

**ALËNKA
CAPITAL**



Инвестиционная идея №52

Электрические сети. МРСК Урала

28. 11. 2017





Отказ от ответственности:

*Данный обзор нужен лишь для структурирования информации указанной на сайте Alenkapital.com и в группе Alenka Capital в социальной сети «В Контакте» и не является указанием к действию. Мы с трудом предвидим будущее, к нашему сожалению. Мы призываем Вас думать своей головой и традиционно рекомендуем принимать инвестиционные решения самостоятельно в душевном комфорте, предварительно самостоятельно произведя расчеты при помощи ручки, листка бумаги и калькулятора.

Ни при каких обстоятельствах инвестиционный бюллетень не должен использоваться или рассматриваться как побуждение к покупке или продаже ценных бумаг. Несмотря на то, что данный материал был подготовлен с максимальной тщательностью, ALENKA CAPITAL и Марламов Э.Т. не дают никаких прямых или косвенных заверений или гарантий в отношении достоверности и полноты включенной в бюллетень информации. ALENKA CAPITAL и Марламов Э.Т. не несут никакой ответственности за любые прямые или косвенные убытки от использования.

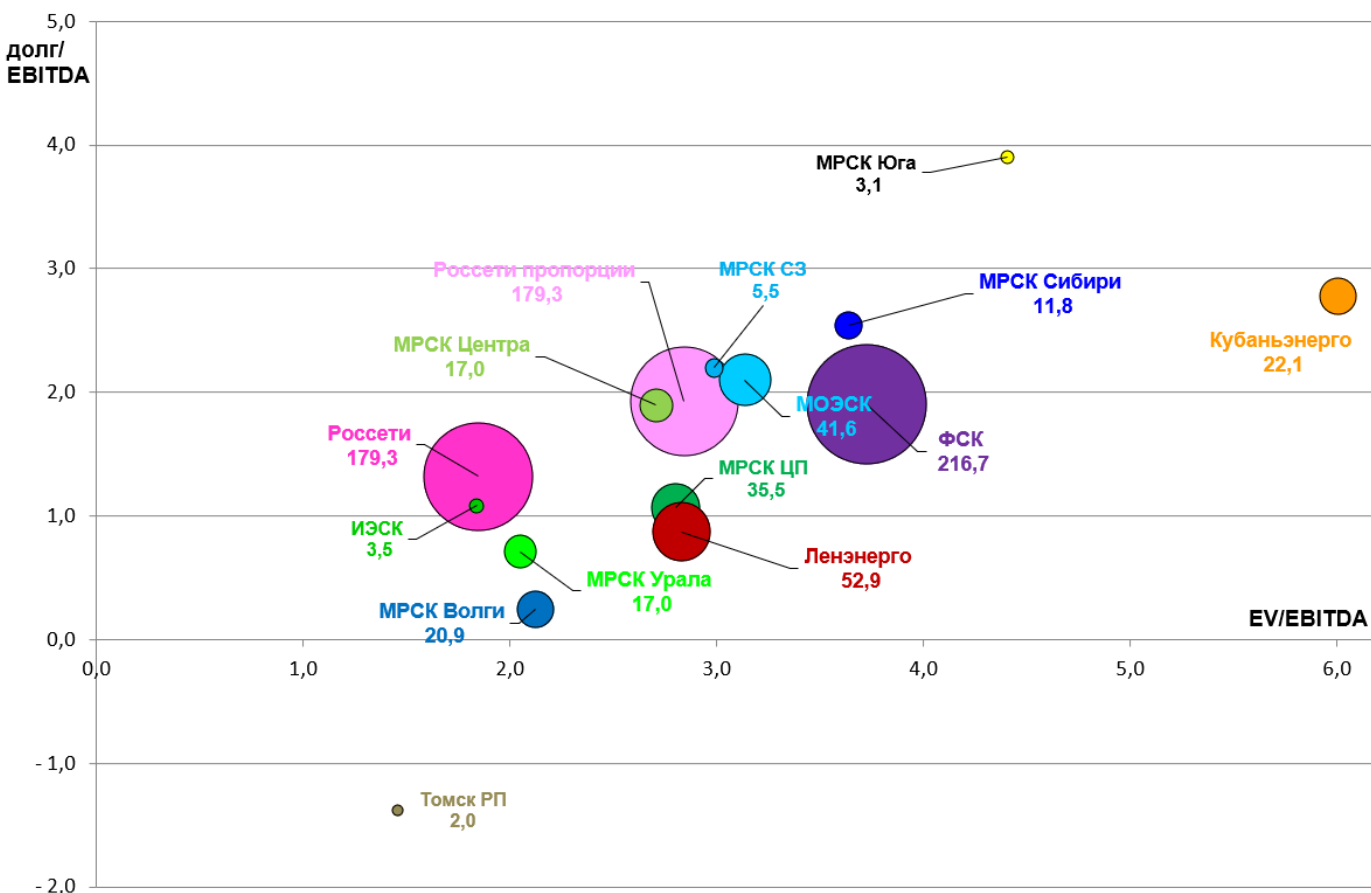
Подходит только для опытных профессиональных инвесторов.

**Копирование данного материала без согласования с автором запрещено.



Электрические сети. МРСК Урала.

Покупка самой дешевой МРСК под переоценку, большие дивиденды, делеверидж и раскрытие стоимости активов. Среди всего обилия компаний сектора, МРСК Урала торгуется по аномально низкому, даже для российского рынка, мультипликаторам и при этом это относительно ликвидная бумага.



Вот разбор отчета, где мы указываем на это.

https://alenka.capital/post/mrsk_urala_otchet_za_3_y_kvartal_2017_po_msfo_37015/

EV/S также очень низкий. Лучше мультипликаторы только у неликвидной маленькой Томской РК, но там нет драйверов и дивидендов.



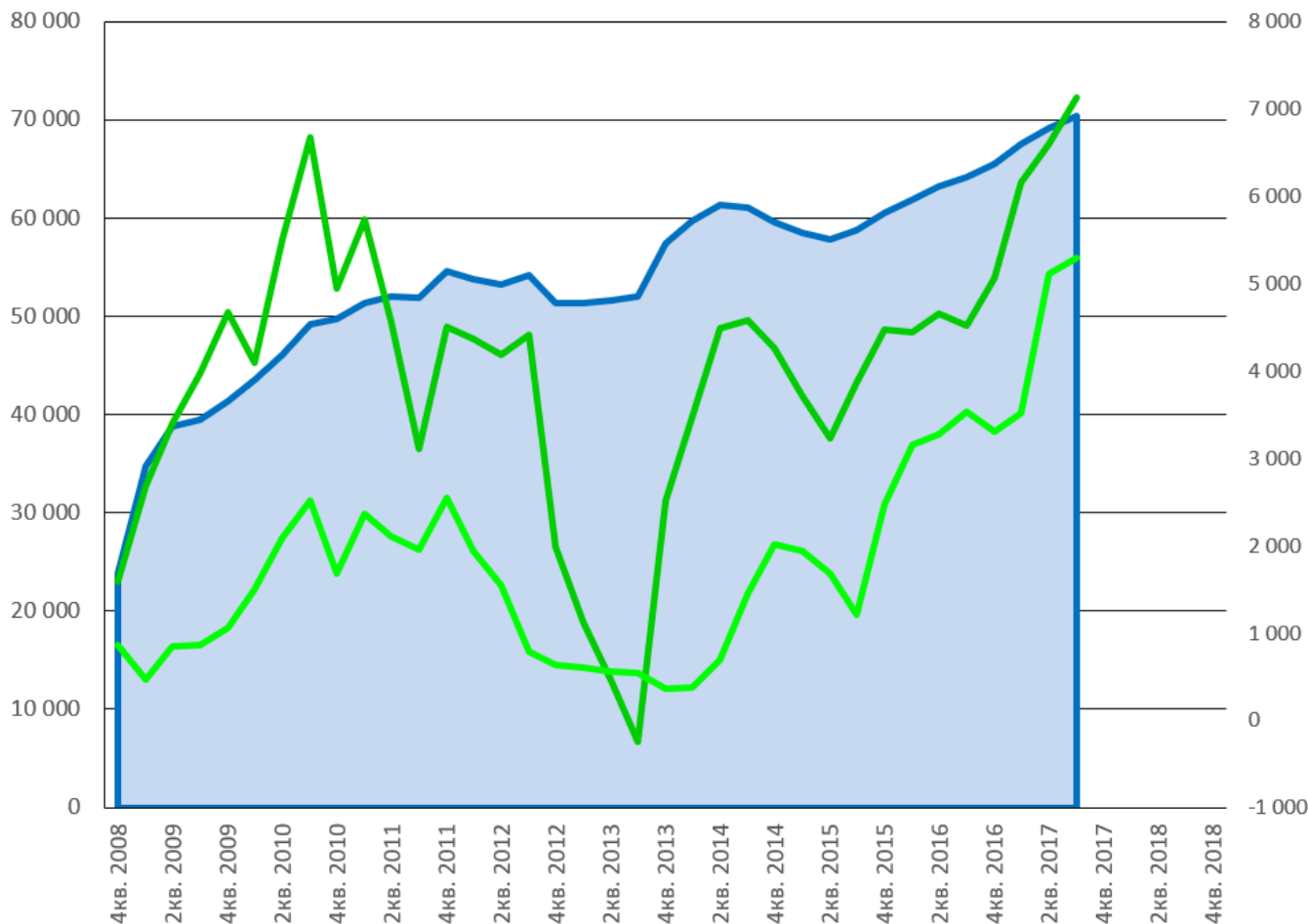
Обзор ситуации

Мультипликаторы, как мы знаем, это еще не все. Однако, прежде мы выделяли МРСК Волги, которая также торговалась по крайне низким мультипликаторам и ее акции выросли в три раза. Сократив дисконт к сестрам, что нами ожидалось, но при этом объективно выросли и ее показатели.

Мы видим несколько простых и очевидных факторов, которые выступят катализаторами переоценки акций МРСК Урала в ближайшем будущем.

Отдельно отметим, что показатели компании растут и прогноз по ним позитивный. МРСК Урала это большие уральские города-миллионники, небедный промышленный регион.

МРСК Урала динамика LTM
Выручки, прибыли от продаж и чистой прибыли млн руб.



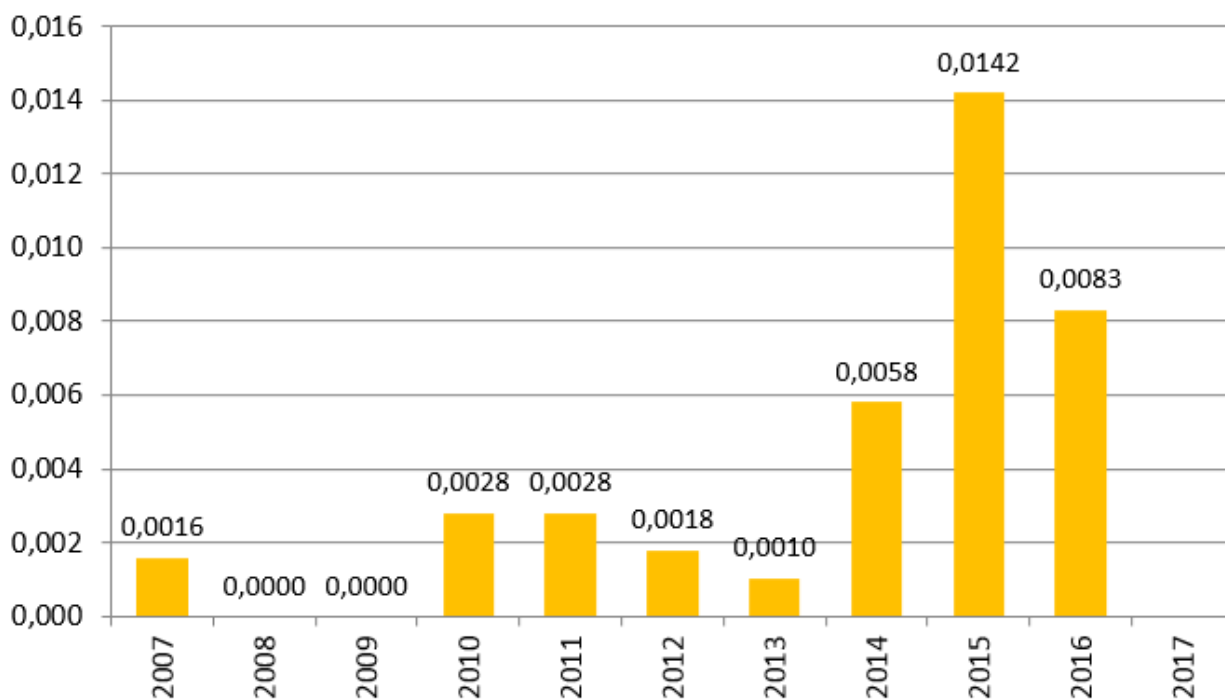


Дивиденды

Одна из ключевых тем для инвесторов в электрические сети - это их дивиденды. За 2016 компания заплатила 54% прибыли по МСФО и 22% прибыли по РСБУ. За 2015 дали 84% по МСФО и 50% по РСБУ. Не будет преувеличением если ясказать, что **у МРСК Урала самый высокий коэффициент дивидендных выплат** среди МРСК.

https://alenka.capital/post/mrsk_dividendyi_za_2016_22958/

МРСК Урала дивиденды



Возникает вопрос, а какие дивиденды будут за 2017, ведь уже ноябрь и есть данные за 9 месяцев как по МСФО так и по РСБУ. Пора готовить телегу зимой, чтобы летом получить дивиденд и готовить не сани, а яхту.

Привожу прогноз Михаила Зайкова, который является признанным специалистом в секторе.

https://alenka.capital/post/prognoz_dividendnoy_dohodnosti_dzo_pao_rosseti_za_2017_god_37021/

Мы же чуть позже посмотрим на дивидендный поток от МРСК Урала под другим фокусом.



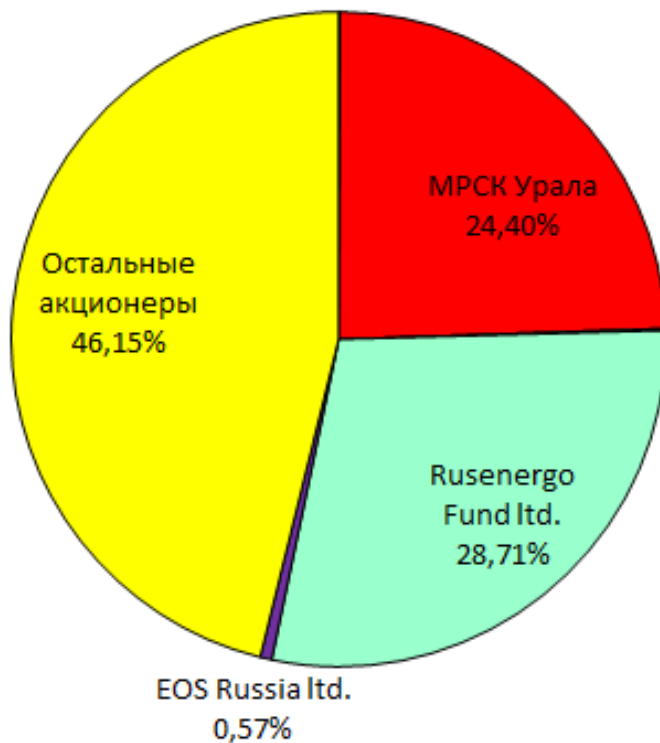
Ленэнерго.

У МРСК Урала, как мы знаем, в собственности 1,21% уставного капитала Ленэнерго. Это немного, но при этом у компании 24,43% префов. ¼ **бесценных префов Ленэнерго!** И 0,95% обычки.

Откуда МРСК Урала вообще получило этот пакет? В 2012 компания выменяла свою долю в Курганэнерго (не вошло в МРСК Урала, примерно также как Кубаньэнерго не вошло в МРСК Юга, а Томская РК в МРСК Сибири) на пакет Ленэнерго и еще доплатила 800 млн. рублей.

Вчера стало известно, что ОАО "МРСК Урала" приобрело 7,15% ОАО "Ленэнерго". Сделка произошла путем обмена акций. "МРСК Урала" отдала частной компании ООО "Корпорация СТС" 49% уставного капитала ОАО "Курганэнерго", получив взамен от "Корпорации СТС" 7,15% акций "Ленэнерго". Помимо этого "Корпорация СТС" дополнительно получит 800 млн рублей государственных средств. По мнению аналитиков, акции "Ленэнерго" были переоценены в два раза. <https://www.kommersant.ru/doc/2072744>

Если вы помните историю с префами Ленэнерго, то мы все купили доли у Rusenergo fund на распродаже. А МРСК Урала так и осталась акционером. Также, как мы считаем долю РУСАЛа в ГКМ и долю ДВМП в Трансконтейнере, мы можем учесть и стоимость пакета МРСК Урала в Ленэнерго в зачет долга, ведь это очень ценный и довольно ликвидный актив. Сейчас такой пакет стоит 2,4 млрд. рублей.





Екатеринбургэнергосбыт.

У МРСК Урала есть 91% акций Екатеринбургэнергосбыта. Как мы знаем, Россети приняли решение продать свои энергосбыты (Екатеринбург, Псков, Тыва, Северный Кавказ). И в настоящий момент идет дискуссия продать все по отдельности или единым лотом. Уральский сбыт готова была купить Интер-РАО.

Выручка компании 16 млрд. рублей. Сложно оценить предприятие. Думаю относительно биржевых аналогов оно тянет минимум на 500 млн. рублей. Продажа будет скорее всего уже в 2018.

Компания «Екатеринбургэнергосбыт» будет выставлена на торги в течении 2017 года. Об этом на сегодняшней встрече с журналистами сообщил гендиректор ОАО «МРСК Урала» Сергей Дрегваль. «Пока ждем прохождения всех необходимых корпоративных процедур по нашей материнской компании «Россети»», - добавил Дрегваль.

Точного срока, когда о продаже сбытового актива будет объявлено, он пока уточнять не стал. Зато рассказал, кого видит в числе потенциальных покупателей: «Тот же «Т Плюс», безусловно. Я бы сам на их месте купил. Кроме того, ТНС, «Атомэнергосбыт», «Интер РАО»».

https://www.znak.com/2017-01-30/rosseti_prodadut_ekaterinburgenergosbyt_v_2017_godu

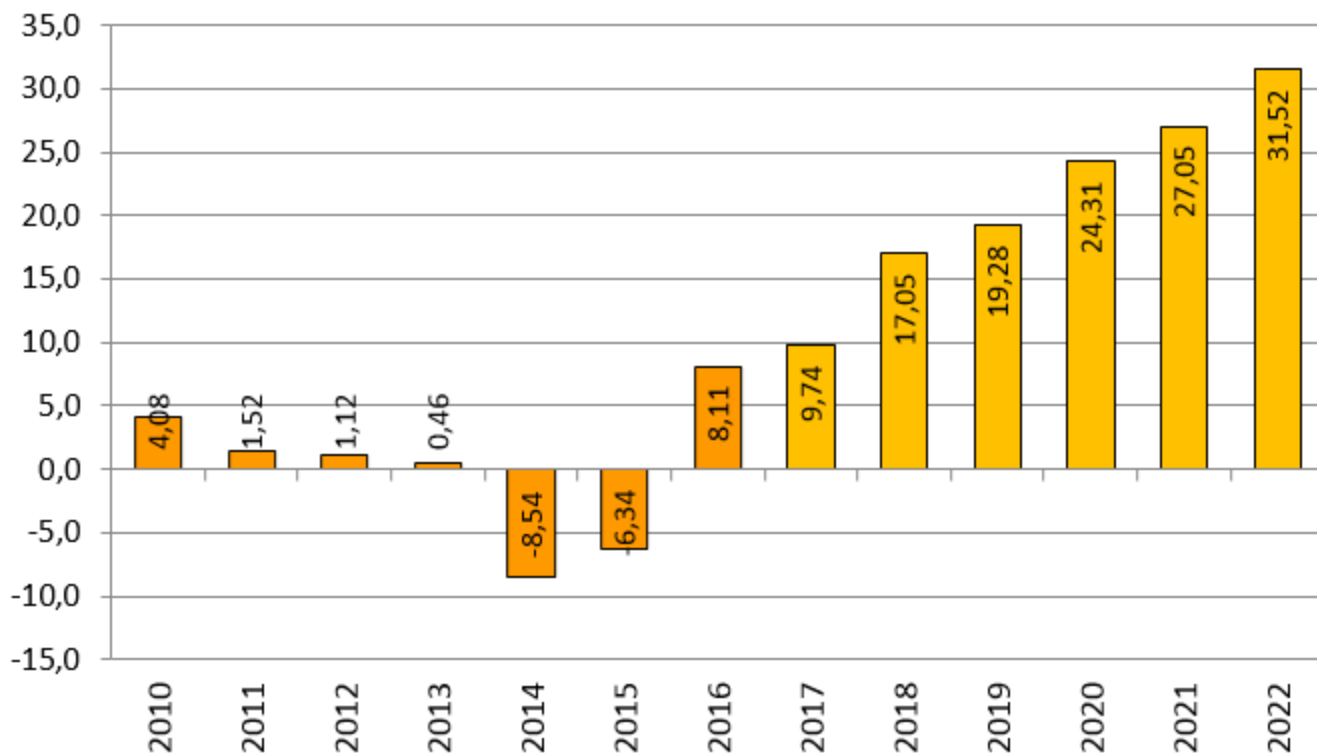




Дивиденды от Ленэнерго ап.

Продавать свои акции Ленэнерго МРСК Урала вероятно не будет, но это не мешает компании получать отличный доход по ним. В собственности 22,782 млн. привилегированных акций.

Ленэнерго ап дивиденды



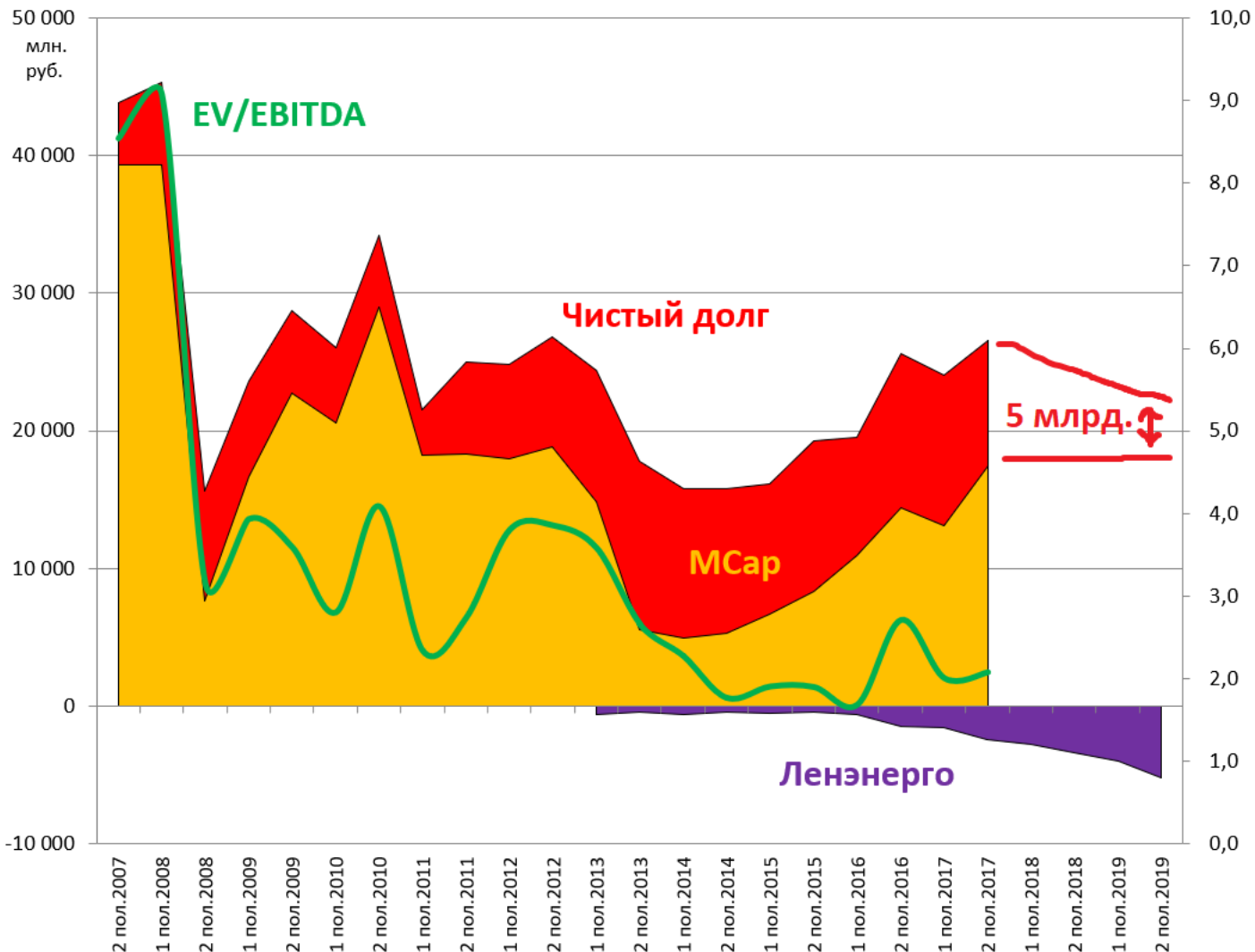
Прогнозный дивиденд на префы Ленэнерго за 2017 9,74 рубля или 222 млн. на долю МРСК Урала. За 2018 компания получит уже 388 млн. рублей плюс что-то на обычку. Далее доход будет только расти.



Делеверидж.

Помимо дивидендов от Ленэнерго и продажи Екатеринбургэнергосбыта компания уже сейчас генерирует большой положительный денежный поток и при этом имеет умеренную инвестпрограмму. Это позволит существенно загасить долг который составляет сейчас 34% стоимости предприятия или 1/3 или +50% к капитализации.

Мы построили вот такую модель.



Даже без учета продажи сбыта, у компании в 2019 будет отрицательный чистый долг с учетом пакета в Ленэнерго (который предположительно подорожает в ходе роста прибыли, дивидендов и реорганизации). Это даст примерно 9-10 млрд. к капитализации.

Форвардный мультипликатор $EV/EBITDA = 19 = 1,2$ совершенно не оправдан для компании без долга и выплачивающей дивиденды почти в $\frac{1}{2}$ чистой прибыли.

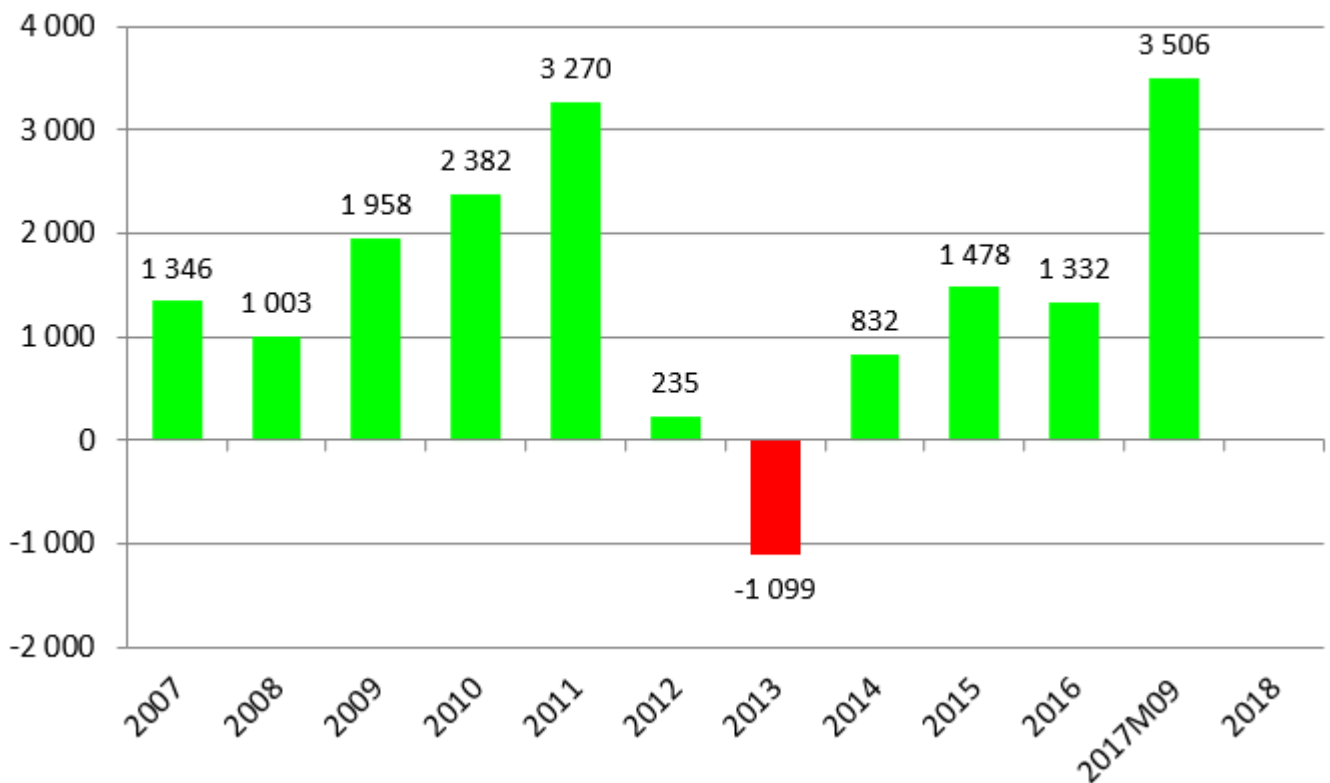


Дивиденды 2017-2018.

На примере Мечела в ИИ №50, мы показывали как изменение ставки ЦБ отразится на финансовых показателях компании за счет экономии на процентах и направлении этого излишка на делеверидж. В МРСК Урала из-за гашения долга и экономии на процентах (дивиденды от Ленэнерго в 2018 их перекроют) «возникнет» дополнительная прибыль примерно 1 млрд. рублей, а прибыль, как мы уже заметили, тут распределяется с самым высоким коэффициентом среди МРСК.

Прибыль за 9 мес. 2017 уже рекордная. Идет на 4 млрд. и выше. А предположительная консервативная оценка прибыли 2018 – выше 5 млрд. рублей. Проценты по долгу падают, дивиденды от Ленэнерго растут. И при этом растет операционная прибыль!

МРСК Урала прибыль МСФО млн. руб.



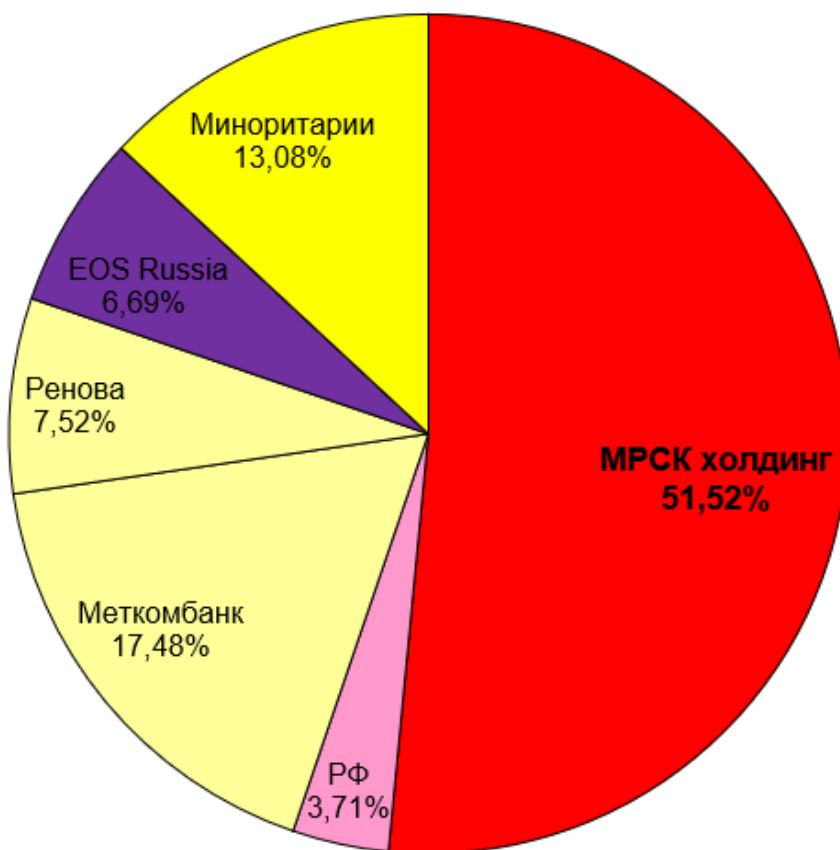
4-й квартал 2016 дал 753 млн. рублей по МСФО. Если 4-й квартал 2017 будет не хуже, то дивдоходность может составить 11%. И 13% в следующем периоде. С учетом снижения ставок такой актив становится очень интересным.



Акционерный капитал

Акции докупает Ренова, но вероятно контроль ей не дадут из-за Т-Плюс. Владение сетями и генерацией одновременно запрещено законодательно (есть аномалии в Иркутске и Кургане, а также на нереформированном Дальнем Востоке).

Структура акционеров МРСК Урала



Любая реформа, реорганизация сетей, намек на приватизацию и т.п. это супердрайвер для переоценки дешёвой МРСК Урала.

Плюс есть госпакет в 3,71% акций. Его рано или поздно или продадут или внесут в уставной капитал Россетей.



Резюме и риски

Одна из немногих акций дающая 10% дивиденд за 2017 (осталось полгода до начала сезона) и при этом торгующаяся с низкими мультипликаторами ($EV/EBITDA = 2$ vs 10 у ГМК).

Более того это лучшие мультипликаторы среди аналогов и это без учета долей в непрофильных активах. Если выбрать МРСК, то очевидно лучшую.

Дивиденды за 2018 будут еще выше. На фоне падения ставок, растущие дивиденды это очень важно для инвестора.

В обозримой перспективе будет погашен долг. Приватизация Екатеринбургэнергокрытый драйвер в 2018.

Ленэнерго будет подпитывать денежные потоки. МРСК Урала крупнейший владелец этого уникального актива.

Риски это специфическая дивполитика Россетей и ее постоянные изменению, в том числе и в лучшую сторону.

Неясные планы нового менеджмента (хотя на словах обещают рост капитализации сетей в 5 раз), возможные преобразования.

Ленэнерго может «вдруг» получить убыток по РСБУ.

Затягивание продажи Екатеринбургэнергокрытого.

Жду 0,4 рубля за 1 обыкновенную акцию к марту 2019. Апсайд 100% + дивы 2017.