

Дочерние компании Россетей

Нужно больше дивидендной ДОХОДНОСТИ

18 ИЮЛЯ 2024



Дочерние компании Россетей

Ряд компаний сектора продолжает выплачивать дивиденды с двузначной доходностью, однако в условиях высоких ставок она уже не столь привлекательна.

- **Электросетевые компании стали намного популярнее у инвесторов.** В 2023 году акции большинства электросетевых компаний опережали динамику рынка, а среднедневные объемы торгов увеличились почти в пять раз по сравнению с 2022 годом. В основном это связано со значительным ростом финансовых показателей в 2023 году. В 2024 году такого роста может уже не быть. При этом популярность акций этих компаний может снизиться из-за высоких ставок, в условиях которых дивидендные акции становятся менее интересными для инвесторов.
- **Компании стали более оптимистичными на 2024–2027 годы.** В опубликованных в апреле – мае 2024 года бизнес-планах электросетевые компании улучшили прогнозы по финансовым показателям на ближайшие четыре года по сравнению с ожиданиями год назад. В основном это связано с более высокими прогнозами Минэкономразвития РФ по темпам роста тарифов в секторе. Тем не менее двузначных темпов роста выручки после рекордного 2023 года не ожидается (они могут составить 5,5–9,6% в среднем по сектору в 2024–2027 годах). Компании также улучшили взгляд на перспективы рентабельности бизнеса. Однако на практике повышения рентабельности может и не быть, если у компаний будут высокие расходы по обесценению активов.
- **Дивиденды – основа инвестиционной привлекательности электросетевых компаний.** Для оценки привлекательности акций электросетевых компаний мы, как и прежде, в первую очередь смотрим на ожидаемую дивидендную доходность. Только пять эмитентов на горизонте пяти лет с учетом финансовых планов могут обеспечить дивидендную доходность на уровне 5-летних ОФЗ (16,0%) и выше. Однако такие дивидендные доходности могут быть не ранее 2026 года. 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/ЕБИТДА» и рентабельность) мы выделили три компании.

Оценка электросетевых компаний

Компания	Тикер	Капитализация, млрд руб.	Цена 12 июля, руб./акция	Див. дох. за 2024о год	ADT, млн руб.	Свободное обращение	Чист. долг/ЕБИТДА 2024о	Рентаб. по ЕБИТДА	Чистая рентаб. 2024о
Россети Центр	MRKC	24	0,45	14%	48	31%	1,3	21%	5%
Россети Московский регион	MSRS	62	1,11	14%	58	10%	1,0	28%	11%
Россети Ленэнерго, прив.	LSNGP	18	209	13%	78	76%	0,2	46%	22%
Россети Центр и Приволжье	MRKP	35	0,29	13%	85	27%	0,6	25%	9%
Россети Волга	MRKV	10	0,062	10%	30	20%	0,4	15%	3%
Россети Урал	MRKU	32	0,42	7%	98	13%	1,0	23%	11%
ТРК, прив.	TORSP	0,3	0,47	3%	3	73%	0,1	9%	2%
Россети Северо-Запад	MRKZ	9	0,067	3%	23	30%	2,1	13%	1%
Россети Ленэнерго, обыкн.	LSNG	161	15,94	3%	22	1%	0,2	46%	22%
ТРК, обыкн.	TORS	3	0,79	3%	2	5%	0,1	9%	2%
Россети Кубань	KUBE	90	282	3%	4	0,3%	0,8	26%	9%
Россети Сибирь	MRKS	66	0,58	–	21	3%	3,0	21%	4%
Россети Юг	MRKY	10	0,064	–	26	16%	4,2	12%	–
Россети Северный Кавказ	MRKK	22	19,00	–	2	0,5%	–	–	–

Источник: SberCIB

- **Привилегированные акции Россетей Ленэнерго, Россетей Центр и Приволжье и Россетей Московский регион – фавориты сектора.** Эти три компании по итогам 2024–2027 годов могут показать дивидендную доходность 13–26%, при этом ликвидность их акций (объемы торгов 58–85 млн руб. против 36 млн руб. в среднем по сек-

тору) – одна из самых высоких в секторе. Мы полагаем, что компании могут выплачивать хорошие дивиденды, поскольку их долговая нагрузка в прогнозном периоде 2024–2028 годов умеренная («чистый долг/ЕБИТДА» 0,0–1,0 против 0,6–1,3 в среднем по сектору), а рентабельность бизнеса по ЕБИТДА (25–48% против 22–24% в среднем по сектору) и чистой прибыли (9–23% против 8–10% в среднем по сектору) – относительно высокая.

Динамика котировок

Акции дочерних компаний Россетей в основном снижались в 2019–2022 годах и были в числе аутсайдеров у инвесторов. Однако в 2023 году они значительно выросли, превзойдя динамику многих компаний средней и малой капитализации.

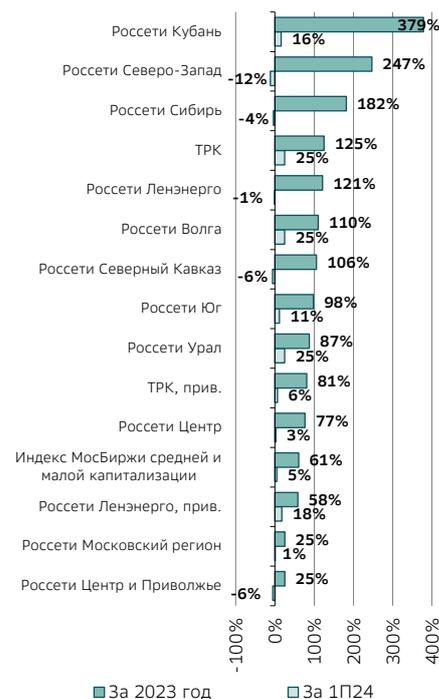
■ **Котировки акций значительно выросли.** В 2023 году акции большинства электросетевых компаний опережали динамику рынка. В среднем 14 эмитентов сектора подорожали на 123% против роста индекса МосБиржи средней и малой капитализации на 61%. Всего три эмитента показали динамику хуже бенчмарка. Положительная динамика сохранилась и в 2024 году: за первое полугодие эмитенты выросли в среднем на 7% против роста индекса МосБиржи средней и малой капитализации на 5%. Мы связываем опережающую динамику компаний сектора относительно индекса с несколькими факторами.

■ **Темпы роста выручки – максимальные за последние пять лет.** Выручка публичных «дочек» Россетей в 2023 году увеличилась в среднем на 14% как по РСБУ, так и по МСФО (поскольку у них почти нет дочерних структур, то разница в темпах роста по РСБУ и МСФО минимальная), достигнув рекордных значений. Это максимальные темпы роста выручки за последние 10 лет. Наиболее высокие темпы роста показали Россети Урал (19%), а самые низкие – Россети Сибирь (7%). Основным драйвером роста выручки послужил пересмотр тарифов на передачу электроэнергии в июле и декабре 2022 года.

■ **Рентабельность по EBITDA повышается третий год подряд.** В 2023 году она достигла максимальных за восемь лет 20%. Наибольшая рентабельность в секторе у Россетей Ленэнерго – она традиционно в два раза выше средних значений по сектору. Только у компании «Россети Северный Кавказ» она оказалась отрицательной. В 2023 году большинство компаний смогли увеличить EBITDA. В среднем по сектору показатель вырос на 24% по МСФО и на 26% по РСБУ. На уровне чистой прибыли в секторе убыточными остались только три организации: Россети Северо-Запад, Россети Сибирь и Россети Северный Кавказ. Остальные компании в результате роста чистой прибыли смогли повысить дивидендные выплаты.

■ **Дивиденды компаний за 2023 год стали рекордными.** По итогам 2023 года публичные дочерние компании Россетей выплатили 27,8 млрд руб. дивидендов. Это на 44% больше, чем по итогам 2022 года. При этом даже с учетом значительного роста котировок в секторе все еще остаются четыре компании, которые показали двузначную дивидендную доходность, а средняя дивидендная доходность по сектору составила 5,3%.

Динамика котировок дочерних компаний Россетей



Источник: Московская биржа, SberCIB

Темпы роста выручки по МСФО



Источник: компании, SberCIB

Дивидендные доходности дочерних компаний Россетей по итогам года

	2013	2014	2015	2016	2017	2018	2019	2020	2021	2022	2023
Россети Московский регион	4,9%	4,8%	12,4%	3,8%	4,4%	7,5%	5,6%	4,0%	9,1%	9,5%	11,0%
Россети Центр	0,8%	7,6%	4,4%	9,2%	5,9%	6,9%	6,1%	7,7%	11,3%	13,7%	11,2%
Россети Центр и Приволжье	5,1%	4,4%	10,1%	6,5%	11,5%	13,4%	6,7%	8,8%	12,5%	13,3%	11,4%
Россети Урал	1,8%	6,9%	10,1%	5,5%	9,7%	1,7%	6,2%	-	12,5%	11,6%	8,8%
Россети Сибирь	-	0,5%	-	-	3,4%	0,3%	1,1%	-	-	-	-
Россети Волга	-	0,4%	4,3%	9,9%	11,2%	12,2%	7,6%	-	1,1%	-	9,1%
Россети Ленэнерго, обыкн.	1,4%	-	-	3,0%	2,3%	0,6%	1,5%	4,1%	4,9%	5,5%	2,2%
Россети Ленэнерго, прив.	3,1%	-	-	13,5%	11,2%	10,1%	8,1%	9,0%	12,9%	8,6%	10,2%
Россети Кубань	-	-	5,4%	2,4%	1,6%	0,7%	2,6%	-	4,7%	8,4%	1,6%
Россети Юг	0,4%	-	7,1%	-	8,2%	9,2%	-	-	-	-	-
Россети Северо-Запад	2,8%	-	9,1%	2,9%	-	5,8%	6,1%	-	-	-	-
Россети Северный Кавказ	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-
ТРК, обыкн.	2,3%	3,4%	19,0%	3,9%	1,8%	3,6%	2,4%	-	-	5,3%	2,7%
ТРК, прив.	8,3%	6,7%	19,2%	7,8%	5,4%	3,9%	5,6%	-	-	10,0%	6,6%
Средняя дивдоходность	2,2%	2,5%	7,2%	4,9%	5,5%	5,4%	4,2%	2,4%	4,9%	6,1%	5,3%

«-» – Компания не выплачивала дивиденды.

Источник: компании, SberCIB

■ **Объемы торгов значительно выросли в 2023 году.** Такие позитивные факторы привели к повышенному вниманию инвесторов к сектору, в результате чего средние объемы торгов акциями сектора в 2023 году выросли в 4,9 раза по сравнению с 2022 годом, превысив 700 млн руб. В 2024 году популярность электросетевых компаний немного снизилась, но объемы торгов остались значительно выше исторических: за первые шесть месяцев среднегодовой оборот здесь был на уровне около 550 млн руб.

Рентабельность по EBITDA по МСФО



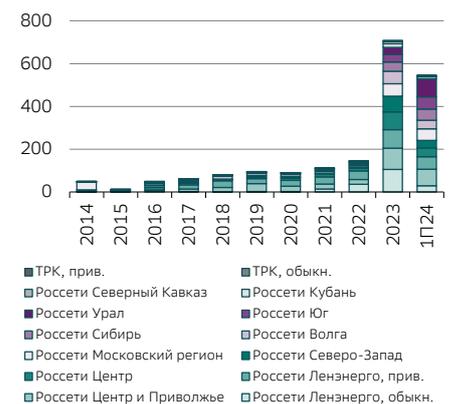
Источник: компании, SberCIB

Дивиденды дочерних компаний Россетей по итогам года, млрд руб.



Источник: компании, SberCIB

Среднедневные объемы торгов, млн руб.



Источник: Московская биржа, SberCIB

Изменения в прогнозах

В этом разделе мы отразили изменения в прогнозах компаний согласно проектам бизнес-планов, опубликованных в апреле – мае 2024 года.

■ **Повышение тарифов – основной фактор роста финансовых показателей.** В 2017–2021 годах тарифы на передачу электроэнергии индексировались на 3% в год. Минэкономразвития в своих прогнозах 2020–2021 годов по инерции полагал, что так продолжится и в будущем. Однако с 2022 года наблюдается тенденция к более высоким темпам роста тарифов, причем в новом прогнозе от сентября 2023 года они ожидаются еще более динамичными. При этом новый равновесный уровень повышения тарифов, вероятно, сместился с 3% на 5%. Эти факторы благоприятны для электросетевых компаний. МЭР публикует прогнозы по тарифам каждый год в сентябре, а повышение тарифов происходит с 1 июля. Ниже мы представили историю прогнозов Минэкономразвития.

Индексация тарифов электросетевых компаний для всех категорий потребителей

	2020	2021	2022	2023	2024	2025	2026
Прогноз от сентября 2023 года	3,0%	3,0%	3,8%* и 9,0%**	0%	9,1%	6,0%	5,0%
Прогноз от сентября 2022 года	3,0%	3,0%	3,8%* и 9,0%**	0%	6,0%	5,0%	н/д
Прогноз от сентября 2021 года	3,0%	3,0%	3,8%	3,0%	3,0%	н/д	н/д
Прогноз от сентября 2020 года	3,0%	3,0%	3,0%	3,0%	н/д	н/д	н/д

* С 1 июля

** С 1 декабря

Зеленый фон – фактические данные, сиреневый фон – прогнозные данные

Источник: Минэкономразвития, SberCIB

■ **Компании значительно улучшили финансовые прогнозы.** Год назад мы рассматривали апрельские проекты инвестиционных программ электросетевых компаний на 2024–2027 годы, в которых содержались финансовые планы. Теперь мы сравнили их с проектом новых программ на 2025–2028 годы, которые были опубликованы в апреле – мае 2024 года. Электросетевые компании на фоне роста тарифов улучшили прогнозы по всем основным индикаторам: выручке, EBITDA, чистой прибыли и дивидендам. Ниже мы рассмотрим изменения планов.

■ **Темпы роста выручки ожидаются чуть выше, чем у тарифов.**

В 2023 году выручка электросетевых компаний в среднем увеличилась на 14% (как по РСБУ, так и по МСФО) – максимум с 2013 года. Согласно проектам бизнес-планов компаний, опубликованных в апреле – мае 2024 года, в прогнозном периоде двузначных темпов не ожидается: в 2024 году средний рост выручки электросетевых компаний составит 8,2%, в 2025 году – 9,6%, в 2026 году – 6,7%, а в 2027 году – 5,5%. В целом такие цифры находятся лишь немного выше темпов роста тарифов электросетевых компаний. Превышение в основном связано с увеличением выручки от услуг по технологическому присоединению (их вклад в выручку компаний составляет не более 10%).

Темпы роста выручки электросетевых компаний по РСБУ



Источник: компании, SberCIB

Новые прогнозы выручки электросетевых компаний по РСБУ, млрд руб.

	2024			2025			2026			2027		
	Старый	Новый	Изм.									
Россети Московский регион	237,6	241,6	1,7%	253,6	266,4	5,0%	266,0	286,9	7,8%	275,9	302,2	9,5%
Россети Центр	123,1	130,2	5,8%	131,5	140,0	6,5%	137,8	145,0	5,3%	144,3	152,4	5,6%
Россети Центр и Приволжье	126,5	135,1	6,8%	134,3	144,3	7,5%	142,0	153,1	7,8%	149,7	160,8	7,5%
Россети Урал	108,8	111,4	2,4%	114,2	120,3	5,4%	120,6	124,8	3,5%	124,6	131,7	5,7%
Россети Сибирь	73,8	80,8	9,5%	77,5	87,2	12,4%	82,0	95,4	16,3%	85,3	104,2	22,2%
Россети Волга	79,1	81,7	3,3%	84,7	90,0	6,2%	89,8	98,1	9,3%	93,2	100,9	8,2%
Россети Ленэнерго	111,0	116,7	5,1%	115,4	128,4	11,3%	н/д	139,5	–	н/д	147,7	–
Россети Кубань	81,8	82,3	0,6%	79,5	98,0	23,4%	83,5	92,0	10,3%	87,8	101,9	16,1%
Россети Юг	48,0	50,6	5,4%	50,7	53,5	5,5%	53,9	56,7	5,3%	55,9	60,0	7,4%
Россети Северо-Запад	55,2	58,8	6,6%	58,4	64,4	10,3%	67,2	75,5	12,4%	65,2	72,7	11,5%
Россети Северный Кавказ	52,3	55,9	6,8%	57,4	62,3	8,5%	63,0	67,6	7,4%	68,6	73,2	6,7%
ТРК	9,9	9,9	-0,3%	10,5	10,7	1,5%	11,0	11,3	2,2%	11,5	12,0	4,4%
Среднее			4,5%			8,6%			8,0%			9,5%

Источник: компании, SberCIB

■ **Рентабельность EBITDA может умеренно вырасти.** В 2023 году рентабельность электросетевых компаний по EBITDA в среднем составила 20% (как по РСБУ, так и по МСФО) – лучший результат с 2015 года. Согласно бизнес-планам, рентабельность по EBITDA в прогнозных периодах может вырасти сразу на 3–4 п. п. Почти все компании сектора ожидают улучшения этого индикатора. Особенно отметим ожидаемый рост рентабельности у компании «Россети Московский регион». При этом наиболее рентабельной компанией в секторе на уровне EBITDA, как и прежде, могут остаться Россети Ленэнерго (46–48% в 2024–2027 годах). Компании также в среднем значительно улучшили прогнозы по EBITDA в 2024–2027 годах.

■ **Рост рентабельности по EBITDA у компаний «Россети Московский регион» и «Россети Ленэнерго» под вопросом.** Он связан не с улучшением ведения бизнеса, а с тем, что в прогнозном периоде, согласно бизнес-планам, у компаний отсутствует убыток от обесценения активов. В последние годы именно у этих двух компаний были значительные убытки от обесценения. К примеру, в 2023 году у Россети Московский регион – 20,3 млрд руб., а у Россети Ленэнерго – 19,5 млрд руб. Поэтому рентабельность этих компаний и сектора в целом в прогнозном периоде может быть ниже ожиданий.

Рентабельность по EBITDA электросетевых компаний по РСБУ



Источник: компании, SberCIB

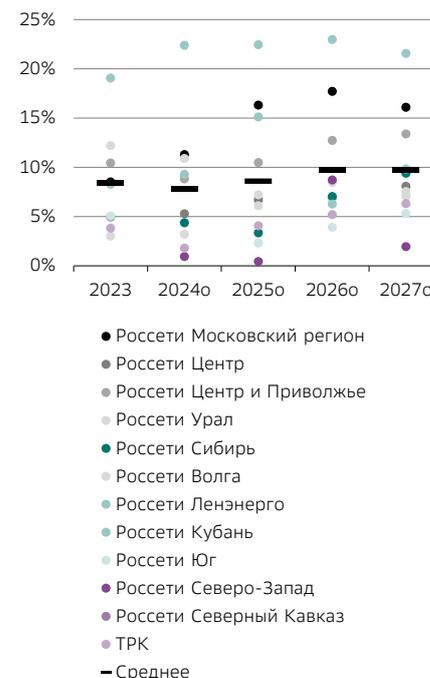
Новые прогнозы EBITDA электросетевых компаний по РСБУ, млрд руб.

	2024			2025			2026			2027		
	Старый	Новый	Изм.									
Россети Московский регион	57,9	68,0	17,4%	64,7	92,1	42,4%	69,0	103,1	49,6%	70,9	101,7	43,3%
Россети Центр	26,3	27,6	5,0%	27,6	31,1	12,8%	27,5	30,2	9,5%	27,7	32,3	16,6%
Россети Центр и Приволжье	30,7	34,4	11,8%	33,8	38,2	13,0%	35,3	41,8	18,5%	36,8	44,4	20,6%
Россети Урал	20,6	25,2	22,5%	19,4	21,7	11,7%	20,6	21,1	2,4%	20,5	23,1	12,8%
Россети Сибирь	12,5	17,2	37,1%	11,6	17,0	46,0%	11,6	20,7	77,3%	12,0	24,1	100,4%
Россети Волга	10,6	12,0	13,1%	12,5	15,7	25,4%	13,6	19,5	42,8%	14,2	18,2	28,4%
Россети Ленэнерго	51,0	53,6	5,1%	50,3	60,8	20,8%	н/д	66,7	–	н/д	67,8	–
Россети Кубань	23,5	21,2	-9,9%	18,4	31,9	73,4%	18,6	20,2	8,2%	19,3	26,2	35,3%
Россети Юг	6,5	6,0	-8,0%	6,9	7,4	7,4%	7,7	8,4	8,9%	7,8	9,6	23,7%
Россети Северо-Запад	5,3	7,9	50,2%	5,5	8,0	45,0%	11,5	16,2	41,2%	7,4	10,4	39,8%
Россети Северный Кавказ	-10,3	-14,0	–	-9,3	-8,9	–	-6,0	-8,8	–	-4,9	-13,2	–
ТРК	1,1	0,9	-18,6%	1,2	1,3	8,8%	1,2	1,4	16,2%	1,3	1,6	28,5%
Среднее			11,4%			27,9%			27,5%			35,0%

Источник: компании, SberCIB

■ **Рентабельность по чистой прибыли может немного вырасти.** Сектор электросетевых компаний характеризуется низкой рентабельностью: в среднем за последние 10 лет она была на уровне 5% по МСФО. По итогам 2023 года она стала максимальной как минимум за последние 10 лет (9,6% по МСФО и 8,4% по РСБУ). Исходя из бизнес-планов, ожидается, что она немного вырастет по РСБУ (до 9,7% в 2026–2027 годах), но все еще будет менее 10%. При этом с 2025 года в секторе может остаться лишь одна убыточная компания – Россети Северный Кавказ. Поскольку бизнес компаний низкорентабельный, то в прогнозах характерны существенные колебания значений чистой прибыли, порой исчисляемых сотнями процентов. Как отмечалось выше, фактическая рентабельность сектора может быть ниже, если у Россети Московский регион и Россети Ленэнерго продолжат наблюдаться значительные убытки от обесценения активов.

Рентабельность по чистой прибыли электросетевых компаний по РСБУ



Источник: компании, SberCIB

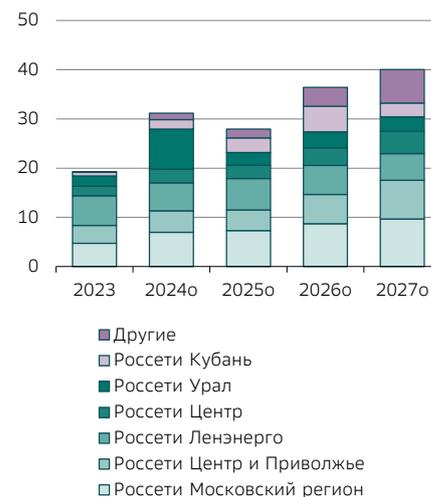
Новые прогнозы чистой прибыли электросетевых компаний по РСБУ, млрд руб.

	2024			2025			2026			2027		
	Старый	Новый	Изм.	Старый	Новый	Изм.	Старый	Новый	Изм.	Старый	Новый	Изм.
Россети Московский регион	20,6	27,3	32,1%	23,9	43,5	81,7%	25,9	50,8	96,2%	26,5	48,7	84,0%
Россети Центр	7,3	6,9	-6,0%	8,9	9,4	5,3%	9,3	10,0	7,7%	9,4	12,3	30,6%
Россети Центр и Приволжье	11,2	11,9	6,2%	13,5	15,1	12,2%	14,3	19,5	36,1%	15,1	21,5	42,4%
Россети Урал	8,9	12,1	36,0%	7,7	8,7	13,3%	8,4	8,6	2,2%	8,2	9,9	20,5%
Россети Сибирь	1,3	3,5	176,3%	0,6	2,9	405,4%	0,7	6,7	889,4%	0,7	9,8	1241,4%
Россети Волга	1,5	2,6	71,2%	2,7	5,5	106,5%	3,1	8,3	166,7%	3,2	7,1	120,8%
Россети Ленэнерго	23,8	26,1	9,9%	21,4	28,8	34,8%	н/д	32,1	-	н/д	31,8	-
Россети Кубань	10,7	7,6	-28,7%	5,5	14,8	168,1%	4,7	5,8	23,5%	5,4	10,0	86,5%
Россети Юг	0,8	-0,4	-	0,8	1,2	52,1%	1,6	2,2	37,2%	1,6	3,2	100,5%
Россети Северо-Запад	-1,1	0,5	-	-1,1	0,3	-	3,4	6,6	91,3%	0,0	1,4	>100x
Россети Северный Кавказ	-10,0	-12,8	-	-9,1	-8,4	-	-6,1	-8,2	-	-5,0	-11,6	-
ТРК	0,4	0,2	-55,0%	0,5	0,4	-7,2%	0,5	0,6	14,1%	0,5	0,8	41,3%
Среднее			26,9%			87,2%			136,4%			196,4%

Источник: компании, SberCIB

■ **Дивидендная доходность компаний может повыситься.** В течение 2024 года электросетевые компании могут выплатить 31,2 млрд руб. дивидендов. Это на 61% больше рекордных выплат в 2023 году. В 2025 году ожидается небольшое снижение объемов выплат – до 27,9 млрд руб. В основном это связано с тем, что Россети Урал решили выплатить летом 2024 года также дивиденды за 1К24 вдобавок к дивиденду за 2023 год. Согласно бизнес-планам компаний, объем дивидендных выплат в течение 2027 года должен достигнуть 40 млрд руб. Прошлогодние планы предполагали, что средняя дивидендная доходность сектора в 2024–2027 годах не будет превышать 8%, однако в новых планах при текущих котировках дивидендная доходность может вырасти с 5,8% в течение 2024 года до 8,9% в 2026 году и до 11,4% в 2027 году. Несколько компаний способны предложить двузначную дивидендную доходность.

Дивиденды электросетевых компаний в течение года, млрд руб.



Источник: компании, SberCIB

Новые прогнозы дивидендной доходности электросетевых компаний по РСБУ в течение года

	2024		2025		2026		2027	
	Старый	Новый	Старый	Новый	Старый	Новый	Старый	Новый
Россети Московский регион	10,2%	11,0%	10,5%	13,5%	12,5%	16,1%	13,9%	17,9%
Россети Центр	10,6%	11,2%	11,7%	14,4%	15,8%	18,9%	16,8%	23,8%
Россети Центр и Приволжье	11,2%	11,4%	11,9%	12,9%	14,7%	18,2%	15,4%	24,1%
Россети Урал	9,3%	14,8%	7,7%	7,0%	6,1%	8,8%	7,2%	8,0%
Россети Сибирь	6,0%	–	4,9%	0,6%	1,9%	1,9%	2,9%	4,9%
Россети Волга	3,7%	9,1%	4,6%	10,3%	8,7%	21,4%	11,1%	24,8%
Россети Ленэнерго, обыкн.	1,5%	2,3%	1,2%	2,8%	н/д	2,2%	н/д	1,6%
Россети Ленэнерго, прив.	10,5%	10,2%	12,2%	13,4%	11,0%	14,8%	н/д	16,5%
Россети Кубань	2,2%	1,6%	4,3%	2,6%	2,8%	4,6%	2,4%	2,5%
Россети Юг	–	–	–	–	–	–	–	–
Россети Северо-Запад	–	–	–	–	–	2,2%	–	15,2%
Россети Северный Кавказ	–	–	–	–	–	–	–	–
ТРК, обыкн.	2,8%	2,8%	4,1%	2,6%	5,4%	6,5%	6,4%	8,1%
ТРК, прив	6,8%	6,6%	7,7%	3,5%	9,2%	8,5%	10,8%	11,5%
Среднее	5,4%	5,8%	5,8%	6,0%	6,8%	8,9%	7,3%	11,4%

«–» – Компания не будет выплачивать дивиденды.

Источник: компании, SberCIB

■ **Дивидендная политика единая.** Согласно дивидендной политике, которая была унифицирована для дочерних компаний Россетей в 2018 году, на дивиденды электросетевые компании направляют 50% скорректированной чистой прибыли по МСФО или РСБУ, в зависимости от того, какой показатель выше. Причем корректировки чистой прибыли по РСБУ и МСФО несколько отличаются. Кроме того, отнюдь не все компоненты скорректированного показателя можно получить из официальной финансовой отчетности. Исключение из дивидендной политики – «префы» Россетей Ленэнерго и ТРК. Для них используется только чистая прибыль по РСБУ в тех объемах, которые указаны в уставах компаний.

■ **Дивиденды все чаще выплачиваются исходя из прибыли по МСФО.** Мы отмечаем, что по итогам 2020–2021 годов компании в основном использовали скорректированный показатель чистой прибыли по РСБУ, поскольку он был выше, а в 2022–2023 годах наметилась тенденция к использованию показателя по МСФО, поскольку теперь он стал выше. Таким образом, если тенденция сохранится, то указанные

выше прогнозные дивидендные доходности фактически могут оказаться выше, поскольку будет использована более высокая скорректированная чистая прибыль по МСФО.

Дивидендные доходности компаний по итогам года исходя из скорректированной чистой прибыли по РСБУ и МСФО

	2020		2021		2022		2023	
	РСБУ	МСФО	РСБУ	МСФО	РСБУ	МСФО	РСБУ	МСФО
Россети Московский регион	4,0%	3,9%	9,1%	7,9%	7,4%	9,5%	7,8%	11,0%
Россети Центр	7,7%	5,8%	10,4%	11,3%	12,7%	13,7%	7,5%	11,2%
Россети Центр и Приволжье	8,8%	7,9%	12,5%	8,3%	13,1%	13,3%	11,3%	11,4%
Россети Ленэнерго, обычн.	4,1%	2,1%	4,9%	2,7%	4,8%	5,5%	2,3%	2,2%
Россети Ленэнерго, прив.	9,0%	–	12,9%	–	8,6%	–	10,2%	–
Россети Урал	–	–	12,5%	7,0%	11,6%	11,2%	7,5%	8,8%
Россети Кубань	–	–	3,6%	4,7%	6,6%	8,4%	1,3%	1,6%
Россети Волга	–	–	1,1%	1,1%	–	–	9,1%	7,3%
ТРК, прив.	–	–	–	–	2,3%	–	6,6%	–
ТРК, обычн.	–	–	–	–	5,2%	5,3%	2,7%	2,8%
Россети Сибирь	–	–	0,0%	–	–	–	–	–
Россети Северо-Запад	–	–	0,0%	–	–	–	–	–
Россети Юг	–	–	–	–	–	–	–	–
Россети Северный Кавказ	–	–	–	–	–	–	–	–

«–» – Дивиденды не выплачивались по итогам года и не могли выплачиваться согласно дивидендной политике.

Зеленый фон – выбор компанией наибольшего объема дивидендов среди чистой прибыли по РСБУ и МСФО.

Сиреневый фон – компания могла выплатить дивиденды согласно дивидендной политике, но предпочла этого не делать.

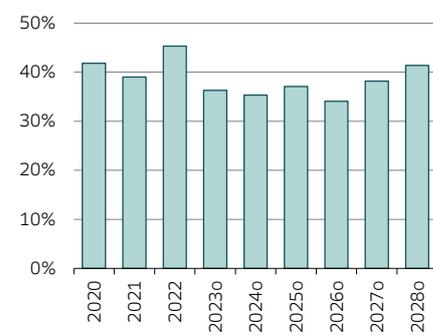
Источник: компании, SberCIB

Оценка компаний

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

- **Инвестиционные программы компаний – основа для нашей оценки.** Для оценки компаний мы по-прежнему используем их финансовые планы по РСБУ, которые содержат бюджет доходов и расходов, бюджет движения денежных средств, а также некоторые балансовые показатели (долг, дебиторская и кредиторская задолженность и др.). Последние планы компаний на 2024–2028 годы были опубликованы в апреле – мае 2024 года.
- **Мы используем индикаторы по РСБУ.** Мы считаем, что оценку можно провести с использованием прогнозных показателей по РСБУ. Во-первых, финансовые показатели по РСБУ используются для выплат дивидендов. Во-вторых, разница в выручке электросетевых компаний по МСФО и РСБУ за последние пять лет в среднем по сектору составила лишь 2,5% (больше всего у Россети Урал – 9,5%), а за 2023 год разница и вовсе составила только 1,2%. Таким образом, отличия в финансовых показателях (ЕБИТДА, чистая прибыль и др.) по РСБУ и МСФО электросетевых компаний в основном связана с особенностями составления отчетности, а не с наличием или отсутствием дочерних обществ.
- **В нашей модели оценки три фактора.** Для оценки компаний мы используем такие индикаторы, как дивидендная доходность, ликвидность акций (среднедневные объемы торгов (ADT) и доля акций компании в свободном обращении), а также финансовая устойчивость («чистый долг/ЕБИТДА» и рентабельность).
- **Дивидендные планы компаний весьма консервативные.** Согласно прогнозным данным, средний объем выплаченных дивидендов по тем компаниям, которые собираются платить дивиденды (исключая не выплачивающих дивиденды компаний), будет менее 50% чистой прибыли по РСБУ в прогнозном периоде (в среднем – 37%). Таким образом, прогнозы по дивидендным выплатам не выглядят завышенными. 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.
- **Дивидендные доходности в 2025 году ниже 5-летних ОФЗ.** Поскольку планы компаний рассчитаны на пять лет вперед, то мы сравнили прогнозируемую дивидендную доходность электросетевых компаний с 5-летними ОФЗ, доходность которых на 12 июля составляет порядка 16,0%.

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



Источник: компании, SberCIB

Согласно планам компаний, в 2025 году нет компаний, дивидендная доходность которых была бы выше доходности ОФЗ.

Дивидендная доходность компаний в течение года

Компания	2021	2022	2023	2024о	2025о	2026о	2027о	2028о
5-летние ОФЗ (26242)					16,0%			
Россети Ленэнерго, прив.	9%	13%	9%	10%	13%	15%	16%	16%
Россети Московский регион	4%	9%	10%	11%	14%	16%	18%	18%
Россети Центр	8%	11%	14%	11%	14%	19%	24%	30%
Россети Центр и Приволжье	9%	13%	13%	11%	13%	18%	24%	26%
Россети Волга	–	1%	–	9%	10%	21%	25%	27%
Россети Урал	–	12%	12%	15%	7%	9%	8%	10%
ТРК, прив.	–	8%	2%	7%	3%	8%	11%	15%
Россети Кубань	0%	12%	1%	2%	3%	5%	2%	3%
Россети Северо-Запад	–	–	–	–	3%	2%	15%	11%
Россети Ленэнерго	4%	5%	6%	2%	3%	2%	2%	2%
ТРК	–	–	5%	3%	3%	6%	8%	11%
Россети Сибирь	–	–	–	–	1%	2%	5%	8%
Россети Юг	–	–	–	–	–	–	–	–
Россети Северный Кавказ	–	–	–	–	–	–	–	–
Среднее	2%	6%	5%	6%	6%	9%	11%	13%

Цветом отмечены компании и прогнозные периоды с дивидендной доходностью выше доходности 5-летних ОФЗ.

«–» – Компания не будет выплачивать дивиденды.

Источник: компании, Минэнерго, SberCIB

■ **На длительном горизонте привлекательны пять компаний.** В более долгосрочной перспективе 2026–2028 годов есть только пять эмитентов, по которым дивидендная доходность может превышать текущую доходность ОФЗ: Россети Центр и Приволжье (18–26%), Россети Волга (21–27%), Россети Центр (19–30%), Россети Ленэнерго (привилегированные акции – 15–16%) и Россети Московский регион (16–18%).

■ **Ликвидность бумаг в секторе стала более равномерной.** По сравнению с 1П23, ликвидность акций незначительно снизилась. При этом раньше она концентрировалась скорее в отдельных бумагах: более 70% объема торгов приходилось на три компании (Россети Ленэнерго, Россети Центр и Россети Центр и Приволжье). Сейчас же ликвидность распределена более равномерно.

Ликвидность акций компаний

Компания	Капитализация, млрд руб.	ADT 100 дней, млн руб.	Свободное обращение
Россети Ленэнерго, прив.	19	78	76%
Россети Центр	19	48	31%
Россети Московский регион	54	58	10%
Россети Центр и Приволжье	33	85	27%
Россети Волга	12	30	20%
Россети Урал	37	98	13%
ТРК, прив.	0,3	3	73%
Россети Кубань	113	4	0,3%
Россети Северо-Запад	6	23	30%
Россети Ленэнерго	136	22	1%
ТРК	3	2	5%
Россети Сибирь	55	21	3%
Россети Юг	10	26	16%
Россети Северный Кавказ	17	2	0,5%
Среднее	37	36	22%

Цветом отмечены периоды, в которых у пяти компаний с наибольшей дивидендной доходностью в прогнозном периоде ADT и доля акций в свободном обращении выше среднего по сектору.

Источник: компании, Минэнерго, SberCIB

■ **Мы оценили ликвидность акций компаний и объем бумаг в свободном обращении.** Наибольший среднедневной оборот за последние 100 торговых дней (ADT) среди пяти вышеперечисленных компаний у компаний «Россети Ленэнерго» («префы», 78 млрд руб.),

«Россети Центр» (48 млрд руб.) и «Россети Центр и Приволжье» (85 млрд руб.), несмотря на то что их капитализация ниже среднего по сектору. Кроме того, у этих компаний достаточно большая доля акций в свободном обращении (более 25%), что повышает их ликвидность. У Россети Волга и Россети Московский регион ADT (соответственно 30 млн руб. и 58 млн руб.) соответствует или выше среднего по сектору. Однако доля акций в свободном обращении (соответственно 21% и 10%) ниже среднего по сектору (22%).

- **У этих пяти компаний достаточно низкая долговая нагрузка.** Для понимания устойчивости дивидендных выплат необходимо оценить долговую нагрузку. Согласно планам компаний, у Россети Ленэнерго, Россети Центр, Россети Московский регион, Россети Центр и Приволжье и Россети Волга коэффициент «чистый долг/ЕБИТДА» в 2024–2028 годах (минус 0,1–1,3) ниже среднего по сектору (0,6–1,3). При этом у всех этих пяти компаний этот коэффициент может уменьшиться в прогнозном периоде. Умеренная долговая нагрузка, вероятно, позволит им продолжать выплачивать высокие дивиденды.

Мультипликатор «чистый долг/ЕБИТДА»

Компания	2021	2022	2023	2024о	2025о	2026о	2027о	2028о
Россети Ленэнерго, прив.	0,6	0,3	0,1	0,2	0,3	0,2	0,2	0,2
Россети Центр	2,0	1,5	1,3	1,3	1,1	1,0	0,7	0,5
Россети Московский регион	1,6	0,7	0,9	1,0	0,8	0,7	0,7	0,5
Россети Центр и Приволжье	1,1	0,7	0,4	0,6	0,5	0,3	0,2	0,0
Россети Волга	0,8	1,1	0,3	0,4	0,4	0,2	0,1	-0,1
Россети Урал	1,2	1,3	0,7	1,0	1,4	1,4	1,1	0,8
ТРК, прив.	0,1	-0,3	-0,3	0,1	-0,2	-0,2	-0,3	-0,4
Россети Кубань	2,1	1,0	0,4	0,8	0,9	1,5	1,1	1,0
Россети Северо-Запад	2,0	2,6	2,2	2,1	2,7	1,4	2,1	1,5
Россети Ленэнерго	0,6	0,3	0,1	0,2	0,3	0,2	0,2	0,2
ТРК	0,1	-0,3	-0,3	0,1	-0,2	-0,2	-0,3	-0,4
Россети Сибирь	4,0	4,0	4,6	3,0	3,3	2,7	2,0	1,4
Россети Юг	2,9	4,6	2,6	4,2	3,5	2,8	2,2	1,6
Россети Северный Кавказ	–	–	–	–	–	–	–	–
Среднее	1,7	1,6	1,2	1,3	1,3	1,1	0,9	0,6

Цветом отмечены периоды, в которых у пяти компаний с наибольшей дивидендной доходностью в прогнозном периоде показатель ниже среднего по сектору.

Источник: компании, Минэнерго, SberCIB

- **Оставили три компании после корректировок на рентабельность.** Мы также оценили эффективность функционирования бизнеса компаний, используя рентабельность по ЕБИТДА и чистую рентабельность. Абсолютным лидером сектора со значительным отрывом от других компаний является Россети Ленэнерго (рентабельность по ЕБИТДА около 46% и чистая рентабельность около 22%). При этом в секторе есть только три компании, которые в прогнозном периоде будут демонстрировать рентабельность по ЕБИТДА выше среднего по отрасли (25–48% против 22–24% в среднем по сектору). Это Россети Ленэнерго, Россети Московский регион и Россети Центр и Приволжье. Аналогичная картина и по чистой рентабельности: есть только три компании, чья чистая рентабельность выше среднего по сектору (9–23% против 8–10% в среднем по сектору).

Рентабельность по EBITDA

Компания	2021	2022	2023	2024о	2025о	2026о	2027о	2028о
Россети Ленэнерго, прив.	45%	48%	48%	46%	47%	48%	46%	44%
Россети Центр	20%	21%	20%	21%	22%	21%	21%	21%
Россети Московский регион	24%	34%	24%	28%	35%	36%	34%	34%
Россети Центр и Приволжье	24%	25%	26%	25%	26%	27%	28%	27%
Россети Волга	11%	10%	14%	15%	17%	20%	18%	18%
Россети Урал	17%	14%	23%	23%	18%	17%	18%	18%
ТРК, прив.	5%	12%	11%	9%	12%	13%	14%	14%
Россети Кубань	15%	25%	24%	26%	33%	22%	26%	23%
Россети Северо-Запад	15%	11%	10%	13%	12%	21%	14%	16%
Россети Ленэнерго	45%	48%	48%	46%	47%	48%	46%	44%
ТРК	5%	12%	11%	9%	12%	13%	14%	14%
Россети Сибирь	16%	15%	13%	21%	19%	22%	23%	25%
Россети Юг	18%	11%	17%	12%	14%	15%	16%	17%
Россети Северный Кавказ	–	–	–	–	–	–	–	–
Среднее	19%	21%	21%	22%	23%	24%	23%	23%

Цветом отмечены периоды, в которых у пяти компаний с наибольшей дивидендной доходностью в прогнозном периоде показатель выше среднего по сектору.

Источник: компании, Минэнерго, SberCIB

Чистая рентабельность

Компания	2021	2022	2023	2024о	2025о	2026о	2027о	2028о
Россети Ленэнерго, прив.	21%	19%	19%	22%	22%	23%	22%	20%
Россети Центр	4%	4%	5%	5%	7%	7%	8%	9%
Россети Московский регион	6%	6%	9%	11%	16%	18%	16%	16%
Россети Центр и Приволжье	10%	10%	10%	9%	10%	13%	13%	14%
Россети Волга	0%	–	3%	3%	6%	8%	7%	7%
Россети Урал	6%	4%	12%	11%	7%	7%	8%	8%
ТРК, прив.	–	4%	4%	2%	4%	5%	6%	7%
Россети Кубань	3%	8%	8%	9%	15%	6%	10%	8%
Россети Северо-Запад	2%	–	–	1%	0%	9%	2%	4%
Россети Ленэнерго	21%	19%	19%	22%	22%	23%	22%	20%
ТРК	–	4%	4%	2%	4%	5%	6%	7%
Россети Сибирь	2%	–	–	4%	3%	7%	9%	12%
Россети Юг	5%	–	5%	–	2%	4%	5%	7%
Россети Северный Кавказ	–	–	–	–	–	–	–	–
Среднее	6%	8%	8%	8%	9%	10%	10%	10%

Цветом отмечены периоды, в которых у пяти компаний с наибольшей дивидендной доходностью в прогнозном периоде показатель выше среднего по сектору.

Источник: компании, Минэнерго, SberCIB

- **Привилегированные акции компаний «Россети Ленэнерго», «Россети Центр и Приволжье» и «Россети Московский регион» – фавориты сектора.** Эти три компании в прогнозном периоде могут показать дивидендную доходность 13–26%, при этом ликвидность их акций (объемы торгов 58–85 млн руб. против 36 млн руб. в среднем по сектору) – одна из самых высоких в секторе. Мы полагаем, что компании могут выплачивать высокие дивиденды, поскольку их долговая нагрузка в прогнозном периоде 2024–2028 годов умеренная («чистый долг/ЕБИТДА» 0,0–1,0 против 0,6–1,3 в среднем по сектору), а рентабельность бизнеса по ЕБИТДА (25–48% против 22–24% в среднем по сектору) и чистой прибыли (9–23% против 8–10% в среднем по сектору) – относительно высокая.

Профили компаний

Россети Московский регион

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

■ **Россети Московский регион ждет повышения рентабельности бизнеса.** Если год назад компания ожидала рентабельность по EBITDA в 2024–2027 годах на уровне 24–28%, то теперь это 28–36%. Во-первых, это связано с тем, что при ускорении темпов роста выручки (5,4–10,3% в год) компания теперь ожидает более медленного роста себестоимости (1,6–9,1% в год). Особенно отмечаем 2025 год: компания прогнозирует рост выручки на 10,3% г/г, а себестоимости – только на 1,6%. Во-вторых, в прогнозном периоде у компании отсутствуют убытки от обесценения активов, которые были довольно крупными в 2022–2023 годах, поэтому фактическая рентабельность может быть ниже в 2024–2027 годах.

■ **Себестоимость может снизиться.** В 2024–2027 годах мы отмечаем существенное снижение прогноза расходов по разделу «работы и услуги производственного характера» с 107,9–122,1 млрд руб. до 94,5–100,2 млрд руб. в год и особенно по статье «прочие услуги производственного характера» – с 20,1–25,4 млрд руб. до 10,2–13,6 млрд руб. в год. Основные позитивные изменения, по расчетам компании, будут происходить с 2025 года. Отметим, что компании, как правило, дают наиболее точный прогноз на текущий год, то есть в этом случае на 2024 год. Поэтому мы с осторожностью относимся к таким оптимистичным оценкам с 2025 года.

■ **Дивидендная доходность может вырасти.** Чистая рентабельность в 2024–2027 годах теперь ожидается на уровне 11–18%, а не 9–10% ранее. В связи с этим прогноз по объемам дивидендных выплат был повышен. Таким образом, в течение 2024–2027 годов дивидендная доходность может составить 11–18%, а не 9–12%, ожидавшиеся ранее.

Основные показатели

	2021	2022	2023	2024о	2025о	2026о
Финансовые показатели (РСБУ), млрд руб.						
Выручка	182,0	198,3	228,0	241,6	266,4	286,9
ЕБИТДА	43,3	68,0	55,4	68,0	92,1	103,1
Операционная прибыль	23,2	24,6	38,5	34,9	56,4	71,5
Чистая прибыль	11,6	11,4	19,4	27,3	43,5	50,8
Свободный денежный поток	10,8	26,0	7,0	-12,0	0,5	7,4
Чистый долг	71,1	48,0	49,1	67,3	73,7	73,9
Рентабельность						
по EBITDA	24%	34%	24%	28%	35%	36%
по операционной прибыли	13%	12%	17%	14%	21%	25%
по чистой прибыли	6%	6%	9%	11%	16%	18%
Коэффициенты						
Цена/выручка	0,3	0,2	0,3	0,2	0,2	0,2
Стоимость предприятия/EBITDA	3,0	1,4	2,0	1,8	1,4	1,2
Цена/прибыль	5,2	4,3	3,2	2,0	1,2	1,1
Цена/свободный денежный поток	5,6	1,9	8,8	–	105,8	7,3
Чистый долг/EBITDA	1,6	0,7	0,9	1,0	0,8	0,7

Источник: Россети Московский регион, SberCIB

Акции

Тикер	MSRS
Цена 12 июля	1,11 руб.
Капитализация	48,7 млрд руб.
Свободное обращение	10,50%
ADT (100 дней)	57,5 млн руб.

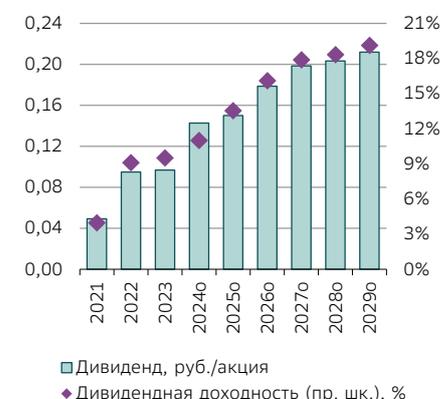
Источник: Московская биржа, SberCIB

Динамика цены акций, руб./акция



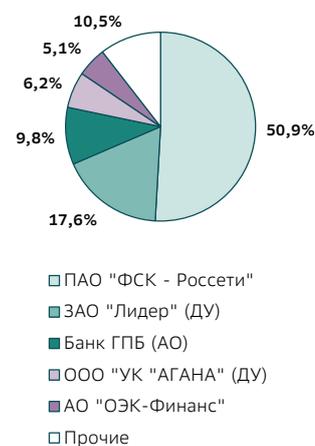
Источник: investing.com

Дивиденды в течение года



Источник: Россети Московский регион, SberCIB

Структура акционеров



Источник: Россети Московский регион

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.

- **Россети Центр дает неоднозначные оценки финансовых показателей на 2024 год.** В своей презентации для инвесторов в апреле компания отмечала, что ожидает снижения чистой прибыли по РСБУ в 2024 году на 20% г/г. Однако уже в мае в опубликованном проекте инвестиционной программы компания стала прогнозировать рост показателя на 12%. Сдерживающим фактором остается увеличение процентных расходов на фоне повышения ставки ЦБ РФ.
- **В 2025 году дивидендные выплаты могут снизиться.** Несмотря на ожидаемый рост чистой прибыли, в инвестиционной программе дивиденды по итогам 2024 года, согласно прогнозам, все же могут снизиться на 2% до 0,065 руб. на акцию (доходность – 14%) после роста четыре года подряд. Впрочем, если чистая прибыль по МСФО будет выше, то дивиденд может увеличиться.
- **Прогнозы по финансовым показателям на 2024–2027 годы умеренно консервативные.** Компания незначительно повысила прогнозы по темпам роста выручки до 3,6–7,1% в год, что, вероятно, связано с более высоким равновесным уровнем повышения тарифов в секторе. При этом себестоимость вырастет на 4,4–7,2% в год. Это приведет к увеличению чистой прибыли: в среднем она будет расти на 19% в год, а дивиденды – на 25%. В результате у компании может сохраниться двузначная дивидендная доходность – 11–24% в течение 2024–2027 годов (ранее ожидалось 10–14%).

Основные показатели

	2021	2022	2023	2024о	2025о	2026о
Финансовые показатели (РСБУ), млрд руб.						
Выручка	103,2	109,7	123,3	130,2	140,0	145,0
ЕБИТДА	20,5	22,7	24,9	27,6	31,1	30,2
Операционная прибыль	10,6	13,3	15,5	15,0	19,1	18,5
Чистая прибыль	4,1	4,5	6,1	6,9	9,4	10,0
Свободный денежный поток	4,4	7,3	3,7	-2,1	2,1	7,8
Чистый долг	40,8	33,1	31,3	35,4	33,8	29,1
Рентабельность						
по ЕБИТДА	20%	21%	20%	21%	22%	21%
по операционной прибыли	10%	12%	13%	12%	14%	13%
по чистой прибыли	4%	4%	5%	5%	7%	7%
Коэффициенты						
Цена/выручка	0,2	0,1	0,2	0,1	0,1	0,1
Стоимость предприятия/ЕБИТДА	2,8	2,0	2,2	2,0	1,7	1,6
Цена/прибыль	4,2	3,0	3,9	2,8	2,0	1,9
Цена/свободный денежный поток	4,0	1,8	6,4	-	9,0	2,4
Чистый долг/ЕБИТДА	2,0	1,5	1,3	1,3	1,1	1,0

Источник: Россети Центр, SberCIB

Акции

Тикер	MRKC
Цена 12 июля	0,45 руб.
Капитализация	19,0 млрд руб.
Свободное обращение	33,30%
ADT (100 дней)	47,9 млн руб.

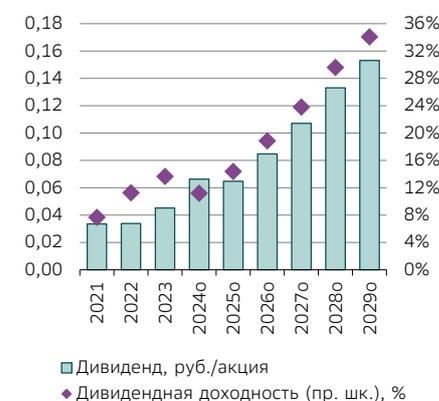
Источник: Московская биржа, SberCIB

Динамика цены акций, руб./акция



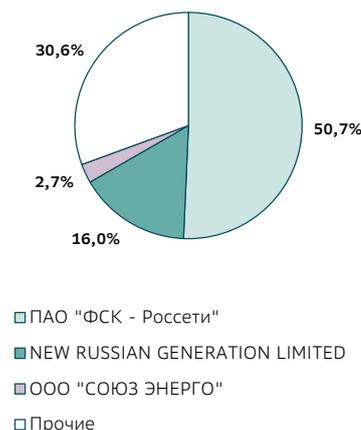
Источник: investing.com

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.

- Россети Центр и Приволжье ожидают снижения финансовых показателей в 2024 году.** В своей презентации для инвесторов в апреле компания отмечала, что ожидает сокращения чистой прибыли по РСБУ в 2024 году на 23% г/г. В опубликованной в мае инвестиционной программе компания была чуть более оптимистичной – снижение ожидается на 12%. Падение произойдет из-за опережающих темпов роста себестоимости над выручкой (8,1% против 3,9%). Отметим, что ожидаемые темпы роста выручки в 2024 году – минимальные в секторе отчасти из-за снижения выручки от технологического присоединения.
- Дивиденды по итогам 2024 года могут уменьшиться.** Несмотря на ожидаемое снижение чистой прибыли на 12%, компания прогнозирует сокращение дивидендов за 2024 год только на 4% до 0,037 руб. на акцию (доходность – 13%). Два года подряд в качестве базы расчета дивидендов компания использует прибыль по МСФО, т. к. она выше, чем по РСБУ. Если такая тенденция сохранится, то по итогам 2024 года дивиденд может и не уменьшиться по сравнению с 2023 годом.
- Прогнозы на 2025–2027 годы умеренно оптимистичные.** Компания ожидает темпов роста выручки 5,1–6,8% в год, что в целом соответствует уровню индексации тарифов на передачу электроэнергии. При этом себестоимость будет увеличиваться лишь на 4,0–4,1% в год. Это приведет к повышению чистой рентабельности с привычных 10% в 2021–2025 годах до 13% в 2026–2027 годах. В результате дивидендная доходность может превысить 20% по итогам 2026–2027 годов.

Основные показатели

	2021	2022	2023	2024о	2025о	2026о
Финансовые показатели (РСБУ), млрд руб.						
Выручка	106,4	113,3	130,0	135,1	144,3	153,1
ЕБИТДА	25,1	28,4	33,6	34,4	38,2	41,8
Операционная прибыль	16,4	19,0	22,8	19,2	23,6	27,5
Чистая прибыль	10,6	10,9	13,6	11,9	15,1	19,5
Свободный денежный поток	1,8	6,2	9,9	-1,0	6,0	11,7
Чистый долг	26,6	19,2	13,7	20,9	18,4	11,8
Рентабельность						
по ЕБИТДА	24%	25%	26%	25%	26%	27%
по операционной прибыли	15%	17%	18%	14%	16%	18%
по чистой прибыли	10%	10%	10%	9%	10%	13%
Коэффициенты						
Цена/выручка	0,2	0,2	0,3	0,2	0,2	0,2
Стоимость предприятия/ЕБИТДА	2,1	1,7	1,4	1,6	1,3	1,1
Цена/прибыль	2,5	2,6	2,6	2,7	2,2	1,7
Цена/свободный денежный поток	14,4	4,5	3,5	–	5,4	2,8
Чистый долг/ЕБИТДА	1,1	0,7	0,4	0,6	0,5	0,3

Источник: Россети Центр и Приволжье, SberCIB

Акции

Тикер	MRKP
Цена 12 июля	0,29 руб.
Капитализация	32,6 млрд руб.
Свободное обращение	26,80%
ADT (100 дней)	84,6 млн руб.

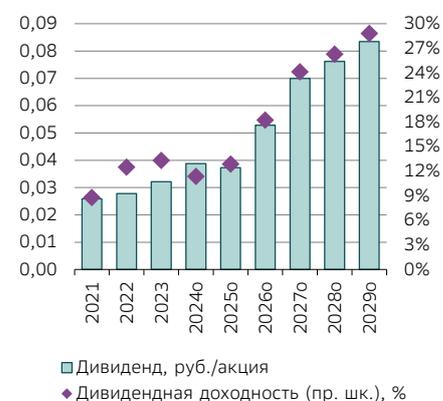
Источник: Московская биржа, SberCIB

Динамика цены акций, руб./акция



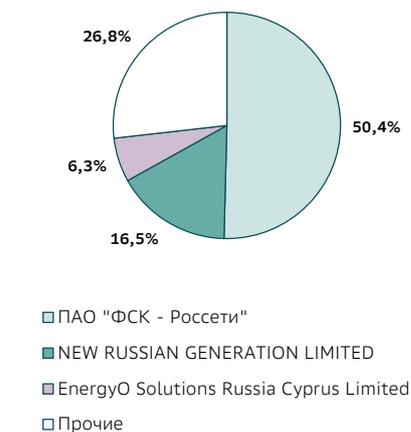
Источник: investing.com

Дивиденды в течение года



Источник: Россети Центр и Приволжье, SberCIB

Структура акционеров



Источник: Россети Центр и Приволжье

Россети Урал

Россети Урал осуществляет транспортировку электроэнергии и технологическое присоединение потребителей к электросетям на территории Свердловской, Челябинской областей, а также Пермского края.

■ **В 2025 году дивиденды значительно снизятся.** В течение 2024 года компания выплатила рекордные совокупные дивиденды в размере 0,0928 руб. на акцию (доходность – 14%). Это дивиденды не только за 2023 год (0,0544 руб. на акцию), но и за 1К24 (0,0384 руб. на акцию). Компания решила поделиться с акционерами прибылью от продажи акций АО «Екатеринбургэнергосбыт» за 3,95 млрд руб. В связи с этим компания прогнозирует гораздо более низкий финальный дивиденд по итогам 2024 года с выплатой в 2025 году – 0,03 руб. на акцию (доходность – 7%). В ближайшие годы компания не ожидает, что дивидендный рекорд 2024 года будет побит.

■ **В 2024 году финансовые показатели могут снизиться.** Как и многие другие представители сектора, Россети Урал ожидают превышения темпов роста себестоимости над темпами роста выручки – 9,1% г/г против 5,8% г/г. Следовательно, компания ждет снижения чистой прибыли в 2024 году на 6% г/г. При этом если бы в 2024 году не был бы продан Екатеринбургэнергосбыт, то падение прибыли было бы гораздо сильнее.

■ **Прогнозы на 2025–2027 годы умеренно консервативные.** По прогнозам компании, рост чистой прибыли начнется только в 2027 году. В основном это связано с тем, что в 2025 году падение будет вызвано высокой базой 2024 года, а в 2026 году темпы роста себестоимости будут превышать темпы роста выручки – 4,7% против 3,7%. Таким образом, в 2025–2027 годах дивидендная доходность не превысит 9%.

Основные показатели

	2021	2022	2023	2024о	2025о	2026о
Финансовые показатели (РСБУ), млрд руб.						
Выручка	82,7	88,7	105,3	111,4	120,3	124,8
ЕБИТДА	13,8	12,3	24,1	25,2	21,7	21,1
Операционная прибыль	5,6	6,7	12,9	10,7	13,3	12,7
Чистая прибыль	5,1	3,3	12,9	12,1	8,7	8,6
Свободный денежный поток	0,5	0,5	0,7	-7,2	-2,7	2,1
Чистый долг	16,0	16,1	16,8	25,5	29,5	29,0
Рентабельность						
по ЕБИТДА	17%	14%	23%	23%	18%	17%
по операционной прибыли	7%	7%	12%	10%	11%	10%
по чистой прибыли	6%	4%	12%	11%	7%	7%
Коэффициенты						
Цена/выручка	0,2	0,2	0,3	0,3	0,3	0,3
Стоимость предприятия/ЕБИТДА	2,3	2,7	2,0	2,5	3,1	3,1
Цена/прибыль	3,1	5,2	2,5	3,0	4,3	4,3
Цена/свободный денежный поток	32,4	37,7	46,1	–	–	17,7
Чистый долг/ЕБИТДА	1,2	1,3	0,7	1,0	1,4	1,4

Источник: Россети Урал, SberCIB

Акции

Тикер	MRKU
Цена 12 июля	0,42 руб.
Капитализация	36,9 млрд руб.
Свободное обращение	13,10%
ADT (100 дней)	97,6 млн руб.

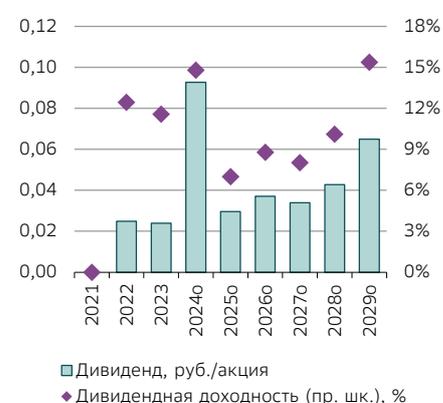
Источник: Московская биржа, SberCIB

Динамика цены акций, руб./акция



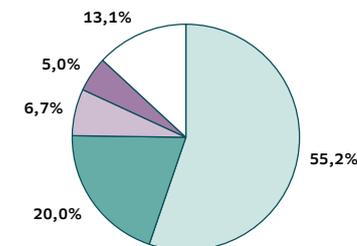
Источник: investing.com

Дивиденды в течение года



Источник: Россети Урал, SberCIB

Структура акционеров



- ПАО "ФСК - Россети"
- ПАО "Меткомбанк"
- Energyo Solutions Invest (Cyprus) Ltd.
- АО «Группа компаний «РЕНОВА»
- Прочие

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.

- **Россети Сибирь ждет рекордных финансовых показателей в 2024 году.** По прогнозу компании, выручка увеличится на 17% г/г в основном за счет роста выручки от оказания услуг по технологическому присоединению в пять раз до 6,7 млрд руб. В связи с этим компания впервые с 2021 года может получить чистую прибыль.
- **В 2025 году возможны дивиденды впервые с 2020 года.** Основная проблема компании – высокая долговая нагрузка. Россети Сибирь полагают, что в последующие три года чистый долг продолжит расти, однако за счет более высоких темпов роста EBITDA отношение чистого долга к EBITDA в 2024 году достигнет 10-летнего минимума – 3,0х. Это позволит выплатить дивиденды за 2024 год. Однако, исходя из планов компании, доходность будет менее 1%, и двузначной дивидендной доходности, вероятно, не будет в ближайшие пять лет.
- **Прогнозы на 2025–2027 годы весьма оптимистичные.** Россети Сибирь считают, что их выручка может расти на 7,9–9,5% в год – это выше, чем темпы индексации тарифов. При этом себестоимость будет увеличиваться лишь на 5,3–8,1%. За счет этого компания планирует стабильно получать прибыль с 2024 года. По итогам 2025–2027 годов компания собирается направлять на дивиденды около 39% чистой прибыли. Мы полагаем, что в первую очередь Россети Сибирь сосредоточатся на снижении долговой нагрузки, и не исключаем, что Россети Сибирь могут вовсе отказаться от дивидендов в ближайшие годы. По прогнозу компании, в 2029 году отношение чистого долга к EBITDA может снизиться до комфортных 0,9.

Основные показатели

	2021	2022	2023	2024о	2025о	2026о
Финансовые показатели (РСБУ), млрд руб.						
Выручка	60,6	64,6	69,2	80,8	87,2	95,4
EBITDA	9,8	9,4	9,0	17,2	17,0	20,7
Операционная прибыль	2,8	2,7	3,1	9,7	10,3	14,3
Чистая прибыль	1,1	-0,2	-0,7	3,5	2,9	6,7
Свободный денежный поток	-1,9	1,0	-2,8	-9,1	-4,9	2,7
Чистый долг	39,7	38,2	41,3	50,7	56,2	54,9
Рентабельность						
по EBITDA	16%	15%	13%	21%	19%	22%
по операционной прибыли	5%	4%	4%	12%	12%	15%
по чистой прибыли	2%	–	–	4%	3%	7%
Коэффициенты						
Цена/выручка	0,5	0,4	1,0	0,7	0,6	0,6
Стоимость предприятия/EBITDA	7,4	6,5	11,9	6,2	6,5	5,3
Цена/прибыль	30,0	–	–	15,5	18,8	8,2
Цена/свободный денежный поток	–	23,3	–	–	–	20,2
Чистый долг/EBITDA	4,0	4,0	4,6	3,0	3,3	2,7

Источник: Россети Сибирь, SberCIB

Акции

Тикер	MRKS
Цена 12 июля	0,58 руб.
Капитализация	54,9 млрд руб.
Свободное обращение	3,80%
ADT (100 дней)	21,1 млн руб.

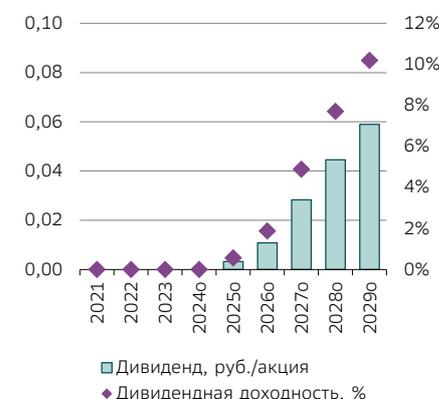
Источник: Московская биржа, SberCIB

Динамика цены акций, руб./акция



Источник: investing.com

Дивиденды в течение года



Источник: Россети Сибирь, SberCIB

Структура акционеров



Источник: Россети Сибирь

Россети Волга

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

- В 2024 году финансовые показатели могут умеренно вырасти.** Россети Волга ожидают, что их прибыль по РСБУ вырастет в 2024 году на 13% до максимальных с 2018 года 2,6 млрд руб. Это позволит выплатить схожие с 2023 годом дивиденды в размере 0,006 руб. на акцию (дивидендная доходность – 10%).
- Компания весьма оптимистична на 2025–2026 годы.** По расчетам компании, ее выручка в эти годы будет расти на 9,0–10,2% в год, отчасти за счет роста выручки от технологического присоединения, тогда как себестоимость – всего лишь на 5,4–6,4% г/г. В связи с этим чистая прибыль по итогам 2025 года может удвоиться.
- Компания ждет роста дивидендов с 2025 года.** На фоне ожидаемого роста чистой прибыли Россети Волга закладывают в прогноз удвоение дивидендов за 2025 год с выплатой в 2026 году, а дивидендная доходность может превысить 20%. Мы с осторожностью относимся к таким оптимистичным оценкам с 2025 года. Ключевым периодом для подтверждения таких прогнозов может стать 1K25. Если действительно будет рост, как указано в прогнозе, то в апреле – мае 2025 года акции компании могут существенно подорожать.

Основные показатели

	2021	2022	2023	2024о	2025о	2026о
Финансовые показатели (РСБУ), млрд руб.						
Выручка	64,8	66,6	76,8	81,7	90,0	98,1
ЕБИТДА	7,4	7,0	10,7	12,0	15,7	19,5
Операционная прибыль	0,2	-0,1	3,8	4,1	7,4	11,0
Чистая прибыль	0,1	-1,1	2,3	2,6	5,5	8,3
Свободный денежный поток	0,4	-1,8	5,1	-1,1	0,6	3,8
Чистый долг	6,0	7,8	3,3	5,2	5,6	4,0
Рентабельность						
по ЕБИТДА	11%	10%	14%	15%	17%	20%
по операционной прибыли	0%	-	5%	5%	8%	11%
по чистой прибыли	0%	-	3%	3%	6%	8%
Коэффициенты						
Цена/выручка	0,1	0,1	0,1	0,1	0,1	0,1
Стоимость предприятия/ЕБИТДА	2,1	1,8	1,3	1,4	1,1	0,8
Цена/прибыль	71,9	-	4,5	4,4	2,1	1,4
Цена/свободный ден. поток	25,7	-	2,0	-	18,7	3,1
Чистый долг/ЕБИТДА	0,8	1,1	0,3	0,4	0,4	0,2

Источник: Россети Волга, SberCIB

Акции

Тикер	MRKV
Цена 12 июля	0,062 руб.
Капитализация	11,7 млрд руб.
Свободное обращение	20,70%
ADT (100 дней)	29,7 млн руб.

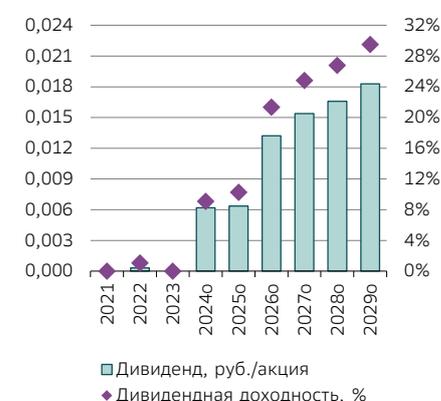
Источник: Московская биржа, SberCIB

Динамика цены акций, руб./акция



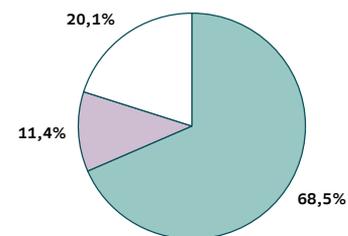
Источник: investing.com

Дивиденды в течение года



Источник: Россети Волга, SberCIB

Структура акционеров



- ПАО "ФСК - Россети"
- ENERGY SOLUTIONS INVEST CYPRUS LIMITED
- Прочие

Источник: Россети Волга

Россети Ленэнерго

Основными функциями Россетей Ленэнерго являются передача электрической энергии, а также присоединение потребителей к электрическим сетям на территории Санкт-Петербурга и Ленинградской области.

■ **Россети Ленэнерго ждут роста финансовых показателей в 2024 году.** EBITDA должна вырасти на 19% г/г, а чистая прибыль – на 25%, в связи с чем повысится рентабельность компании. При этом выручка может увеличиться только на 7,3% г/г, а себестоимость – на 9,4%. Рост финансовых показателей в основном связан не с повышением эффективности бизнеса, а с отсутствием убытков от обесценения в прогнозном периоде. В 2022 году они составили 5,9 млрд руб., а в 2023 году – 19,5 млрд руб. Наличие убытков от обесценения в 2024 году может привести к пересмотру прогноза EBITDA и чистой прибыли вниз.

■ **Дивиденды по привилегированным акциям могут вырасти.** На «префы» не распространяется общая дивидендная политика Россетей. Уставом Россетей Ленэнерго предусмотрено, что в качестве дивидендов на привилегированные акции направляется 10% чистой прибыли по РСБУ. Поскольку компания прибыльная, то с 2007 года Россети Ленэнерго ежегодно выплачивают своим акционерам дивиденды по привилегированным акциям. Россети Ленэнерго ожидают, что в 2025–2027 годах чистая прибыль по РСБУ будет расти, в связи с чем вырастут и дивиденды по «префам». Основной риск для роста дивидендов – возможные убытки от обесценения активов, которые не учтены в прогнозах.

■ **Дивиденды по обыкновенным акциям все еще достаточно низкие.** 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 3% в прогнозном периоде с 2024 года).

■ **Прогноз на 2025–2027 годы умеренно оптимистичный.** В мае 2024 года компания в своем проекте инвестиционной программы представила прогноз финансовых результатов по РСБУ до 2028 года (ранее прогноз был только до 2025 года). Выручка компании в 2025–2027 годах будет расти на 5,8–10,1% в год – выше прогноза Минэкономразвития по индексации тарифов. Себестоимость может повышаться на 7,1–8,7% в год. Таким образом, значительного роста рентабельности бизнеса может и не наблюдаться, если, конечно, у компании не будет убытков от обесценения имущества, которых нет в бизнес-плане.

Обыкновенные акции

Тикер	LSNG
Цена 12 июля	15,94 руб.
Капитализация	135,9 млрд руб.
Свободное обращение	1,04%
ADT (100 дней)	22,0 млн руб.

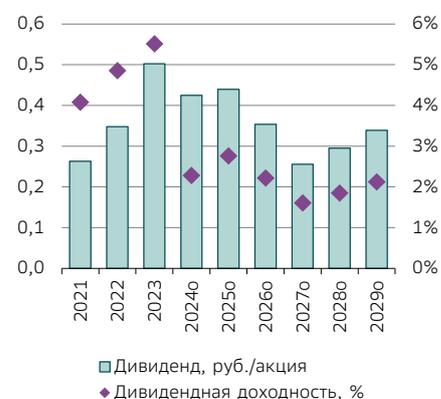
Источник: Московская биржа, SberCIB

Динамика цены обыкновенных акций, руб./акция



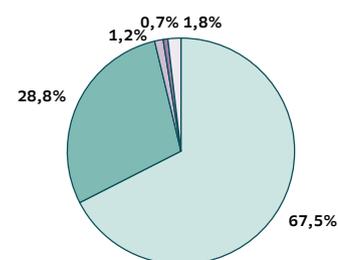
Источник: investing.com

Дивиденды в течение года, обыкновенные акции



Источник: Россети Ленэнерго, SberCIB

Структура акционеров



- ПАО "ФСК - Россети"
- г. Санкт-Петербург в лице КИО
- ОАО «МРСК Урала»
- ООО «Энерготранс»
- Прочие

Источник: Россети Ленэнерго

Основные показатели

	2021	2022	2023	2024о	2025о	2026о
Финансовые показатели (РСБУ), млрд руб.						
Выручка	93,4	95,1	108,8	116,7	128,4	139,5
ЕВITDA	42,3	45,9	52,0	53,6	60,8	66,7
Операционная прибыль	26,2	28,3	32,8	33,5	38,0	42,7
Чистая прибыль	19,8	18,0	20,7	26,1	28,8	32,1
Свободный денежный поток	4,1	15,5	14,8	-2,7	-0,3	1,6
Чистый долг	25,4	13,5	2,9	12,3	16,9	15,4
Рентабельность						
по ЕВITDA	45%	48%	48%	46%	47%	48%
по операционной прибыли	28%	30%	30%	29%	30%	31%
по чистой прибыли	21%	19%	19%	22%	22%	23%
Коэффициенты						
Цена/выручка	0,9	0,9	1,6	1,3	1,2	1,1
Стоимость предприятия/ЕВITDA	2,7	2,1	3,5	3,1	2,8	2,6
Цена/прибыль	4,4	4,7	8,6	5,9	5,4	4,8
Цена/свободный денежный поток	21,1	5,4	12,1	–	–	94,7
Чистый долг/ЕВITDA	0,6	0,3	0,1	0,2	0,3	0,2

Источник: Россети Ленэнерго, SberCIB

Привилегированные акции

Тикер	LSNGP
Цена 12 июля	209 руб.
Капитализация	19,5 млрд руб.
Свободное обращение	75,60%
ADT (100 дней)	78,3 млн руб.

Источник: Московская биржа, SberCIB

Динамика цены привилегированных акций, руб./акция

Источник: investing.com

Дивиденды в течение года, привилегированные акции

Источник: Россети Ленэнерго, SberCIB

Россети Кубань

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

■ **Россети Кубань проведут делистинг.** 14 июня 2024 года состоялось общее собрание акционеров, на котором было принято решение о делистинге акций. Сейчас 99,7% акций принадлежат ПАО «ФСК-Россети». Компания объявила выкуп оставшихся акций по 393,8 руб. за акцию. Таким образом, на эти цели компания может потратить до 440 млн руб. В связи с ожидаемым делистингом акций дальнейший анализ компании нецелесообразен.

Основные показатели

	2021	2022	2023	2024о	2025о	2026о
Финансовые показатели (РСБУ), млрд руб.						
Выручка	57,7	63,7	74,6	82,3	98,0	92,0
ЕБИТДА	8,9	16,1	17,6	21,2	31,9	20,2
Операционная прибыль	7,6	10,6	12,4	13,7	23,9	12,6
Чистая прибыль	1,7	5,2	6,2	7,6	14,8	5,8
Свободный денежный поток	2,4	2,0	5,7	-10,1	-7,5	1,5
Чистый долг	18,9	16,8	7,2	17,2	27,4	30,5
Рентабельность						
по ЕБИТДА	15%	25%	24%	26%	33%	22%
по операционной прибыли	13%	17%	17%	17%	24%	14%
по чистой прибыли	3%	8%	8%	9%	15%	6%
Коэффициенты						
Цена/выручка	0,4	0,3	1,2	1,4	1,1	1,2
Стоимость предприятия/ЕБИТДА	4,6	2,2	5,6	6,1	4,4	7,1
Цена/прибыль	13,0	3,6	14,7	14,7	7,6	19,5
Цена/свободный денежный поток	9,2	9,3	16,0	–	–	77,4
Чистый долг/ЕБИТДА	2,1	1,0	0,4	0,8	0,9	1,5

Источник: Россети Кубань, SberCIB

Акции

Тикер	KUBE
Цена 12 июля	282 руб.
Капитализация	112,5 млрд руб.
Свободное обращение	0,30%
ADT (100 дней)	3,9 млн руб.

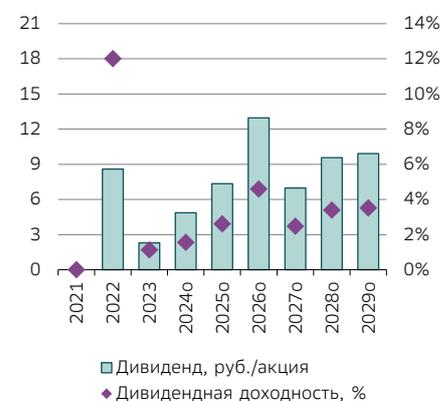
Источник: Московская биржа, SberCIB

Динамика цены акций, руб./акция



Источник: investing.com

Дивиденды в течение года



Источник: Россети Кубань, SberCIB

Структура акционеров



Источник: Россети Кубань

Россети Юг

Россети Юг отвечают за транспортировку электроэнергии на территории четырех субъектов РФ, в которых проживают более 8 млн человек: Ростовская, Астраханская и Волгоградская области, Республика Калмыкия.

- **В ближайшие пять лет дивидендов может не быть.** Как и годом ранее, Россети Юг полагают, что дивидендов как минимум до 2029 года не будет. И это несмотря на то, что, по прогнозу компании, с 2025 года она ежегодно будет прибыльной. Вероятно, невыплата дивидендов связана с довольно высокой долговой нагрузкой – отношение чистого долга к EBITDA может быть выше 2 как минимум до 2027 года. Кроме того, в прогнозном периоде негативное влияние на прибыль может оказать возможное обесценение активов. В последний раз компания платила дивиденды по итогам 2018 года.
- **В 2024 году финансовые показатели могут ухудшиться.** Компания полагает, что ее выручка вырастет на 5,0% г/г, тогда как себестоимость поднимется на 9,2%. Рост будет наблюдаться почти по всем составляющим себестоимости. Это приведет к снижению EBITDA на 26% г/г, и компания может зафиксировать чистый убыток в размере 0,4 млрд руб.
- **Прогноз на 2025–2027 годы умеренно консервативный.** Выручка может расти в пределах 5,8–6,1% в год, что соответствует уровню индексации тарифов. При этом себестоимость может увеличиваться лишь на 3,4–4,9% в год. Если Россети Юг удастся удерживать темпы роста издержек на таком низком уровне, это позволит компании показывать чистую прибыль по итогам этих лет.

Основные показатели

	2021	2022	2023	2024о	2025о	2026о
Финансовые показатели (РСБУ), млрд руб.						
Выручка	41,5	42,1	48,2	50,6	53,5	56,7
ЕВITDA	7,7	4,6	8,1	6,0	7,4	8,4
Операционная прибыль	4,5	4,4	6,3	4,8	6,2	7,1
Чистая прибыль	2,1	-0,6	2,4	-0,4	1,2	2,2
Свободный денежный поток	-2,7	0,9	0,1	-4,3	-0,8	2,2
Чистый долг	21,9	20,9	20,9	25,0	25,7	23,4
Рентабельность						
по EBITDA	18%	11%	17%	12%	14%	15%
по операционной прибыли	11%	11%	13%	10%	12%	13%
по чистой прибыли	5%	–	5%	–	2%	4%
Коэффициенты						
Цена/выручка	0,2	0,1	0,2	0,2	0,2	0,2
Стоимость предприятия/EBITDA	3,8	5,7	3,8	5,8	4,8	4,0
Цена/прибыль	3,3	–	4,1	–	7,9	4,4
Цена/свободный денежный поток	–	5,5	106,6	–	–	4,4
Чистый долг/EBITDA	2,9	4,6	2,6	4,2	3,5	2,8

Источник: Россети Юг, SberCIB

Акции

Тикер	MRKY
Цена 12 июля	0,064 руб.
Капитализация	9,7 млрд руб.
Свободное обращение	15,90%
ADT (100 дней)	25,7 млн руб.

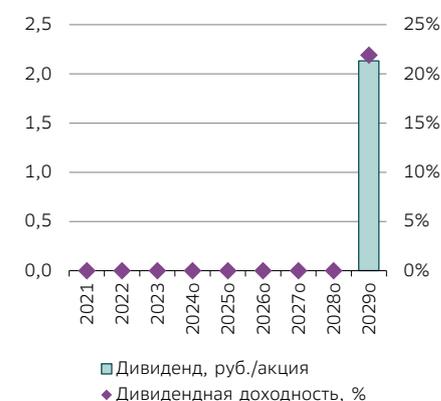
Источник: Московская биржа, SberCIB

Динамика цены акций, руб./акция



Источник: investing.com

Дивиденды в течение года



Источник: Россети Юг, SberCIB

Структура акционеров



Источник: Россети Юг

Россети Северо-Запад

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

- Результаты в 2024 году могут улучшиться.** Россети Северо-Запад прогнозируют рост выручки на 10,2% г/г. Несмотря на то что себестоимость может вырасти на 13,4% г/г, компания ожидает получить чистую прибыль после двух лет убытков. Впрочем, результаты могут оказаться хуже, если у компании будут убытки от обесценения имущества, которые были в 2022 (1,8 млрд руб.) и 2023 (2,8 млрд руб.) годах. Компания не закладывает их наличие в будущих периодах в бизнес-плане. С учетом низкой рентабельности бизнеса они способны оказать существенное влияние на чистую прибыль.
- Россети Северо-Запад может начать выплаты дивидендов с 2025 года.** Тем не менее в ближайшие два года дивидендная доходность вряд ли превысит 3%. В последний раз компания платила дивиденды по итогам 2019 года с дивидендной доходностью 2,5%.
- Прогнозы на 2025–2027 годы весьма оптимистичные.** Компания полагает, что в 2025 году ее выручка увеличится на 9,6% г/г, а в 2026 году – еще на 17,2%. В основном это связано с заметным ростом выручки от технологического присоединения. При этом затраты останутся под контролем – себестоимость вырастет на 5,1–5,6%. Это приведет к значительному росту дивидендов по итогам 2026 года: при текущих котировках дивидендная доходность может вырасти до 15%. С 2027 года выручка от техприсоединения будет наименьшей как минимум за последние пять лет, поэтому темпы роста выручки не будут превышать 6% в год.

Основные показатели

	2021	2022	2023	2024о	2025о	2026о
Финансовые показатели (РСБУ), млрд руб.						
Выручка	45,8	47,8	53,4	58,8	64,4	75,5
ЕБИТДА	6,9	5,4	5,2	7,9	8,0	16,2
Операционная прибыль	1,9	2,1	2,3	0,9	3,5	11,2
Чистая прибыль	1,1	-0,5	-0,4	0,5	0,3	6,6
Свободный денежный поток	0,5	-0,2	1,9	-7,9	-9,4	-6,1
Чистый долг	14,0	14,0	11,4	16,5	21,4	22,2
Рентабельность						
по ЕБИТДА	15%	11%	10%	13%	12%	21%
по операционной прибыли	4%	4%	4%	1%	5%	15%
по чистой прибыли	2%	-	-	1%	0%	9%
Коэффициенты						
Цена/выручка	0,1	0,1	0,2	0,1	0,1	0,1
Стоимость предприятия/ЕБИТДА	2,8	3,0	3,9	2,9	3,5	1,8
Цена/прибыль	4,6	-	-	11,6	22,4	1,0
Цена/свободный денежный поток	9,2	-	4,4	-	-	-
Чистый долг/ЕБИТДА	2,0	2,6	2,2	2,1	2,7	1,4

Источник: Россети Северо-Запад, SberCIB

Акции

Тикер	MRKZ
Цена 12 июля	0,067 руб.
Капитализация	6,4 млрд руб.
Свободное обращение	30,40%
ADT (100 дней)	23,4 млн руб.

Источник: Московская биржа, SberCIB

Динамика цены акций, руб./акция



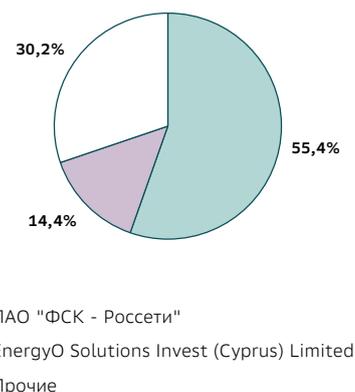
Источник: investing.com

Дивиденды в течение года



Источник: Россети Северо-Запад, SberCIB

Структура акционеров



Источник: Россети Северо-Запад

Россети Северный Кавказ

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

- Компания хронически убыточна.** Россети Северный Кавказ показывают убытки на операционном уровне с 2020 года по РСБУ, а по чистой прибыли – с 2014 года. Ее функционирование зависит от поддержки со стороны мажоритарного акционера – Россетей. На этом фоне компания не выплачивает дивиденды и не планирует выплаты в ближайшие годы. 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 году (согласно последней редакции устава) – уже 889,3 млн. К концу 1К24 количество акций достигло 4,2 млрд.
- Компания может рассмотреть делистинг.** По состоянию на 1К24 Россетям принадлежит 98,29% в капитале компании «Россети Северный Кавказ». Еще как минимум 1,4% принадлежат другим компаниям в структуре Россетей (прежде всего 1,2% у Россетей Ленэнерго по состоянию на конец 2023 года). По данным ПАО «Россети Северный Кавказ», только 0,03% акций принадлежат физическим лицам. В этих условиях Россети Северный Кавказ могут рассмотреть вопрос обратного выкупа акций с последующим делистингом, как Россети Кубань.

Основные показатели

	2021	2022	2023	2024о	2025о	2026о
Финансовые показатели (РСБУ), млрд руб.						
Выручка	34,6	41,3	48,5	55,9	62,3	67,6
ЕБИТДА	-14,5	-10,6	-9,5	-14,0	-8,9	-8,8
Операционная прибыль	-6,8	-5,1	-4,8	-6,3	-3,3	-3,4
Чистая прибыль	-14,2	-11,3	-11,9	-12,8	-8,4	-8,2
Свободный денежный поток	-3,5	-26,7	-23,4	-22,6	-16,0	-17,8
Чистый долг	4,9	6,4	-6,0	-3,8	-6,5	-7,4
Рентабельность						
по ЕБИТДА	-	-	-	-	-	-
по операционной прибыли	-	-	-	-	-	-
по чистой прибыли	-	-	-	-	-	-
Коэффициенты						
Цена/выручка	0,7	0,3	0,4	0,3	0,3	0,2
Стоимость предприятия/ЕБИТДА	-	-	-	-	-	-
Цена/прибыль	-	-	-	-	-	-
Цена/свободный денежный поток	-	-	-	-	-	-
Чистый долг/ЕБИТДА	-	-	-	-	-	-

Источник: Россети Северный Кавказ, SberCIB

Акции

Тикер	MRKK
Цена 12 июля	19,00 руб.
Капитализация	16,9 млрд руб.
Свободное обращение	2,90%
ADT (100 дней)	1,7 млн руб.

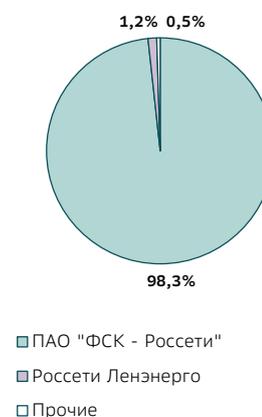
Источник: Московская биржа, SberCIB

Динамика цены акций, руб./акция



Источник: investing.com

Структура акционеров



Источник: Россети Северный Кавказ, SberCIB

Томская распределительная компания

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

■ ТРК ожидает ухудшения финансовых показателей в 2024 году.

Чистая прибыль, согласно бизнес-плану компании, может снизиться на 51% г/г до 176,4 млн руб. В основном это связано с тем, что выручка может увеличиться только на 5,9%, тогда как себестоимость – на 9,4%. Это способно привести к тому, что дивиденды за 2024 год будут меньше, чем за 2023 год, – компания ждет их снижения на 19%. Особенно это будет заметно по «префам», к которым не применяются корректировки единой дивидендной политики.

■ Дивидендная доходность по «префам» выше, чем по обыкновенным акциям.

На привилегированные акции ТРК не распространяется единая дивидендная политика Россетей. Согласно уставу ТРК, на дивиденды по каждой привилегированной акции направляется 10% чистой прибыли по РСБУ, 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 на привилегированную, то он должен быть увеличен до уровня на обыкновенные акции. Такая дивидендная политика более привлекательна для привилегированных акций. Согласно данным бизнес-плана по чистой прибыли, в прогнозном периоде дивидендная доходность ТРК по привилегированным акциям будет выше, чем по обыкновенным, но вряд ли будет двузначной до 2027 года.

■ У ТРК низкая долговая нагрузка.

У компании самая низкая долговая нагрузка в секторе. По итогам 2023 года у компании была чистая денежная позиция и, по ее собственным оценкам, она сохранится в прогнозном периоде (за исключением 2024 года, когда возможно небольшое превышение долга над денежными средствами).

■ Низкая ликвидность – основная преграда для инвестиций.

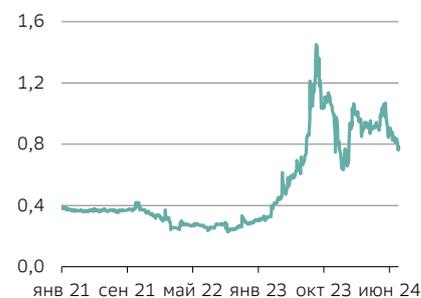
Капитализация обыкновенных акций ТРК составляет 3,0 млрд руб., а привилегированных – лишь около 300 млн руб. Объемы торгов низкие. Так, средний дневной оборот обыкновенных акций равен 1,9 млн руб., привилегированных – 3,3 млн руб. В связи с этим акции могут быть довольно волатильными и вряд ли будут популярными у крупных инвесторов.

Обыкновенные акции

Тикер	TORS
Цена 12 июля	0,79 руб.
Капитализация	3,0 млрд руб.
Свободное обращение	5,40%
ADT (100 дней)	1,9 млн руб.

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

	2021	2022	2023	2024о	2025о	2026о
Финансовые показатели (РСБУ), млрд руб.						
Выручка	7,3	8,4	9,3	9,9	10,7	11,3
ЕВITDA	0,4	1,0	1,0	0,9	1,3	1,4
Операционная прибыль	-0,1	0,5	0,5	0,3	0,6	0,8
Чистая прибыль	-0,2	0,3	0,4	0,2	0,4	0,6
Свободный денежный поток	-0,2	0,3	0,2	-0,2	0,3	0,3
Чистый долг	0,0	-0,3	-0,3	0,0	-0,2	-0,4
Рентабельность						
по ЕВITDA	5%	12%	11%	9%	12%	13%
по операционной прибыли	-2%	6%	6%	3%	6%	7%
по чистой прибыли	-2%	4%	4%	2%	4%	5%
Коэффициенты						
Цена/выручка	0,2	0,1	0,3	0,3	0,3	0,3
Стоимость предприятия/ЕВITDA	3,8	1,0	2,5	3,9	2,4	2,0
Цена/прибыль	-	4,1	7,7	18,5	7,6	5,6
Цена/свободный денежный поток	-	4,4	17,9	-	10,8	9,4
Чистый долг/ЕВITDA	0,1	-0,3	-0,3	0,1	-0,2	-0,2

Источник: ТРК, SberCIB

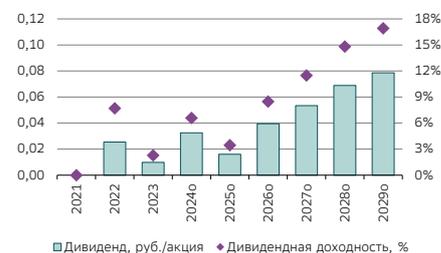
Привилегированные акции

Тикер	TORSP
Цена 12 июля	0,47 руб.
Капитализация	0,3 млрд руб.
Свободное обращение	72,60%
ADT (100 дней)	3,3 млн руб.

Источник: ТРК, SberCIB

Динамика цены привилегированных акций, руб./акция

Источник: investing.com

Дивиденды в течение года, привилегированные акции

Источник: ТРК, SberCIB