэнергии (Центр финансовых расчетов, ЦФР). Таким образом, если сбытовая компания не вносит в полном объеме платежи за мощность и электроэнергию, то она теряет право работать на оптовом рынке электроэнергии (ОРЭМ).

- ▶ **Третий этап.** Сбытовые компании переводят платежи за передачу электроэнергии по магистральным и распределительным сетям сетевым компаниям. Существует специальная тарифная система, которая называется «тарифный котел»: согласно ей, в регионе должна действовать одна компания (обычно дочерняя сетевая компания Россетей), которая собирает платежи у сбытовых компаний и передает эти денежные средства всем другим сетям (как магистральным, так и распределительным). Дочерние электросетевые компании Россетей не могут отказаться от платежей за мощность и электроэнергию, поскольку будут лишены права работать на оптовом рынке. В то же время дочерние электросетевые компании Россетей не могут уклониться от выплат в адрес Россетей или других региональных сетей (которые могут подать иск в отношении компании, не внесшей соответствующий вклад в «котел доходов»). Это значит, что просроченная задолженность неплатежеспособных сбытовых компаний аккумулируется на уровне дочерних электросетевых компаний Россетей. И хотя дочерние электросетевые компании Россетей могут подать на такие сбытовые компании в суд, у последних, как правило, нет крупных активов, а, следовательно, дочерним электросетевым компаниям Россетей, по сути, не на что обратить взыскание. В итоге объем задолженности, которая может быть взыскана, не очень велик. В целом мы считаем, что весь оптовый рынок электроэнергии в России структурирован таким образом, что с самым большим риском просроченной задолженности в системе сталкиваются дочерние электросетевые компании Россетей. Тем не менее фактически среди дочерних компаний Россетей проблема просроченных долгов остро стоит только у компании «Россети Северный Кавказ»: в 2022 году она потратила более 13 млрд руб. на создание резервов по сомнительным долгам (это – около трети выручки компании). У остальных дочерних компаний Россетей расходы на резервы по сомнительным долгам составляют менее 1% объема выручки. Следует обратить внимание на то, что на приведенном выше графике у третьей стрелки направление движения указано в обе стороны, т. к. дочерние электросетевые компании Россетей платят сбытовым компаниям, но также вынуждены приобретать электричество с тем, чтобы покрывать возникающие в сетях потери (потери составляют 9,4% в среднем по сектору).
- ▶ **Четвертый этап.** Наконец, дочерние электросетевые компании Россетей платят Россетям за услуги по передаче электричества по магистральным сетям (все распределительные сети должны оплачивать услуги магистрального оператора).

Дивиденды

Получение дивидендов от электросетевых компаний – основной фактор инвестиционной привлекательности акций сектора. Дивидендная политика дочерних структур Россетей была унифицирована в 2018 году – компания внедрила стандартную формулу для расчета дивидендов.

■ **На первый взгляд дивидендная политика проста** – компании распределяют среди акционеров 50% чистой прибыли по МСФО или РСБУ в зависимости от того, какая величина больше. Однако при этом учитывается не формальная чистая прибыль, отраженная в отчетности, а скорректированный показатель, который учитывает доходы и расходы от переоценки активов, затраты на инвестиции, потоки от технологического присоединения, разницу в амортизации по РСБУ и МСФО. Причем отнюдь не все компоненты скорректированного показателя можно получить из официальной финансовой отчетности. Главная цель корректировок – привести базовый показатель для расчета дивидендов в максимальное соответствие со свободными денежными потоками. Более детально методика расчета скорректированной чистой прибыли описана ниже.

■ **Привилегированные акции не регламентированы единой дивидендной политикой.** Россети Ленэнерго и ТРК, помимо обыкновенных акций, имеют еще и привилегированные акции. Согласно уставу Россети Ленэнерго, на выплаты по привилегированным акциям направляется 10% чистой прибыли, которая не корректируется на какие-либо показатели, а у ТРК – 10% чистой прибыли, разделенной на число акций, которые составляют 25% уставного капитала, т. е. около 5% чистой прибыли. Причем дивиденд на привилегированную акцию у ТРК не может быть меньше, чем дивиденд на обыкновенную акцию. Поскольку количество привилегированных акций значительно меньше, чем обыкновенных (в 91,4 раза у Россети Ленэнерго и в 6,6 раза у ТРК), то в рамках такой политики дивиденд на привилегированную акцию обеих компаний, как правило выше, чем на обыкновенную.

■ **Для расчета дивидендных выплат электросетевые компании используют три формулы.** По итогам сравнения Дивидендной выплаты 1 (Д₁) и Дивидендной выплаты 2 (Д₂) выбирается более высокий показатель, при этом Дивидендный платеж 2 не должен превышать Дивидендный платеж 3 (Д₃). Ниже мы рассмотрим компоненты формул.

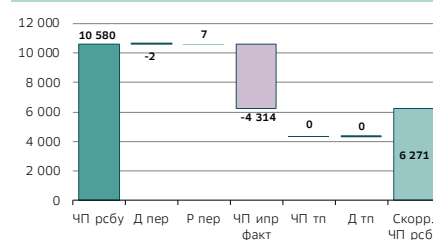
$$Д_1 = 50\% * (ЧП_{РСБУ} - Д_{пер} + Р_{пер} - ЧП_{факт}^{инпр} - ЧП_{ТП} + Д_{ТП})$$

$$Д_2 = 50\% * (ЧП_{МСФО} - ЧП_{факт}^{инпр} - А_{РСБУ}^{МСФО} - ЧП_{ТП} + Д_{ТП})$$

$$Д_3 = 50\% * (ЧП_{РСБУ} - Д_{пер} + Р_{пер} - ОТЧ_{РФ})$$

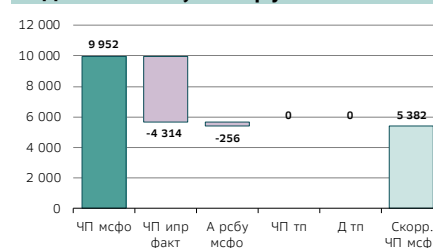
- ▶ ЧП_{РСБУ} и ЧП_{МСФО} – чистая прибыль соответственно по российским стандартам бухгалтерской отчетности (РСБУ) и международным стандартам финансовой отчетности (МСФО).
- ▶ Д_{пер} и Р_{пер} – доходы и расходы от переоценки активов. В этом случае речь идет обо всех доходах и убытках от переоценки акций других эмитентов на балансе компании. Это неденежная статья,

Схема расчета дивидендов Россети Центр и Приволжье за 2021 год по РСБУ, млн руб.



Источник: компания

Схема расчета дивидендов Россети Центр и Приволжье за 2021 год по МСФО, млн руб.



Источник: компания

Расчет итоговых дивидендов Россети Центр и Приволжье за 2021 год, млн руб.

	по РСБУ	по МСФО
ЧП	10 580	9 952
Д _{пер}	-2	-
Р _{пер}	7	-
ЧП _{инпр факт}	-4 314	-4 314
ЧП _{тп}	0	0
Д _{тп}	0	0
А _{РСБУ МСФО}	-	256
Скорр. ЧП	6 271	5 382
Див. (50%)	3 136	2 691
Итого		3 136
На акцию		0,0278 руб.

Источник: компания, SberCIB

которая не учитывается в показателях по РСБУ. Ее величина довольно значима у компании «Россети Урал» (так, в 2022 году прибавка от этих компонентов составила 35% чистой прибыли), которой принадлежит пакет акций Россети Ленэнерго. У остальных дочерних компаний Россетей переоценка либо отсутствует, либо незначительна (менее 1% чистой прибыли).

- **ЧП^{инпр}_{факт}** – фактические инвестиции, финансируемые за счет чистой прибыли по передаче электроэнергии, но не более объема, который предусмотрен в инвестиционной программе, утвержденной Министерством энергетики РФ. Эти капиталовложения финансируются за счет прибыли от основной деятельности компаний – передачи электроэнергии. Это второй по значимости основной источник собственных средств, направляемых на финансирование обязательных капиталовложений после амортизации. Этот компонент корректировки чистой прибыли вносит основной вклад в ее снижение у целого ряда компаний: в 2023–2025 годах он потенциально может ежегодно превышать 25% чистой прибыли у таких компаний, как Россети Ленэнерго, Россети Московский Регион, Россети Урал, Россети Центр и Россети Центр и Приволжье. Теоретически процент может быть меньше, если фактический объем инвестиций будет меньше прогнозируемого, однако в реальности разница между фактом и прогнозом обычно не превышает 1%. У остальных компаний этот компонент ниже относительно чистой прибыли, либо существенная корректировка будет встречаться лишь в одном из прогнозных годов.

Доля прогнозного компонента ЧП ^{инпр} _{факт} в чистой прибыли, %					
	2021	2022	2023о	2024о	2025о
Россети Ленэнерго	50%	42%	52%	50%	51%
Россети Московский регион	24%	40%	50%	48%	43%
МРСК Урала	40%	7%	25%	36%	41%
Россети Центр	47%	34%	39%	39%	32%
Россети Центр и Приволжье	43%	36%	39%	33%	30%
Россети Юг	0%	-	0%	2%	27%
ТРК	0%	0%	42%	27%	20%
Россети Волга	0%	-	0%	33%	19%
Россети Кубань	0%	43%	41%	5%	8%
Россети Сибирь	37%	-	0%	0%	0%
Россети Северо-Запад	0%	-	-	-	-
Россети Северный Кавказ	-	-	-	-	-

«-» - у компании чистый убыток по итогам года

Источник: компании, Минэнерго, SberCIB

- **ЧП_{ТП}** – чистая прибыль от операций по технологическому присоединению к электросетям. Особенности учета деятельности по технологическому присоединению приводят к тому, что прибыль от этого вида деятельности не обеспечена денежным потоком, в связи с чем она исключается из формулы расчета дивидендов.
- **Д_{ТП}** – поступления от услуг по технологическому присоединению без учета НДС, но не более чистой прибыли, полученной от деятельности по технологическому присоединению к электросетям. Это фактические денежные поступления за услуги подключения к сетям. Поскольку компания продолжает получать авансовые платежи по контрактам на технологическое подключение, базовый показатель для расчета дивидендов также корректируется с учетом фактических поступлений. Обычно денежные поступления не

могут превышать формальный доход в виде платы за подключение к сетям, однако в одном случае это возможно – если сетевая компания предложила оплатить подключение в рассрочку.

► $A_{МСФО}^{РСБУ}$ – разница между амортизацией основных средств и нематериальных активов (НМА) текущего периода, используемой для финансирования инвестпрограммы, по РСБУ и амортизацией основных средств и НМА по МСФО. Это может быть основанием для корректировки, поскольку амортизационные отчисления по РСБУ и МСФО отличаются. Принципы учета, применяемые регулятором, ближе к принципам РСБУ и не учитывают отчисления на обесценение активов. Поскольку сетевые компании отражают значительные отчисления на обесценение активов по МСФО, амортизационные отчисления по МСФО у них в ряде случаев заметно ниже, чем по РСБУ. Регулятор рассматривает отчисления на амортизацию по РСБУ как основной источник средств для финансирования обязательных капиталовложений, поэтому, чтобы приблизить базу для расчета дивидендов к фактическим свободным денежным потокам, требуется корректировка на разницу между амортизационными отчислениями по российским и международным стандартам отчетности.

► $ОТЧ_{рф}$ – обязательные отчисления в резервный и иные фонды.

► **Электросетевые компании могут также выплачивать промежуточные дивиденды.** Следует отметить, что, согласно дивидендной политике, совокупные промежуточные дивиденды не могут превышать 25% плановой суммы выплат по итогам всего года и рассчитываются только исходя из скорректированной чистой прибыли по РСБУ. Впрочем, по итогам 9 месяцев 2022 года это правило было нарушено: на дивиденды был направлен больший процент чистой прибыли, на фоне чего финальные дивиденды некоторых компаний за 2022 год были скорее символическими. Формула расчета промежуточных дивидендов (D_4) дочерних компаний Россетей схожа с D_1 , но не включает компонент $D_{тп}$:

$$D_4 = 50\% * (ЧП_{РСБУ} - D_{пер} + P_{пер} - ЧП_{факт}^{инпр} - ЧП_{ТП})$$

► **Соответственно, если учитывать корректировки, то на дивиденды, как правило, направляется менее 50% чистой прибыли.** Большую часть дивидендов сетевых компаний получают Россети, которым принадлежат контрольные пакеты в дочерних компаниях. Ожидается, что полученные объемы дивидендов Россетей будут расти и в 2025 году превысят 17 млрд руб. В начале июня стало известно, что президент Владимир Путин поручил правительству РФ предусмотреть отказ от выплаты Россетями дивидендов по итогам 2022–2026 годов, чтобы обеспечить финансирование инвестпрограммы. Для финансирования программы Россети будут заинтересованы в дивидендах от дочерних компаний. Это уже учтено в их финансовых планах до 2027 года и отмечено генеральным директором Россетей Андреем Рюминым: в конце июня он отметил в интервью Коммерсанту, что дочерние компании Россетей продолжают платить дивиденды, как и раньше, причем дивиденды будут больше, чем в предыдущие периоды. Это дополнительно усиливает дивидендную и инвестиционную привлекательность дочерних компаний Россетей.

Дивиденды, полученные Россетями от своих дочерних компаний в течение года, млрд руб.



Источник: компании, Минэнерго

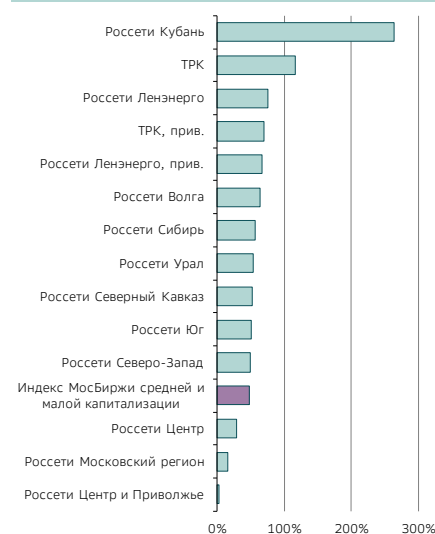
Изменения в электросетевом секторе

Повышение тарифов на передачу электроэнергии и при этом стабильное потребление электроэнергии улучшат финансовые результаты электросетевых компаний в 2023 году.

■ **Котировки электросетевых компаний значительно выросли с начала года.** В 1П23 большинство компаний сектора по темпам роста котировок опередили индекс МосБиржи средней и малой капитализации, который в 1П23 прибавил 47,2%. Участники рынка позитивно отреагировали на выплаты дивидендов компаниями за 2022 год, а также ожидали улучшения финансовых результатов компаний в 2023 году. Ожидания инвесторов подтвердились после публикации финансовых отчетов компаний за 1К23 по РСБУ в конце апреля, в которых выручка компаний сектора в среднем увеличилась на 17% по сравнению с 1К22. Чистая прибыль выросла еще больше: темпы роста составили от 16% до 568% по РСБУ. При этом в секторе осталась лишь одна убыточная публичная компания – Россети Северный Кавказ (Россети Волга показала прибыль в 1К23 после убытка в 1К22). В конце мая – начале июня большинство компаний сектора опубликовали отчетность за 1К23 по МСФО, после чего оптимизм участников рынка в отношении компаний усилился.

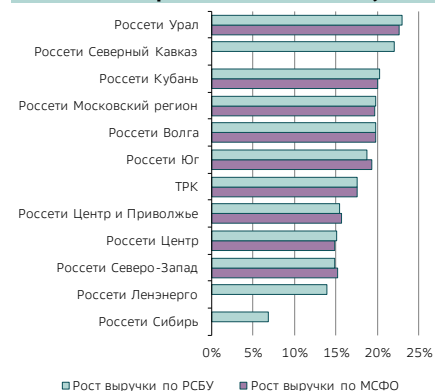
■ **Повышение тарифов приведет к росту финансовых показателей электросетевых компаний.** После повышения тарифов электросетевых компаний на передачу электроэнергии на 5% для населения и на 3,8% для остальных потребителей с 1 июля 2022 года, они были повышены еще на 9% с 1 декабря 2022 года для всех категорий потребителей. В сентябре 2022 года Минэкономразвития РФ представило прогноз социально-экономического развития России на 2023 год и на плановый период 2024 и 2025 годов. Согласно ему, в 2023 году тарифы повышаться не будут (повышение с 1 июля 2023 года было перенесено на 1 декабря 2022 года), с 1 июля 2024 года они будут повышены на 6%, а с 1 июля 2025 года – на 5% для всех категорий потребителей. При этом фактически в 2023 году тарифы все же были повышены еще раз для потребителей кроме населения: правительство РФ распорядилось повысить с 30 апреля 2023 года тарифы на услуги по передаче электроэнергии с использованием объектов единой национальной электрической сети на 6,3%. Оценки Минэкономразвития РФ от сентября 2022 года и фактическое повышение тарифов оказались значительно выше, чем предыдущий прогноз Минэкономразвития РФ, объявленный в сентябре 2021 года. Тогда ожидалось, что после повышения тарифов на 5% для населения в 2022 году они будут расти на 5% в год в последующие годы, а для остальных категорий потребителей рост составил бы 3,8% в 2022 году и не более 3% в последующие годы. Поскольку более 90% выручки дочерних электросетевых компаний Россетей (кроме Россети Северный Кавказ – около 60%) обеспечивают услуги по передаче электроэнергии (остальная часть приходится на услуги по технологическому присоединению, реализацию электрической

Динамика котировок акций электросетевых компаний в 1П23



Источник: Московская биржа

Темпы роста выручки компаний в 1К23 по сравнению с 1К22, %



Источник: компании, SberCIB

Темпы роста чистой прибыли компаний в 1К23 по сравнению с 1К22, %

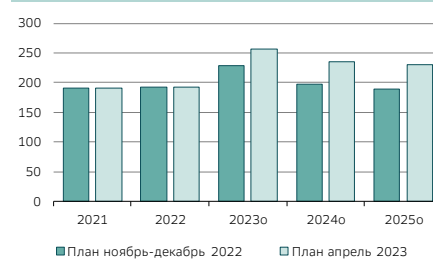


Источник: компании, SberCIB

энергии и мощности и прочие операции), то такой пересмотр тарифов должен улучшить финансовые показатели компаний в 2023 году и в последующие годы.

■ **Капиталовложения электросетевых компаний вырастут.** Утвержденные в ноябре – декабре 2022 года инвестпрограммы компаний на ближайшие пять лет предусматривали рост капиталовложений дочерних электросетевых компаний Россетей в 2023 году до 230 млрд руб. и возврат в 2024–2025 годах к уровню порядка 190 млрд руб., который наблюдался в 2021–2022 годах. В обновленных апрельских проектах инвестиционных программ компании повысили свои планы по капвложениям на весь прогнозный период, и их возврат к 190 млрд руб. в ближайшие годы не предусмотрен. Хотя повышение тарифов приведет к росту операционных денежных потоков компаний, увеличение капиталовложений окажет давление на свободный денежный поток, в результате чего у большинства компаний сектора он будет отрицательным в 2023 году. Несмотря на это, большинство компаний сектора сохраняет планы по выплатам дивидендов за 2023 год, и участники рынка позитивно оценивают это в котировках акций.

Капвложения дочерних электросетевых компаний Россетей, млрд руб.



Источник: Минэнерго, компании

Оценка

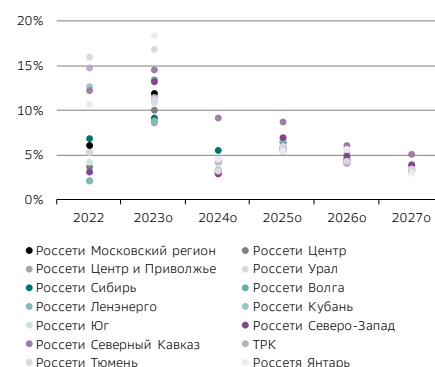
Основными факторами, определяющими инвестиционную привлекательность акций электросетевых компаний, мы считаем дивидендные выплаты, а также ликвидность акций, уровень долговой нагрузки и рентабельность бизнеса.

■ **Инвестиционные программы компаний – основа для нашей модели.** Обычно в ноябре – декабре Минэнерго РФ утверждает инвестиционные программы электросетевых компаний на ближайшие пять лет. Утвержденная инвестпрограмма содержит финансовый план, включающий бюджет доходов и расходов, бюджет движения денежных средств, а также некоторые балансовые показатели (долг, дебиторская и кредиторская задолженность и др.) по РСБУ. Уже с февраля следующего года после утверждения инвестиционной программы и в течение всего года компании представляют обновленные планы инвестпрограмм, которые должны быть одобрены в конце года. Инвестпрограммы электросетевых компаний, утвержденных в ноябре–декабре 2022 года, содержат финансовые планы до 2027 года (только у Россети Ленэнерго план до 2025 года).

■ **Обновленные планы предусматривают значительный пересмотр темпов роста финансовых показателей.** В утвержденных в ноябре–декабре 2022 года инвестпрограммах ожидалось, что выручка от оказания услуг по передаче электроэнергии дочерних электросетевых компаний Россетей в среднем будет расти на 4,3% в 2023 году, на 4,1% в 2024 году и на 4,5% – в 2025 году. В новых планах компаний, последние из которых были опубликованы в апреле 2023 года, теперь в среднем по компаниям ожидается рост выручки от передачи электроэнергии в 2023–2025 годах соответственно на 12,2%, 4,3% и на 6,3%. Как мы писали выше, Минэкономразвития пересмотрело прогнозы повышения тарифов в 2023–2025 годах, в связи с чем и компании повысили свои прогнозы по выручке. Мы полагаем, что прогнозы компаний по темпам роста выручки в 2023–2025 годах в целом соответствуют планам Минэкономразвития по повышению тарифов. В 2026 году компании сектора в среднем ожидают роста выручки на 4,7%, а в 2027 году – на 3,6%. Такие темпы роста соответствуют долгосрочному целевому уровню инфляции ЦБ РФ на уровне 4%. Поскольку финансовые показатели РСБУ используются для выплат дивидендов, а разница в выручке электросетевых компаний по МСФО и РСБУ за последние пять лет в среднем по сектору составила лишь 3% (больше всего у Россети Урал – 15%), то мы считаем возможным оценивать компании с использованием прогнозных значений по РСБУ.

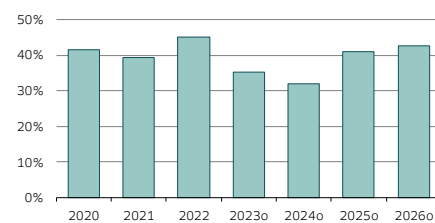
■ **Дивиденды – главный фактор в оценке привлекательности компаний.** Для оценки дивидендных потоков мы брали планы компаний по выплатам дивидендов из бюджета движения денежных средств на ближайшие пять лет. Согласно прогнозным данным, средний объем выплаченных дивидендов по тем компаниям, которые собираются платить дивиденды (исключая не выплачивающих дивиденды компаний), будет менее 50% чистой прибыли в прогнозном периоде. Планы

Темпы роста выручки электросетевых компаний от оказания услуг по передаче электроэнергии в 2022–2027 годах



Источник: Минэнерго, компании

Выплаты дивидендов в % от чистой прибыли по РСБУ по итогам года в среднем по публичным электросетевым компаниям, %



Источник: Минэнерго, компании, SberCIB

по дивидендным выплатам, вероятно, уже включают корректировки чистой прибыли, которые предусмотрены в дивидендной политике. Таким образом, планы по дивидендным выплатам не выглядят завышенными относительно чистой прибыли и в целом соответствуют фактическим уровням по итогам 2020–2022 годов. По итогам 2023–2024 годов дивиденды и вовсе могут составить менее 40% чистой прибыли, вероятно отчасти из-за повышенных расходов по инвестпрограмме, которая участвует в корректировках чистой прибыли (компонент $\text{ЧП}_{\text{факт}}^{\text{ипр}}$). Как мы писали выше, дивидендная политика электросетевых компаний предусматривает направление на дивиденды 50% скорректированной чистой прибыли по РСБУ или МСФО в зависимости от того, какая величина больше. Таким образом, если финансовые показатели компаний по РСБУ будут изменяться в соответствии с бизнес-планами, то можно предположить, что сумма выплаченных дивидендов будет равна этим планам либо будет даже больше, если скорректированная чистая прибыль по МСФО будет выше. Поскольку планы компаний предусмотрены на пять лет вперед, то мы сравнили прогнозируемую дивидендную доходность электросетевых компаний с 5-летними ОФЗ, доходность по которым на 30 июня составляет порядка 9,9%. Согласно планам компаний, есть только пять эмитентов, по которым в прогнозном периоде с 2024 года дивидендная доходность стабильно может превышать доходность по ОФЗ: Россети Центр и Приволжье (11–15%), Россети Урал (8–12%), Россети Центр (11–17%), Россети Ленэнерго (привилегированные акции – 11–12%) и Россети Московский регион (9–12%).

Дивидендная доходность компаний в течение года

Компания	2020	2021	2022	2023о	2024о	2025о	2026о	2027о
Россети Урал	6%	0%	12%	12%	12%	10%	8%	9%
Россети Центр	6%	8%	11%	14%	11%	12%	16%	17%
Россети Центр и Приволжье	7%	9%	13%	13%	11%	11%	14%	15%
Россети Ленэнерго, прив.	8%	9%	13%	9%	11%	12%	11%	н/д
Россети Московский регион	6%	4%	9%	10%	9%	9%	11%	12%
5-летние ОФЗ (26236)	10,2%							
ТРК, прив.	6%	0%	8%	2%	7%	8%	10%	12%
Россети Волга	8%	0%	1%	0%	5%	6%	12%	15%
ТРК	2%	0%	0%	5%	3%	5%	6%	7%
Россети Кубань	3%	0%	12%	1%	3%	5%	3%	3%
Россети Сибирь	1%	0%	0%	0%	3%	1%	1%	1%
Россети Ленэнерго	2%	4%	5%	6%	2%	1%	н/д	н/д
Россети Северо-Запад	6%	0%	0%	0%	0%	0%	0%	0%
Россети Юг	0%	0%	0%	0%	0%	0%	0%	0%
Россети Северный Кавказ	0%	0%	0%	0%	0%	0%	0%	0%
Среднее	4%	2%	6%	5%	5%	6%	7%	8%

Заливкой отмечены компании и прогнозные периоды с дивидендной доходностью выше 5-летних ОФЗ

Источник: компании, Минэнерго, SberCIB

■ **Ликвидность бумаг – важный вопрос для инвесторов.** Далее мы оценили ликвидность акций компаний и объем бумаг и в свободном обращении. Наибольший среднесуточный объем торгов за последние 100 торговых дней (ADT) среди пяти вышеперечисленных компаний у привилегированных акций Россети Ленэнерго (125 млрд руб.), Россети Центр (101 млрд руб.) и Россети Центр и Приволжье (90 млрд руб.), несмотря на то что их капитализация ниже среднего по сектору. Кроме того, у этих компаний относительно большая доля акций в свободном обращении (более 25%), что повышает их ликвидность. У Россети Урал и Россети Московский регион ADT (соответственно 12 и 26

млн руб.) и доля акций в свободном обращении (соответственно 13% и 10%) ниже среднего по сектору (соответственно 38 млн руб. и 22%).

Ликвидность акций компаний

Компания	Капитализация, млрд руб.	ADT, млн руб.	Свободное обращение
Россети Урал	29	15	13%
Россети Центр и Приволжье	34	90	27%
Россети Центр	18	101	33%
Россети Ленэнерго, прив.	19	125	76%
Россети Московский регион	61	31	10%
ТРК, прив.	0	3	73%
Россети Волга	8	27	21%
ТРК	3	4	5%
Россети Кубань	77	11	0,3%
Россети Сибирь	39	13	4%
Россети Ленэнерго	130	78	1%
Россети Северо-Запад	4	19	30%
Россети Юг	8	12	16%
Россети Северный Кавказ	18	6	3%
Среднее	32	38	22%

Заливкой отмечены компании, у которых и ADT, и свободное обращение выше, чем среднее значение по сектору

Источник: компании, Минэнерго, SberCIB

■ **У оставшихся трех компаний относительно низкая долговая нагрузка.** Для понимания устойчивости дивидендных выплат необходимо оценить долговую нагрузку компаний. Согласно планам компаний, у Россети Ленэнерго, Россети Центр и Приволжье и Россети Центр соотношение «чистый долг / EBITDA» в 2023-2027 годах (0,7-1,4) ниже среднего по сектору (1,4-1,7), причем у последних двух компаний это соотношение может уменьшиться в прогнозном периоде. Умеренная долговая нагрузка, вероятно, позволит этим компаниям продолжать выплачивать высокие дивиденды.

Соотношение «чистый долг / EBITDA»

Компания	2020	2021	2022	2023о	2024о	2025о	2026о	2027о
Россети Урал	2,5	1,2	1,3	1,2	1,3	1,4	1,2	1,1
Россети Центр и Приволжье	1,3	1,1	0,7	1,0	1,0	0,9	0,8	0,8
Россети Центр	2,4	2,0	1,5	1,4	1,3	1,2	1,1	1,1
Россети Ленэнерго, прив.	0,8	0,6	0,3	0,7	0,7	0,8	н/д	н/д
Россети Московский регион	2,2	1,6	1,0	1,2	1,1	1,0	0,9	0,9
ТРК, прив.	-1,6	0,1	-0,3	-0,2	-0,2	-0,3	-0,3	-0,4
Россети Волга	1,3	0,8	1,1	0,9	0,8	0,7	0,6	0,5
ТРК	-1,6	0,1	-0,3	-0,2	-0,2	-0,3	-0,3	-0,4
Россети Кубань	4,8	2,1	1,0	1,0	0,9	1,3	1,1	1,0
Россети Сибирь	4,0	4,0	4,3	3,5	3,7	3,8	3,7	3,5
Россети Ленэнерго	0,8	0,6	0,3	0,7	0,7	0,8	н/д	н/д
Россети Северо-Запад	3,7	2,0	2,6	2,5	3,7	4,2	2,2	3,4
Россети Юг	4,4	2,9	4,6	4,0	3,8	3,5	2,8	2,6
Россети Северный Кавказ	-	-	-	-	-	-	-	-
Среднее	2,3	1,7	1,6	1,6	1,6	1,7	1,4	1,4

Заливкой отмечены периоды, в которых показатель ниже, чем среднее значение по сектору

Источник: компании, Минэнерго, SberCIB

■ **Россети Ленэнерго – лидер по рентабельности бизнеса.** Мы также оценили эффективность функционирования бизнеса компаний, используя рентабельность по EBITDA и чистую рентабельность. Абсолютным лидером сектора со значительным отрывом от других компаний является Россети Ленэнерго (рентабельность по EBITDA около 45% и чистая рентабельность около 20%). При этом и Россети Центр и Приволжье, и Россети Центр, согласно планам компаний, в прогнозном периоде будут демонстрировать рентабельность по EBITDA выше среднего по сектору (20–25% против 16–19% в среднем по сектору).

Чистая рентабельность Россети Центр может быть чуть ниже среднего по сектору в 2023–2024 годах (5–6% против 6% по сектору), однако с 2025 года, согласно плану, она будет выше средних значений сектора (7% против 5–6% по сектору).

Рентабельность по EBITDA

Компания	2020	2021	2022	2023о	2024о	2025о	2026о	2027о
Россети Урал	9%	17%	14%	19%	19%	17%	17%	16%
Россети Центр и Приволжье	20%	24%	25%	25%	24%	25%	25%	25%
Россети Центр	19%	20%	21%	21%	21%	22%	21%	20%
Россети Ленэнерго, прив.	40%	46%	49%	44%	46%	44%	н/д	н/д
Россети Московский регион	22%	24%	23%	24%	24%	26%	26%	26%
ТРК, прив.	1%	5%	12%	11%	11%	11%	11%	11%
Россети Волга	8%	11%	10%	12%	13%	15%	15%	15%
ТРК	1%	5%	12%	11%	11%	11%	11%	11%
Россети Кубань	10%	15%	25%	26%	29%	23%	22%	22%
Россети Сибирь	17%	16%	14%	18%	17%	15%	14%	14%
Россети Ленэнерго	40%	46%	49%	44%	46%	44%	н/д	н/д
Россети Северо-Запад	9%	15%	11%	12%	10%	9%	17%	11%
Россети Юг	11%	18%	11%	13%	14%	14%	14%	14%
Россети Северный Кавказ	-	-	-	-	-	-	-	-
Среднее	14%	18%	18%	19%	19%	18%	17%	16%

Залиткой отмечены периоды, в которых показатель выше, чем среднее значение по сектору

Источник: компании, Минэнерго, SberCIB

Чистая рентабельность

Компания	2020	2021	2022	2023о	2024о	2025о	2026о	2027о
Россети Урал	0%	6%	4%	9%	8%	7%	7%	7%
Россети Центр и Приволжье	7%	10%	10%	9%	9%	10%	10%	10%
Россети Центр	3%	4%	4%	5%	6%	7%	7%	7%
Россети Ленэнерго, прив.	17%	21%	19%	20%	21%	19%	н/д	н/д
Россети Московский регион	3%	6%	6%	8%	9%	9%	10%	10%
ТРК, прив.	-	-	4%	4%	4%	4%	5%	5%
Россети Волга	-	0%	-	1%	2%	3%	3%	3%
ТРК	-	-	4%	4%	4%	4%	5%	5%
Россети Кубань	-	3%	8%	10%	13%	7%	6%	6%
Россети Сибирь	0%	2%	-	3%	2%	1%	1%	1%
Россети Ленэнерго	17%	21%	19%	20%	21%	19%	н/д	н/д
Россети Северо-Запад	-	2%	-	-	-	-	-	-
Россети Юг	-	5%	-	1%	2%	2%	3%	3%
Россети Северный Кавказ	-	-	-	-	-	-	-	-
Среднее	3%	5%	4%	6%	6%	6%	5%	5%

Залиткой отмечены периоды, в которых показатель выше, чем среднее значение по сектору

Источник: компании, Минэнерго, SberCIB

■ **Россети Центр и Приволжье, Россети Центр и привилегированные акции Россети Ленэнерго – фавориты сектора.** Эти три компании в прогнозном периоде могут показать дивидендную доходность 11–17%, при этом ликвидность их акций (объемы торгов 90–125 млн руб. против 38 млн руб. в среднем по сектору) и доля акций в свободном обращении (27–76% против 22% в среднем по сектору) – одни из самых высоких в секторе. Мы полагаем, что компании могут выплачивать высокие дивиденды, поскольку их долговая нагрузка в прогнозном периоде 2023–2027 годов умеренная (чистый долг / EBITDA 0,7–1,4 против 1,4–1,7 в среднем по сектору), а рентабельность бизнеса по EBITDA (20–46% против 16–19% в среднем по сектору) и чистой прибыли (5–21% против 5–6% в среднем по сектору) – относительно высокая.

Профили компаний

Россети Московский регион

Россети Московский регион – одна из крупнейших распределительных электросетевых компаний среди дочерних компаний Россетей. Компания работает на территории Москвы и Московской области.

Сильные стороны:

- **Стабильная история дивидендных выплат.** С 2010 года компания ежегодно выплачивает своим акционерам дивиденды. Исходя из прогнозных дивидендных потоков бизнес-плана, в 2024–2027 годах дивидендная доходность компании будет ежегодно превышать 9%.
- **Надежная база клиентов.** Компания работает в одном из самых обеспеченных регионов России, что позволяет ей рассчитывать на высокие и стабильные денежные потоки от своих потребителей.
- **Относительно низкая долговая нагрузка.** В 2022 году компании удалось снизить соотношение «чистый долг / EBITDA» до 1,0 с 2,2 в 2020 году как за счет повышения EBITDA, так и за счет снижения чистого долга. В прогнозном периоде соотношение «чистый долг / EBITDA» останется примерно на уровне 2022 года.

Слабые стороны:

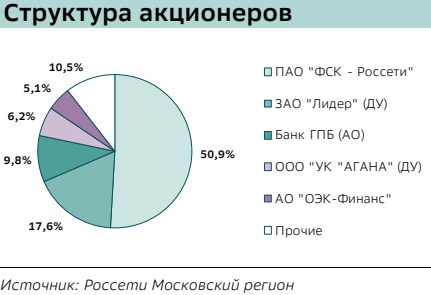
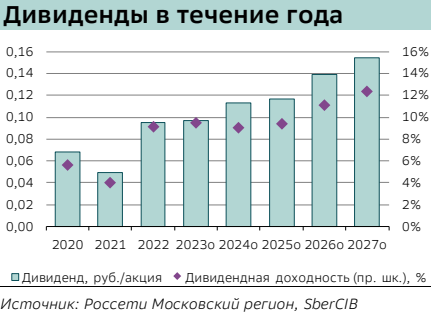
- **Высокие капиталовложения.** Капвложения компании могут быть самыми большими среди дочерних компаний Россетей – в 2023 году они составят 64,9 млрд руб., а в 2025 году – 69,8 млрд руб. В связи с этим свободный денежный поток может оказаться отрицательным в 2023 году и относительно низким в 2024–2025 годах.

Основные показатели						
	2020	2021	2022	2023о	2024о	2025о
Финансовые показатели (РСБУ), млрд руб.						
Выручка	162,8	182,0	198,3	224,2	237,6	253,6
EBITDA	35,8	43,3	46,5	54,5	57,9	64,7
Операционная прибыль	17,7	23,2	24,6	27,9	31,7	37,1
Чистая прибыль	4,8	11,6	11,4	18,9	20,6	23,9
Свободный денежный поток	9,7	10,8	26,0	-9,8	4,5	3,0
Чистый долг	80,0	71,1	48,0	63,1	63,9	64,7
Рентабельность						
по EBITDA	22%	24%	23%	24%	24%	26%
по операционной прибыли	11%	13%	12%	12%	13%	15%
по чистой прибыли	3%	6%	6%	8%	9%	9%
Коэффициенты						
Цена / выручка	0,4	0,3	0,2	0,3	0,3	0,2
Стоимость предприятия / EBITDA	4,1	3,0	2,1	2,3	2,2	1,9
Цена / прибыль	14,1	5,2	4,3	3,2	2,9	2,5
Цена / свободный ден. поток	6,9	5,6	1,9	-	13,6	20,6
Чистый долг / EBITDA	2,2	1,6	1,0	1,2	1,1	1,0

Источник: Россети Московский регион, SberCIB

Акции	
Тикер	MSRS
Цена 14 июля	₽1,25
Капитализация	₽60,8 млрд
Свободное обращение	10,50%
ADT (100 дней)	₽30,5 млн

Источник: Московская биржа, SberCIB



Россети Центр

Россети Центр работает в 11 регионах центрально-европейской части России – Костромской, Ярославской, Тверской, Смоленской, Брянской, Орловской, Липецкой, Тамбовской, Курской, Белгородской и Воронежской областях.

Сильные стороны:

- **Высокая дивидендная доходность.** С 2011 года компания ежегодно выплачивает дивиденды акционерам. Исходя из прогнозных дивидендных потоков бизнес-плана, в 2023–2027 годах дивидендная доходность компании будет ежегодно расти и превысит 17% в 2027 году. Это один из самых высоких уровней ожидаемой дивидендной доходности в секторе.
- **Низкая фундаментальная оценка.** Компания торгуется с одними из самых низких в секторе прогнозными значениями мультипликаторов. В прогнозном периоде соотношение «стоимость предприятия / EBITDA» не превышает 2,2, а «цена / прибыль» – 2,8.
- **Относительно высокая ликвидность акций.** Доля акций компании в свободном обращении составляет 33,3% (самый большой показатель среди обыкновенных акций дочерних компаний Россетей), а объемы торгов – одни из самых высоких среди дочерних компаний Россетей (ADT – 101,4 млн руб.).

Слабые стороны:

- **Относительно низкая рентабельность по чистой прибыли.** В 2023–2025 годах компанией предусмотрено повышение рентабельности по чистой прибыли с 4% до 7%, однако этот уровень все еще ниже, чем у ряда других прибыльных компаний сектора (Россети Московский регион, Россети Центр и Приволжье, Россети Ленэнерго).

Основные показатели

	2020	2021	2022	2023о	2024о	2025о
Финансовые показатели (РСБУ), млрд руб.						
Выручка	95,0	103,2	109,7	119,9	123,1	131,5
EBITDA	18,5	20,5	22,7	25,0	26,2	28,5
Операционная прибыль	7,7	10,6	13,3	13,2	14,2	16,5
Чистая прибыль	2,8	4,1	4,5	6,6	7,3	8,9
Свободный денежный поток	0,6	4,4	7,3	-1,3	1,8	1,6
Чистый долг	44,5	40,8	33,1	35,6	35,3	34,0
Рентабельность						
по EBITDA	19%	20%	21%	21%	21%	22%
по операционной прибыли	8%	10%	12%	11%	12%	13%
по чистой прибыли	3%	4%	4%	5%	6%	7%
Коэффициенты						
Цена / выручка	0,2	0,2	0,1	0,2	0,1	0,1
Стоимость предприятия / EBITDA	3,3	2,8	2,0	2,2	2,0	1,8
Цена / прибыль	6,0	4,2	3,0	2,8	2,5	2,1
Цена / свободный ден. поток	29,8	4,0	1,8	-	9,9	11,3
Чистый долг / EBITDA	2,4	2,0	1,5	1,4	1,3	1,2

Источник: Россети Центр, SberCIB

Акции

Тикер	MRKC
Цена 14 июля	₽0,43
Капитализация	₽18,3 млрд
Свободное обращение	33,30%
ADT (100 дней)	₽101,4 млн

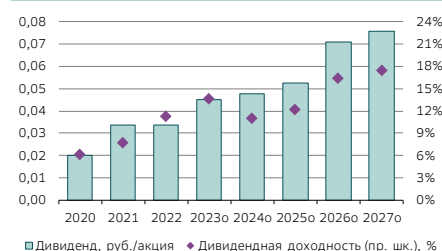
Источник: Московская биржа, SberCIB

Динамика цены акций, руб./акция



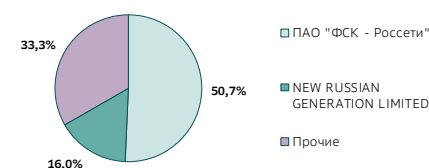
Источник: investing.com

Дивиденды в течение года



Источник: Россети Центр, SberCIB

Структура акционеров



Источник: Россети Центр

Россети Центр и Приволжье

Россети Центр и Приволжье – основной поставщик услуг по передаче электроэнергии и технологическому присоединению к электросетям во Владимирской, Ивановской, Калужской, Кировской, Нижегородской, Рязанской, Тульской областях, а также в Республике Марий Эл и Удмуртской Республике.

Сильные стороны:

- **Высокая дивидендная доходность.** С 2011 года компания ежегодно выплачивает дивиденды акционерам. Исходя из прогнозных дивидендных потоков бизнес-плана, в 2023–2027 годах дивидендная доходность компании будет ежегодно расти и превысит 14% в 2027 году. Это одна из самых высоких ожидаемых дивидендных доходностей в секторе.
- **Низкая фундаментальная оценка.** Компания торгуется с одними из самых низких в секторе прогнозными значениями мультипликаторов. В прогнозном периоде соотношение «стоимость предприятия / EBITDA» не превышает 2,1, а «цена / прибыль» – 3,1.
- **Незначительный рост капвложений.** Компания повысила прогноз по капвложениям в 2023–2027 годах лишь на 6% относительно утвержденной инвестиционной программы ноября 2022 года до 120,4 млрд руб. при росте на 18% в среднем по сектору.

Слабые стороны:

- **Высокая концентрация потребителей.** У компании три контрагента, на каждого из которых приходится свыше 10% совокупной выручки (суммарно 41,9% в 2022 году). С одной стороны, наличие таких крупных контрагентов обеспечивает стабильные денежные потоки, а с другой – такая концентрация создает дополнительные риски в случае неуплаты.

Основные показатели

	2020	2021	2022	2023П	2024П	2025П
Финансовые показатели (РСБУ), млрд руб.						
Выручка	96,6	106,4	113,3	122,4	126,5	134,3
EBITDA	19,7	25,1	28,4	30,0	30,7	33,8
Операционная прибыль	12,8	16,4	19,0	18,0	17,5	20,7
Чистая прибыль	7,0	10,6	10,9	11,3	11,2	13,5
Свободный денежный поток	1,6	1,8	6,2	-3,4	1,8	4,5
Чистый долг	24,6	26,6	19,2	28,5	30,2	29,4
Рентабельность						
по EBITDA	20%	24%	25%	25%	24%	25%
по операционной прибыли	13%	15%	17%	15%	14%	15%
по чистой прибыли	7%	10%	10%	9%	9%	10%
Коэффициенты						
Цена / выручка	0,3	0,2	0,2	0,3	0,3	0,3
Стоимость предприятия / EBITDA	2,7	2,1	1,7	2,1	2,1	1,9
Цена / прибыль	4,1	2,5	2,6	3,0	3,1	2,5
Цена / свободный ден. поток	17,6	14,4	4,5	-	19,1	7,6
Чистый долг / EBITDA	1,3	1,1	0,7	1,0	1,0	0,9

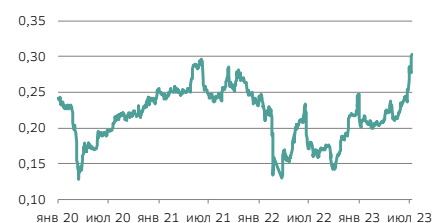
Источник: Россети Центр и Приволжье, SberCIB

Акции

Тикер	MRKP
Цена 14 июля	₽0,30
Капитализация	₽34,3 млрд
Свободное обращение	26,80%
ADT (100 дней)	₽90,2 млн

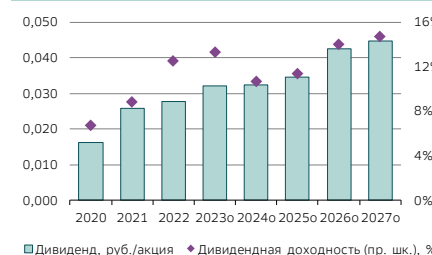
Источник: Московская биржа, SberCIB

Динамика цены акций, руб./акция



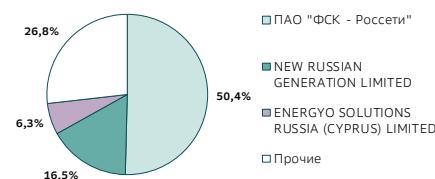
Источник: investing.com

Дивиденды в течение года



Источник: Россети Центр и Приволжье, SberCIB

Структура акционеров



Источник: Россети Центр и Приволжье

Россети Урал

Россети Урал осуществляет транспортировку электроэнергии по электросетям напряжением 0,4-220 кВ и технологическое присоединение потребителей к электросетям на территории Свердловской, Челябинской областей, а также Пермского края.

Сильные стороны:

- Высокая дивидендная доходность.** Исходя из планов компании по дивидендным выплатам, в 2024-2027 годах дивидендная доходность компании останется двузначной (кроме 2025 и 2026 годов). Тем не менее после ожидаемых рекордных дивидендов в 2024 году дальнейшего увеличения объема дивидендных выплат не предусмотрено.
- Значительный рост чистой прибыли в 2023 году.** Компания ожидает, что ее чистая прибыль вырастет в 2,8 раза относительно уровня 2022 года до 9,1 млрд руб. Тем не менее в дальнейшем роста прибыли не ожидается, и как минимум до 2027 года компания не прогнозирует повторения рекордного результата 2023 года.
- Низкие потери электроэнергии.** В 2022 году потери электроэнергии компанией составили 6,05% от отпуска в сеть. Более низкие показатели в секторе только у Россети Волга (5,80%) и Россети Северо-Запад (5,89%).

Слабые стороны:

- Рост капиталовложений.** Компания повысила прогноз по капвложениям на 2023-2027 годы на 38% относительно утвержденной инвестиционной программы ноября 2022 года до 72,4 млрд руб. против роста на 18% в среднем по сектору.

Основные показатели

	2020	2021	2022	2023П	2024П	2025П
Финансовые показатели (РСБУ), млрд руб.						
Выручка	76,1	82,7	88,7	103,8	108,8	114,2
EBITDA	7,0	13,8	12,3	19,6	20,6	19,4
Операционная прибыль	2,1	5,6	6,7	12,1	11,6	11,7
Чистая прибыль	0,0	5,1	3,3	9,1	8,9	7,7
Свободный денежный поток	-2,9	0,5	0,5	-6,7	-1,1	2,1
Чистый долг	17,7	16,0	16,1	23,6	26,8	26,3
Рентабельность						
по EBITDA	9%	17%	14%	19%	19%	17%
по операционной прибыли	3%	7%	7%	12%	11%	10%
по чистой прибыли	0%	6%	4%	9%	8%	7%
Коэффициенты						
Цена / выручка	0,2	0,2	0,2	0,3	0,3	0,3
Стоимость предприятия / EBITDA	4,5	2,3	2,7	2,7	2,7	2,8
Цена / прибыль	714,7	3,1	5,2	3,2	3,2	3,8
Цена / свободный ден. поток	-	32,4	37,7	-	-	13,6
Чистый долг / EBITDA	2,5	1,2	1,3	1,2	1,3	1,4

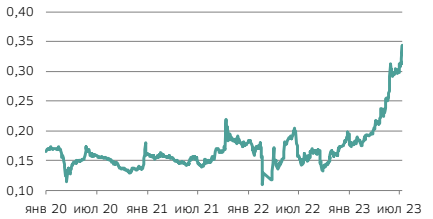
Источник: Россети Урал, SberCIB

Акции

Тикер	MRKU
Цена 14 июля	₽0,33
Капитализация	₽28,8 млрд
Свободное обращение	13,10%
ADT (100 дней)	₽15,4 млн

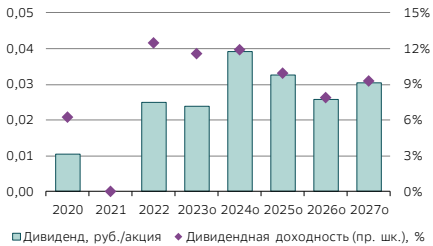
Источник: Московская биржа, SberCIB

Динамика цены акций, руб./акция



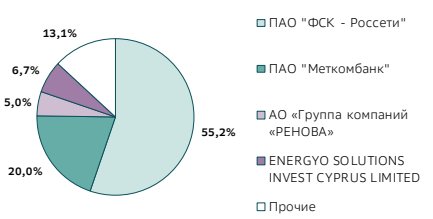
Источник: investing.com

Дивиденды в течение года



Источник: Россети Урал, SberCIB

Структура акционеров



Источник: Россети Урал

Россети Сибирь

Россети Сибирь осуществляет передачу и распределение электроэнергии на территории республик Алтай, Бурятия, Тыва и Хакасия, Алтайского, Забайкальского, Красноярского краев, Кемеровской и Омской областей.

Сильные стороны:

- **Капиталовложения снижены.** Россети Сибирь – единственная дочерняя компания Россетей, снизившая прогноз по капвложениям в 2023–2027 годах на 18% относительно инвестпрограммы, утвержденной в ноябре 2022 года. В связи с этим в 2025–2027 годах свободный денежный поток компании будет положительным.

Слабые стороны:

- **Относительно низкая дивидендная доходность.** В 2021–2023 годах Россети Сибирь не выплачивала дивиденды. При этом с 2024 года компанией предусмотрено их возобновление. Тем не менее дивидендная доходность не будет превышать 3%.
- **Высокая долговая нагрузка.** По итогам 2022 года отношение чистого долга к EBITDA составляло 4,3. Это один из самых высоких уровней среди дочерних компаний Россетей (выше только у Россети Юг). В прогнозном периоде ожидается снижение показателя, но он все еще будет выше 3,4.

Основные показатели

	2020	2021	2022	2023о	2024о	2025о
Финансовые показатели (РСБУ), млрд руб.						
Выручка	56,9	60,6	64,6	69,5	73,8	77,5
EBITDA	9,4	9,8	9,0	12,6	12,5	11,6
Операционная прибыль	2,0	2,8	2,7	3,8	3,7	3,5
Чистая прибыль	0,0	1,1	-0,2	1,9	1,3	0,6
Свободный денежный поток	-1,6	-1,9	1,0	-6,3	-0,9	2,3
Чистый долг	37,5	39,7	38,2	44,1	46,2	44,4
Рентабельность						
по EBITDA	17%	16%	14%	18%	17%	15%
по операционной прибыли	4%	5%	4%	6%	5%	4%
по чистой прибыли	0%	2%	-	3%	2%	1%
Коэффициенты						
Цена / выручка	0,6	0,5	0,4	0,6	0,5	0,5
Стоимость предприятия / EBITDA	7,8	7,4	6,9	6,6	6,8	7,2
Цена / прибыль	1315,5	30,0	-	20,3	30,6	67,8
Цена / свободный ден. поток	-	-	23,3	-	-	16,7
Чистый долг / EBITDA	4,0	4,0	4,3	3,5	3,7	3,8

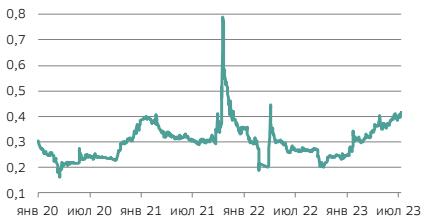
Источник: Россети Сибирь, SberCIB

Акции

Тикер	MRKS
Цена 14 июля	₽0,41
Капитализация	₽39,1 млрд
Свободное обращение	3,80%
ADT (100 дней)	₽13,1 млн

Источник: Московская биржа, SberCIB

Динамика цены акций, руб./акция



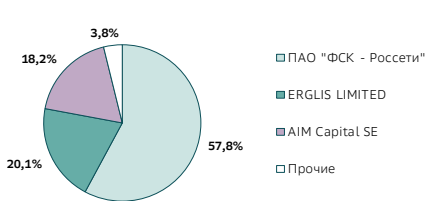
Источник: investing.com

Дивиденды в течение года



Источник: Россети Сибирь, SberCIB

Структура акционеров



Источник: Россети Сибирь

Россети Волга

Деятельность Россети Волга охватывает семь регионов, в которых проживает более 12 млн человек: Саратовская, Самарская, Ульяновская, Оренбургская, Пензенская области, Республика Мордовия и Чувашская Республика.

Сильные стороны:

- Высокая ожидаемая дивидендная доходность.** По итогам 2020 и 2022 годов компания не выплачивала дивидендов. Однако по итогам 2023 года компания планирует возобновить их выплату, а в 2027 году, согласно бизнес-плану компании, дивидендная доходность может превысить 16%.
- Низкие потери электроэнергии.** В 2022 году потери электроэнергии компании составили 5,80% от отпуска в сеть. Это самый низкий уровень потерь в секторе.
- Небольшой рост капиталовложений.** Компания повысила прогноз по капвложениям в 2023–2027 годах только на 3% относительно инвестпрограммы, утвержденной в ноябре 2022 года, до 55,5 млрд руб.

Слабые стороны:

- Низкая рентабельность и свободный денежный поток.** В 2020 и 2022 годах компания показала чистый убыток, а в прогнозном периоде рентабельность по чистой прибыли, согласно бизнес-плану, повысится только до 3%. При этом в 2023–2024 годах свободный денежный поток может быть отрицательным.

Основные показатели

	2020	2021	2022	2023о	2024о	2025о
Финансовые показатели (РСБУ), млрд руб.						
Выручка	60,3	64,8	66,6	75,8	79,1	84,7
EBITDA	5,1	7,4	7,0	9,4	10,6	12,5
Операционная прибыль	-0,7	0,2	-0,1	1,7	2,8	4,3
Чистая прибыль	-0,9	0,1	-1,1	0,9	1,5	2,7
Свободный денежный поток	-2,1	0,4	-1,8	-1,1	-0,2	0,1
Чистый долг	6,4	6,0	7,8	8,5	8,8	9,0
Рентабельность						
по EBITDA	8%	11%	10%	12%	13%	15%
по операционной прибыли	-	0%	-	2%	4%	5%
по чистой прибыли	-	0%	-	1%	2%	3%
Коэффициенты						
Цена / выручка	0,2	0,1	0,1	0,1	0,1	0,1
Стоимость предприятия / EBITDA	3,8	2,1	1,8	1,8	1,6	1,4
Цена / прибыль	-	71,9	-	9,6	5,5	3,2
Цена / свободный ден. поток	-	25,7	-	-	-	154,4
Чистый долг / EBITDA	1,3	0,8	1,1	0,9	0,8	0,7

Источник: Россети Волга, SberCIB

Акции

Тикер	MRKV
Цена 14 июля	₽0,045
Капитализация	₽8,4 млрд
Свободное обращение	20,70%
ADT (100 дней)	₽26,8 млн

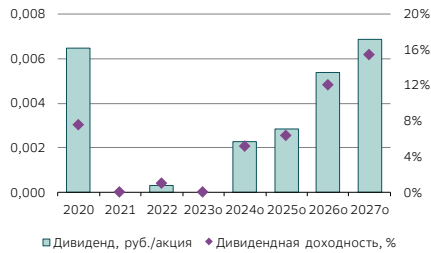
Источник: Московская биржа, SberCIB

Динамика цены акций, руб./акция



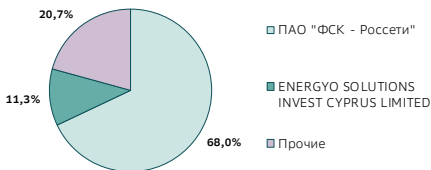
Источник: investing.com

Дивиденды в течение года



Источник: Россети Волга, SberCIB

Структура акционеров



Источник: Россети Волга

Россети Ленэнерго

Основными функциями Россети Ленэнерго являются передача электрической энергии по сетям 110/0,4 кВ, а также присоединение потребителей к электрическим сетям на территории Санкт-Петербурга и Ленинградской области.

Сильные стороны:

- **Привлекательные дивиденды по привилегированным акциям.** Уставом компании предусмотрено, что в качестве дивидендов на привилегированные акции направляется 10% чистой прибыли по РСБУ. Поскольку компания прибыльная, то с 2007 года Россети Ленэнерго ежегодно выплачивает своим акционерам дивиденды по привилегированным акциям. Исходя из прогнозных данных бизнес-плана компании по чистой прибыли, в 2023–2026 годах дивидендная доходность компании будет ежегодно превышать 10%.
- **Высокая рентабельность.** Рентабельность компании по EBITDA (около 45%), операционной (около 30%) и чистой прибыли (около 20%) – самая высокая в секторе. Она почти в два раза больше, чем у наиболее прибыльных компаний сектора.
- **Низкая долговая нагрузка.** Долговая нагрузка компании одна из самых низких в секторе. По итогам 2022 года соотношение «чистый долг / EBITDA» составило лишь 0,3 (ниже только у ТРК). В прогнозном периоде ожидается умеренное увеличение долговой нагрузки.
- **Высокая ликвидность.** Несмотря на то что в свободном обращении находится лишь 1% обыкновенных акций Россети Ленэнерго, объем торгов этими акциями довольно высокий среди дочерних компаний Россетей (ADT – 77,6 млн руб.), а капитализация – самая высокая (130,2 млрд руб.). Привилегированные акции тоже обладают высокой ликвидностью (ATD – 124,5 млн), а также высоким уровнем свободного обращения (75,6%).

Слабые стороны:

- **Низкие дивиденды по обыкновенным акциям.** Наличие привилегированных акций и особых выплат по ним, предусмотренных в уставе, приводит к тому, что из 50% скорректированной чистой прибыли, которые направляются на дивиденды акционерам, большая часть дивидендов нередко приходится на привилегированные акции. Обладатели обыкновенных акций довольствуются оставшейся частью, в связи с этим дивидендная доходность обыкновенных акций (количество которых в 90 раз больше, чем привилегированных), значительно ниже (менее 6%).
- **Низкий свободный денежный поток.** Прогнозные капвложения компании – вторые по объемам после Россети Московский регион. На этом фоне в 2023 и 2025 годах свободный денежный поток компании будет отрицательным.

Обыкновенные акции

Тикер	LSNG
Цена 14 июля	₽15,28
Капитализация	₽130,2 млрд
Свободное обращение	1,04%
ADT (100 дней)	₽77,6 млн

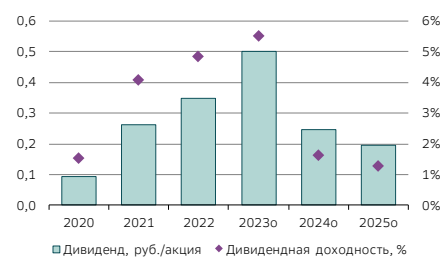
Источник: Московская биржа, SberCIB

Динамика цены обыкновенных акций, руб./акция



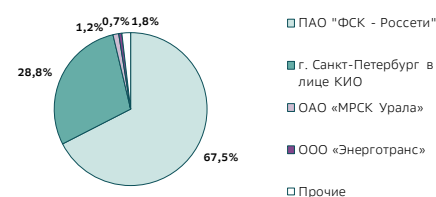
Источник: investing.com

Дивиденды в течение года, обыкновенные акции



Источник: Россети Ленэнерго, SberCIB

Структура акционеров



Источник: Россети Ленэнерго

■ **Высокие потери электроэнергии.** Потери компании в 2022 году составили 11,20% от отпуска электроэнергии в сеть. В секторе показатели выше имеет только Россети Северный Кавказ (25,33%).

Негативный фон вокруг компании. Россети Северный Кавказ планирует допэмиссию на сумму до 86,8 млрд руб. по закрытой подписке. На втором этапе допвыпуска Россети Ленэнерго может поучаствовать в приобретении этих акций. Это может негативно отразиться на чистой прибыли Россети Ленэнерго и привести к снижению объема дивидендных выплат.

Основные показатели

	2020	2021	2022	2023о	2024о	2025о
Финансовые показатели (РСБУ), млрд руб.						
Выручка	82,6	93,4	95,1	103,3	111,0	115,4
EBITDA	32,8	42,8	46,3	45,3	51,0	50,3
Операционная прибыль	22,1	26,2	28,3	29,2	31,7	28,0
Чистая прибыль	14,1	19,8	18,0	20,5	23,8	21,4
Свободный денежный поток	0,5	4,1	15,5	-17,0	2,3	-1,7
Чистый долг	27,3	25,4	13,5	33,3	33,4	38,5
Рентабельность						
по EBITDA	40%	46%	49%	44%	46%	44%
по операционной прибыли	27%	28%	30%	28%	29%	24%
по чистой прибыли	17%	21%	19%	20%	21%	19%
Коэффициенты						
Цена / выручка	0,7	0,9	0,9	1,4	1,3	1,3
Стоимость предприятия / EBITDA	2,6	2,6	2,1	4,0	3,6	3,7
Цена / прибыль	4,2	4,4	4,7	7,3	6,3	7,0
Цена / свободный ден. поток	124,5	21,1	5,4	-	64,6	-
Чистый долг / EBITDA	0,8	0,6	0,3	0,7	0,7	0,8

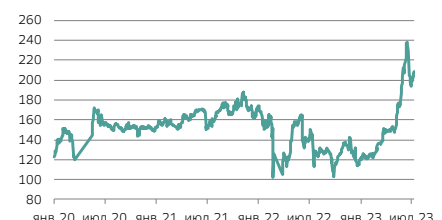
Источник: Россети Ленэнерго, SberCIB

Привилегированные акции

Тикер	LSNGP
Цена 14 июля	₽206
Капитализация	₽19,2 млрд
Свободное обращение	75,60%
ADT (100 дней)	₽124,5 млн

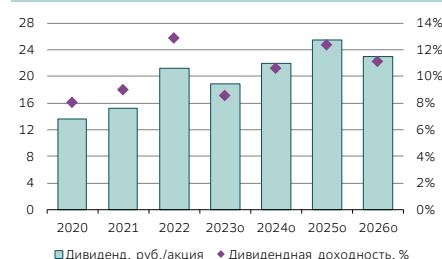
Источник: Московская биржа, SberCIB

Динамика цены привилегированных акций, руб./акция



Источник: Россети Ленэнерго, SberCIB

Дивиденды в течение года, привилегированные акции



Источник: Россети Ленэнерго, SberCIB

Россети Кубань

Россети Кубань ведет деятельность на территории Краснодарского края и Республики Адыгея.

Сильные стороны:

■ **Умеренная долговая нагрузка.** Компании удалось снизить соотношение «чистый долг / EBITDA» с 4,8 в 2020 году до 1,0 в 2022 году во многом за счет увеличения EBITDA. По оценке компании, в прогнозном периоде это соотношение останется на уровне, близком к 2022 году.

Слабые стороны:

■ **Относительно низкая дивидендная доходность.** Исходя из прогнозных дивидендных потоков компании, в 2023–2027 годах дивидендная доходность не превысит 5%. Исключение – 2025 год (доходность – 6,2%), поскольку в 2024 году компания ожидает единоразового роста выручки от оказания услуг по технологическому присоединению в четыре раза относительно уровня 2023 года.

■ **Значительный рост капвложений.** Компания повысила прогноз по капвложениям в 2023-2027 годах на 57% относительно утвержденной в ноябре 2022 года инвестпрограмме, в среднем по сектору они вырастут на 18%. Это самый высокий в секторе темп роста после Россети Северный Кавказ (плюс 64%).

■ **Низкая ликвидность акций.** Капитализация компании высока по сравнению с дочерними компаниями Россетей – более 70 млрд руб. Однако количество акций в свободном обращении у Россети Кубань составляет лишь 0,3%, а ADT – 5,5 млн руб.

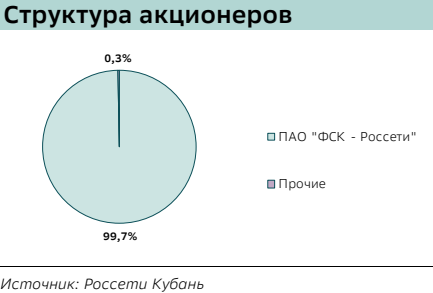
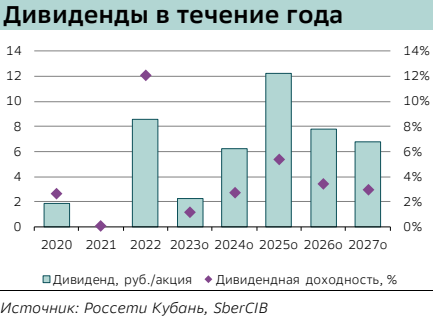
■ **Компания проводит доэмиссию акций.** В 2013 году количество акций компании составляло 77,3 млн шт., а в 2021 году (согласно последней редакции устава) – уже 334,7 млн шт. Это размывает доли акционеров.

Основные показатели						
	2020	2021	2022	2023о	2024о	2025о
Финансовые показатели (РСБУ), млрд руб.						
Выручка	49,4	57,7	63,7	71,3	81,8	79,5
EBITDA	4,8	8,9	16,1	18,3	23,5	18,4
Операционная прибыль	2,4	7,6	10,6	10,2	17,2	11,7
Чистая прибыль	-1,5	1,7	5,2	6,8	10,7	5,5
Свободный денежный поток	-1,0	2,4	2,0	-3,5	-3,1	3,3
Чистый долг	22,7	18,9	16,8	17,4	22,3	23,1
Рентабельность						
по EBITDA	10%	15%	25%	26%	29%	23%
по операционной прибыли	5%	13%	17%	14%	21%	15%
по чистой прибыли	-	3%	8%	10%	13%	7%
Коэффициенты						
Цена / выручка	0,4	0,4	0,3	1,1	0,9	1,0
Стоимость предприятия / EBITDA	9,2	4,6	2,2	5,2	4,2	5,4
Цена / прибыль	-	13,0	3,6	11,3	7,2	13,9
Цена / свободный ден. поток	-	9,2	9,3	-	-	23,0
Чистый долг / EBITDA	4,8	2,1	1,0	1,0	0,9	1,3

Источник: Россети Кубань, SberCIB

Акции	
Тикер	KUBE
Цена 14 июля	₽230
Капитализация	₽77,0 млрд
Свободное обращение	0,30%
ADT (100 дней)	₽11,1 млн

Источник: Московская биржа, SberCIB



Россети Юг

Россети Юг отвечает за транспортировку электроэнергии по сетям 110 кВ и ниже на территории четырех субъектов РФ, в которых проживают более 8 млн человек: Ростовская, Астраханская и Волгоградская области, Республика Калмыкия.

Сильные стороны:

- **Небольшое увеличение инвестпрограммы.** Компания повысила прогноз по капвложениям в 2023-2027 годах на 6% относительно утвержденной в ноябре 2022 года инвестпрограммы, а в среднем по сектору они вырастут на 18%. В связи с этим в 2026-2027 годах свободный денежный поток компании будет положительным.

Слабые стороны:

- **Отсутствие дивидендных выплат.** В последний раз компания выплачивала дивиденды по итогам 2018 года. Согласно апрельскому бизнес-плану Россети Юг, она будет прибыльной в 2023–2027 годах, однако в ближайшие годы дивидендные выплаты не планируются, хотя еще в утвержденной в ноябре 2022 года инвестпрограмме компания планировала начать дивидендные выплаты с 2025 года.
- **Низкая рентабельность бизнеса.** Ожидается, что в 2023–2027 годах компания будет прибыльной, однако чистая рентабельность не превысит 3%.
- **Высокая долговая нагрузка.** По итогам 2022 года отношение чистого долга к EBITDA составляло 4,6. Это самый высокий уровень среди дочерних компаний Россетей. Тем не менее к 2027 году предусмотрено снижение этого показателя до 2,6.
- **Компания проводит допэмиссию акций.** В 2016 году количество акций компании составляло 49,8 млн шт., а в 2021 году (согласно последней редакции устава) – уже 151,6 млн шт. Это размывает доли акционеров.

Основные показатели

	2020	2021	2022	2023о	2024о	2025о
Финансовые показатели (РСБУ), млрд руб.						
Выручка	39,1	41,5	42,1	47,0	48,0	50,7
EBITDA	4,4	7,7	4,6	6,0	6,5	6,9
Операционная прибыль	4,5	4,5	4,4	5,0	5,2	5,7
Чистая прибыль	-0,2	2,1	-0,6	0,4	0,8	0,8
Свободный денежный поток	-3,0	-2,7	0,9	-3,4	-0,4	0,9
Чистый долг	19,3	21,9	20,9	24,3	24,7	23,7
Рентабельность						
по EBITDA	11%	18%	11%	13%	14%	14%
по операционной прибыли	12%	11%	11%	11%	11%	11%
по чистой прибыли	-	5%	-	1%	2%	2%
Коэффициенты						
Цена / выручка	0,1	0,2	0,1	0,2	0,2	0,2
Стоимость предприятия / EBITDA	5,1	3,8	5,7	5,4	5,0	4,6
Цена / прибыль	-	3,3	-	19,3	10,1	10,0
Цена / свободный ден. поток	-	-	5,5	-	-	8,6
Чистый долг / EBITDA	4,4	2,9	4,6	4,0	3,8	3,5

Источник: Россети Юг, SberCIB

Акции

Тикер	MRKY
Цена 14 июля	₽0,054
Капитализация	₽8,1 млрд
Свободное обращение	15,90%
ADT (100 дней)	₽12,3 млн

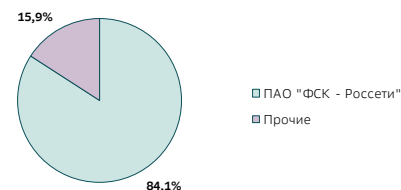
Источник: Московская биржа, SberCIB

Динамика цены акций, руб./акция



Источник: investing.com

Структура акционеров



Источник: Россети Юг

Россети Северо-Запад

Россети Северо-Запад оказывает услуги по передаче электроэнергии и присоединению к электросетям в Архангельской, Вологодской, Мурманской, Новгородской, Псковской областях, Республике Карелия и Республике Коми.

Сильные стороны:

- **Низкие потери электроэнергии.** По итогам 2022 года потери электроэнергии составили 5,89% от отпуска в сеть. Это лучший показатель в секторе после Россети Волга (5,80%).

Слабые стороны:

- **Компания не выплачивает дивиденды.** В последний раз Россети Северо-Запад выплачивала дивиденды по итогам 2019 года. Компания ожидает чистую прибыль только в 2026 году, однако не прогнозирует дивидендных выплат в прогнозном периоде.
- **Отрицательный свободный денежный поток.** Утвержденный в ноябре 2022 года бизнес-план предусматривал, что свободный денежный поток компании станет положительным с 2026 года. Однако ввиду повышения капвложений в секторе компания теперь не ожидает его возвращения в область положительных значений как минимум до 2027 года.
- **Долговая нагрузка может вырасти.** В 2022 году отношение чистого долга к EBITDA составило 2,6, а к 2025 году оно может вырасти до 4,2. Это связано как с низкими темпами роста EBITDA, так и с увеличением долга.
- **Низкая капитализация.** Капитализация компании составляет лишь 3,6 млрд руб., а объемы торгов относительно низкие. Частично это компенсируется высокой долей акций в свободном обращении: она составляет 30,4%. Среди дочерних компаний Россетей выше доля только у Россети Центр (33,3%).

Акции

Тикер	MRKZ
Цена 14 июля	₽0,042
Капитализация	₽4,0 млрд
Свободное обращение	30,40%
ADT (100 дней)	₽18,7 млн

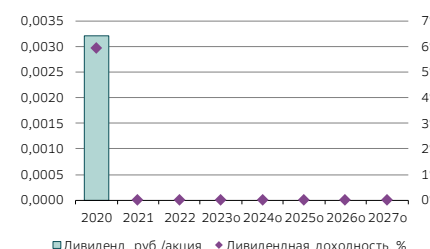
Источник: Московская биржа, SberCIB

Динамика цены акций, руб./акция



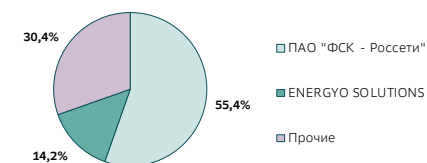
Источник: investing.com

Дивиденды в течение года



Источник: Россети Северо-Запад, SberCIB

Структура акционеров



Источник: Россети Северо-Запад

Основные показатели

	2020	2021	2022	2023o	2024o	2025o
Финансовые показатели (РСБУ), млрд руб.						
Выручка	43,9	45,8	47,8	54,5	55,2	58,4
EBITDA	4,0	6,9	5,4	6,5	5,3	5,5
Операционная прибыль	1,9	1,9	2,1	2,5	0,9	1,5
Чистая прибыль	-1,4	1,1	-0,5	0,0	-1,1	-1,1
Свободный денежный поток	-0,2	0,5	-0,2	-2,4	-4,0	-3,5
Чистый долг	14,8	14,0	14,0	16,0	19,7	22,8
Рентабельность						
по EBITDA	9%	15%	11%	12%	10%	9%
по операционной прибыли	4%	4%	4%	5%	2%	3%
по чистой прибыли	-	2%	-	-	-	-
Коэффициенты						
Цена / выручка	0,1	0,1	0,1	0,1	0,1	0,1
Стоимость предприятия / EBITDA	5,0	2,8	3,0	3,1	4,5	4,9
Цена / прибыль	-3,8	4,6	-	-	-	-
Цена / свободный ден. поток	-28,7	9,2	-	-	-	-
Чистый долг / EBITDA	3,7	2,0	2,6	2,5	3,7	4,2

Источник: Россети Северо-Запад, SberCIB

Россети Северный Кавказ

Россети Северный Кавказ обслуживает электросетевые объекты в семи регионах Северо-Кавказского федерального округа – Ставропольский край, Карачаево-Черкесская, Кабардино-Балкарская, Чеченская Республики, Республики Северная Осетия-Алания, Ингушетия и Дагестан.

Сильные стороны:

■ **Относительно низкая долговая нагрузка.** Чистый долг компании по итогам 2022 года составил 6,4 млрд руб., а уже в 2024 году, согласно апрельскому плану Россети Северный Кавказ, объем денежных средств на балансе должен превысить объем долгов. Примечательно, что утвержденный бизнес-план от ноября 2022 года не предусматривал этого, а в 2023 году чистый долг должен был увеличиться до 11,6 млрд руб.

Слабые стороны:

- **Слабое финансовое положение.** Компания убыточна на операционном уровне. Ее функционирование зависит от поддержки со стороны мажоритарного акционера – Россетей. На этом фоне компания не выплачивает дивиденды и не планирует выплаты в ближайшие годы. Тем не менее у компании есть планы показать операционную прибыль с 2026 года.
- **Размытие доли акционеров.** Для продолжения работы компании приходится проводить допэмиссию акций, что размывает долю акционеров: в 2016 году у компании было 29,5 млн акций, а в 2021 (согласно последней редакции устава) – уже 889,3 млн.
- **Значительные потери электроэнергии.** По итогам 2022 года потери электрической энергии составили 25,33% от отпуска в сеть по сравнению с 9,4% в среднем по сектору, что свидетельствует о низкой эффективности операционного функционирования компании.

Основные показатели

	2020	2021	2022	2023o	2024o	2025o
Финансовые показатели (РСБУ), млрд руб.						
Выручка	26,9	34,6	41,3	47,0	52,3	57,4
EBITDA	-11,0	-14,5	-10,6	-10,9	-10,3	-9,3
Операционная прибыль	-0,5	-6,8	-5,1	-5,0	-1,9	-0,7
Чистая прибыль	-11,2	-14,2	-11,3	-12,0	-10,0	-9,1
Свободный денежный поток	-6,7	-3,5	-26,7	-35,2	-1,1	-0,1
Чистый долг	8,0	4,9	6,4	2,2	-3,1	-3,4
Рентабельность						
по EBITDA	-	-	-	-	-	-
по операционной прибыли	-	-	-	-	-	-
по чистой прибыли	-	-	-	-	-	-
Коэффициенты						
Цена / выручка	0,2	0,7	0,3	0,4	0,4	0,3
Стоимость предприятия / EBITDA	-	-	-	-	-	-
Цена / прибыль	-	-	-	-	-	-
Цена / свободный ден. поток	-	-	-	-	-	-
Чистый долг / EBITDA	-	-	-	-	-	-

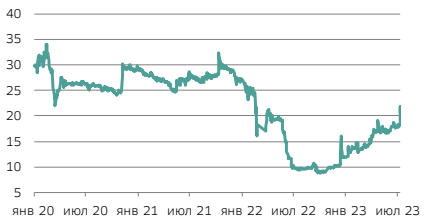
Источник: Россети Северный Кавказ, Минэнерго, SberCIB

Акции

Тикер	MRKK
Цена 14 июля	₽20,74
Капитализация	₽18,4 млрд
Свободное обращение	2,90%
ADT (100 дней)	₽6,0 млн

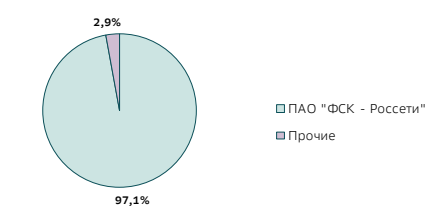
Источник: Московская биржа, SberCIB

Динамика цены акций, руб./акция



Источник: investing.com

Структура акционеров



Источник: Россети Северный Кавказ

Томская распределительная компания

Томская распределительная компания (ТРК) обеспечивает передачу и распределение электроэнергии на всей территории Томской области.

Сильные стороны:

- **Финансовые показатели улучшаются.** После того как в 2020–2021 годах компания была убыточна на операционном уровне, в 2022 году ТРК стала прибыльной. Согласно бизнес-плану компании, в прогнозном периоде ТРК останется прибыльной и ее свободный денежный поток будет положительным.
- **Высокая дивидендная доходность по привилегированным акциям.** Согласно уставу компании, на дивиденды по каждой привилегированной акции направляется 10% чистой прибыли, разделенной на число акций, которые составляют 25% уставного капитала, т. е. около 5% чистой прибыли ТРК направляется на привилегированные акции в виде дивидендов. Причем если дивиденд на обыкновенную акцию больше, чем по привилегированной акции, то он должен быть увеличен до уровня по обыкновенным акциям. Такая дивидендная политика более привлекательна для привилегированных акций и, согласно данным бизнес-плана по чистой прибыли, в прогнозном периоде дивидендная доходность ТРК по привилегированным акциям может быть двузначной.
- **Низкая долговая нагрузка.** У компании самая низкая долговая нагрузка в секторе. По итогам 2022 года у компании была чистая денежная позиция и, по ожиданиям компании, она сохранится в прогнозном периоде.

Слабые стороны:

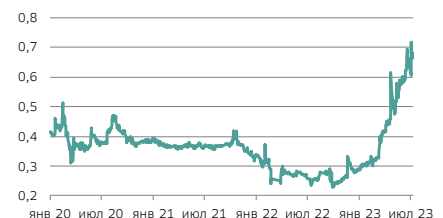
- **Относительно низкая дивидендная доходность по обыкновенным акциям.** Особенности выплат дивидендов компании приводят к тому, что дивидендная доходность обыкновенных акций ниже. Хотя, исходя из бизнес-плана, в прогнозном периоде (2026–2027 годы) дивиденд на акцию по обыкновенной акции будет таким же, как и по привилегированным, дивидендная доходность по обыкновенным акциям все еще будет менее 10%, поскольку они стоят существенно дороже, чем привилегированные.
- **Низкая ликвидность.** Капитализация обыкновенных акций составляет 2,6 млрд руб., а привилегированных – лишь около 200 млн руб. Объемы торгов низкие – ADT обыкновенных акций – 4,3 млн руб., а у привилегированных – 3,2 млн руб.

Обыкновенные акции

Тикер	TORS
Цена 14 июля	₽0,68
Капитализация	₽2,6 млрд
Свободное обращение	5,40%
ADT (100 дней)	₽4,3 млн

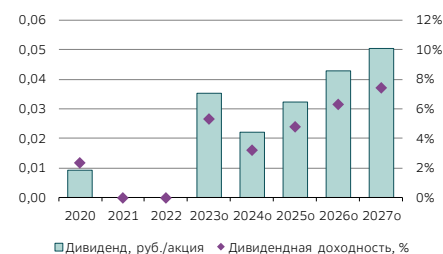
Источник: Московская биржа, SberCIB

Динамика цены обыкновенных акций, руб./акция



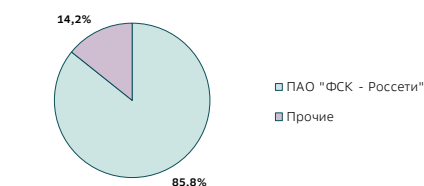
Источник: investing.com

Дивиденды в течение года, обыкновенные акции



Источник: ТРК, SberCIB

Структура акционеров



Источник: ТРК

Основные показатели

	2020	2021	2022	2023о	2024о	2025о
Финансовые показатели (РСБУ), млрд руб.						
Выручка	6,6	7,3	8,4	9,4	9,9	10,5
EBITDA	0,1	0,4	1,0	1,0	1,1	1,2
Операционная прибыль	-0,4	-0,1	0,5	0,5	0,6	0,6
Чистая прибыль	-0,4	-0,2	0,3	0,3	0,4	0,5
Свободный денежный поток	-0,4	-0,2	0,3	0,1	0,2	0,2
Чистый долг	-0,1	0,0	-0,3	-0,2	-0,2	-0,3
Рентабельность						
по EBITDA	1%	5%	12%	11%	11%	11%
по операционной прибыли	-6%	-2%	6%	5%	6%	6%
по чистой прибыли	-6%	-2%	4%	4%	4%	4%
Коэффициенты						
Цена / выручка	0,2	0,2	0,1	0,3	0,3	0,3
Стоимость предприятия / EBITDA	16,9	3,8	1,0	2,6	2,5	2,2
Цена / прибыль	-	-	4,1	8,1	7,3	6,1
Цена / свободный ден. поток	-	-	4,4	40,3	18,2	13,8
Чистый долг / EBITDA	-1,6	0,1	-0,3	-0,2	-0,2	-0,3

Источник: ТРК, Минэнерго, SberCIB

Привилегированные акции

Тикер	TORSP
Цена 14 июля	₽0,43
Капитализация	₽0,2 млрд
Свободное обращение	72,60%
ADT (100 дней)	₽3,2 млн

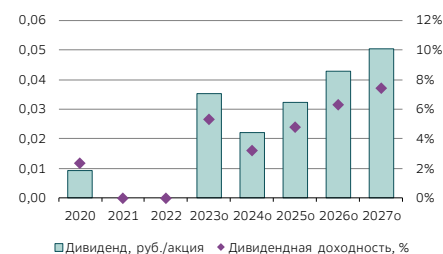
Источник: Московская биржа, SberCIB

Динамика цены привилегированных акций, руб./акция



Источник: ТРК, SberCIB

Дивиденды в течение года, привилегированные акции



Источник: ТРК, SberCIB