20 ноября 2018

Маркетинг в Европе

Итоги встреч с инвесторами

Компания	Рек-я АТОНа	Цель	Потенциал
Нефть и газ			
Роснефть	Покупать	$8.5	33%
ЛУКОЙЛ	Покупать	$93.0	27%
Газпром нефть	Покупать	$28.0	0%
Татнефть (об.)	Держать	$79.0	15%
Татнефть (прив.)	Держать	604	11%
СургутНГ (об.)	Держать	$5.6	37%
СургутНГ (прив.)	Покупать	36.6	-4%
Газпром	Покупать	$6.4	38%
Новатэк	Держать	$184	3%
Металлы и добыча			
Северсталь	Покупать	$19.0	23%
ММК	Покупать	$12.0	29%
НЛМК	Держать	$29.0	17%
Evraz	Держать	GBP 580	6%
Полюс	Покупать	$50.0	51%
АЛРОСА	Покупать	115	13%
Норникель	Покупать	$23.0	30%
ТМК	Покупать	$6.0	69%
Polymetal	Пересмотр	-	-
Э/энергетика			
Юнипро	Покупать	3.18	16%
Энел Россия	Держать	1.31	14%
Русгидро	Держать	0.97	79%
Интер РАО	Держать	4.50	13%
Россети (об.)	Держать	1.00	38%
Россети (прив.)	Продавать	1.00	-25%
ФСК	Покупать	0.22	44%
Удобрения			
Фосагро	Покупать	$17.5	34%
Акрон	Держать	4 300	-6%

Источник: оценки АТОНа

Цены на моменты закрытия 15 ноября 2018

Недавно мы провели встречи с 10 институциональными инвесторами в Вене, Стокгольме и Хельсинки. Общий настрой относительно российских активов варьировался от нейтрального до умеренно негативного: фаворитами инвесторов по-прежнему являются экспортеры, которые занимают значительные доли в портфелях. Инвесторы ожидают новую волну ослабления рубля в свете грядущих санкций США, и лишь некоторые решаются увеличивать вложения в сектора, ориентированные на внутренний рынок (банки, ритейл). Для некоторых инвесторов (особенно в Швеции) все более актуальными становятся принципы ESG: фонды тщательно следят за влиянием бизнеса компаний на экологию, стандартами раскрытия информации и корпоративным управлением. Недавнее падение цен на нефть пока не вызывает беспокойства в отношении нефтегазовых компаний, но инвесторы считают, что замедление экономики в Китае нивелирует дешевые оценки и высокие дивиденды российских горно-металлургических компаний.

Экспортеры выше рынка, инвесторы не видят притоков в фонды

В целом отношение инвесторов к российскому рынку нейтральное / умеренно пессимистичное. Экспортеры по-прежнему занимают значительные доли в портфелях в преддверии следующей волны ослабления рубля на фоне ожидаемых новых санкций США. Некоторые клиенты отваживаются наращивать позиции в рублевых акциях (банки / ритейл), но они, скорее, составляют исключение. Инвесторы считают новые санкции против России неизбежными, однако не ожидают, что пострадают публичные «титаны», такие как Сбербанк и ВТБ. Несмотря на то, что в этом году Россия опережает другие развивающиеся рынки, политические моменты остаются серьезным поводом для беспокойства инвесторов. Большинство клиентов рассказали, что существенного притока средств в фонды под управлением не наблюдалось, и они показали неизменную динамику или немного снизились в годовом сопоставлении. Все признают, что российский рынок очень дешев на текущих уровнях, но Турция торгуется с сопоставимыми мультипликаторами оценки и воспринимается как более благоприятный рынок с точки зрения соотношения риск / доходность.

Стандарты ESG играют все более важную роль

Критерии экологической и социальной ответственности и корпоративного управления (ESG) все в большей степени учитываются в принятии инвестиционных решений в Скандинавии, особенно в Швеции. Например, некоторые шведские инвесторы не могут приобретать акции некоторых российских нефтегазовых компаний (ввиду утечек на нефтепроводах, недостаточного раскрытия структуры акционерного капитала). В секторе электроэнергетики та же ситуация: Энел Россия под запретом из-за высокой доли угольной генерации, связанной с Рефтинской ГРЭС; Юнипро может оказаться под угрозой после перезапуска поврежденного энергоблока Березовской ГРЭС. Несколько горно-металлургических компаний остаются в стороне из-за добычи угля (Evraz) или сильных уровней загрязнения (Норникель). С другой стороны, для инвесторов Центральной Европы критерии ESG пока не так важны.

Нефть и газ: снижение цен на нефть пока не вызывает опасений

Нефтегазовые компании представляют крупнейший экспортно-ориентированный сектор в индексе MSCI Russia, поэтому они ожидаемо попали в фокус фондов, инвестирующих в Россию или EMEA LO в Европе. Наиболее обсуждаемыми бумагами в ходе встреч оказались ЛУКОЙЛ, Новатэк и Роснефть. Газпром также пользовался популярностью: акции считаются абсурдно дешевыми, при том, что будущие финансовые результаты должна поддержать высокая цена на нефть, учитывая лаг в ценах на газ в 6-9 месяцев. Башнефть не пользовалась особым вниманием. Клиентов пока не беспокоит недавняя коррекция цен на нефть, и они ожидают, что регулирование предложения ОПЕК+ принесет свои плоды в 2019.

© ООО «АТОН», 2018. Все права защищены.

Андрей Лобазов
+7 (495) 213-03-37
andrey.lobazov@aton.ru

Александр Корнилов, CFA
+7 (495) 213-03-36
alexander.kornilov@aton.ru

Металлы и добыча: консенсус ДЕРЖАТЬ из-за замедления экономики Китая

Металлургический сектор уже выше рынка в портфелях инвесторов и в основном представлен экспортерами, которым выгоден слабый рубль. Сектор дешев и предлагает привлекательные дивиденды, но клиенты не спешат увеличивать позиции, учитывая тревогу в отношении замедления китайской экономики – это особенно актуально для производителей стали и недрагоценных металлов. В стальном секторе инвесторы предпочитают ММК (дешевая оценка) и Северсталь (защитная стратегия). Также им нравится АЛРОСА, поскольку конечный спрос на ювелирные изделия остается сильным, что свидетельствует о временном характере проблем с ликвидностью в Индии. Фосагро и Полюс отстают от аналогов на фоне санкционных опасений, и их акции могут быть переоценены, если компаний не коснется следующая волна санкций. Инвесторов расстроило падение акций ТМК, и они связывают его с потенциальной отсрочкой IPO в американском дивизионе. Оценку Норникеля при текущих ценах инвесторы считают справедливой в отсутствие краткосрочных катализаторов.

Электроэнергетика: внутренние игроки не в фаворе

Этот сектор оказался не особенно популярным у фондов, с которыми мы встречались, поскольку у него нет катализаторов, он имеет ограниченное присутствие в MSCI Russia (особенно после исключения РусГидро) и ориентирован на внутренний рынок, и, следовательно, не имеет защиты от возможного ослабления рубля. Самой популярной темой для обсуждения была Интер РАО: после выхода сильных финансовых результатов за 3К18 на прошлой неделе у большинства инвесторов вновь вызывало вопросы дальнейшее накопление денежных средств на балансе и сохранение довольно консервативной дивидендной политики в условиях сильного FCF. Юнипро и Энел Россия также были в центре внимания. К нашему удивлению, сетевые компании вообще не были упомянуты.

© ООО «АТОН», 2018. Все права защищены.

Металлы и добыча: сравнительные мультипликаторы

Рис. 1. Российские горно-металлургические компании и мировые аналоги

Компания	EV/EBITDA		P/E		FCFY		DY	ЧД/EBITDA	ROE	ROA	EV/продажи		% изм.		
	18П	19П	18П	19П	18П	19П		18П			18П	19П	3М	6М	1 год
Недрагоценные металлы															
Норникель	5.8	5.7	7.9	7.7	13%	8%	9%	1.2	78%	20%	3.0	2.9	9%	2%	-6%
Мировые див. производители	5.2	5.4	11.0	10.7	11%	10%	5%	0.4	16%	9%	2.3	2.4	8%	-7%	24%
Производители меди/никеля	5.8	5.6	13.1	12.7	6%	6%	3%	0.8	12%	7%	2.0	1.8	-9%	-29%	-16%
Производители МПГ	10.9	6.9	32.5	24.9	7%	8%	1%	0.9	2%	1%	1.4	1.2	25%	11%	-15%
Производители стали															
ММК	3.3	3.9	6.1	7.7	14%	12%	9%	-0.1	24%	16%	1.0	1.0	5%	2%	-5%
Северсталь	4.4	5.2	6.7	8.1	13%	11%	13%	0.3	61%	26%	1.6	1.7	1%	-2%	4%
НЛМК	4.6	5.9	7.1	9.2	13%	12%	13%	0.3	33%	19%	1.4	1.5	8%	-3%	10%
Evraz	4.2	5.3	5.6	7.5	18%	15%	12%	0.9	87%	15%	1.2	1.3	19%	10%	89%
Россия	4.1	5.1	6.3	8.1	15%	13%	12%	0.4	51%	19%	1.3	1.4	8%	2%	25%
Австралия	5.1	4.7	10.8	9.7	8%	11%	3%	-0.5	12%	9%	0.5	0.5	-19%	-27%	-6%
Северная Америка	6.0	5.8	8.9	8.4	8%	11%	2%	1.4	71%	9%	0.7	0.7	-3%	-15%	7%
Европа	4.6	4.6	10.1	8.0	9%	13%	5%	0.9	11%	6%	0.5	0.5	-20%	-31%	-25%
Япония	6.4	6.6	9.7	9.7	5%	6%	2%	3.0	7%	3%	0.7	0.6	-1%	-12%	-13%
Китай	5.7	5.8	8.8	9.1	17%	20%	6%	1.6	15%	7%	0.9	0.9	-2%	-4%	2%
Индия	10.0	6.3	13.0	10.8	8%	10%	1%	6.1	7%	7%	1.5	1.3	-5%	-13%	2%
Производители золота															
Polymetal International	7.8	6.6	10.9	8.7	6%	9%	5%	1.8	27%	11%	3.1	2.8	19%	9%	-12%
Полюс Золото	6.4	5.1	7.5	6.2	7%	13%	6%	1.7	236%	20%	4.0	3.2	6%	17%	-14%
Highland Gold	5.0	5.1	8.3	9.1	9%	отр.	7%	1.1	9%	7%	-0.1	2.5	16%	-5%	0%
CIS	5.6	5.3	7.9	7.4	10%	12%	7%	1.8	73%	13%	2.5	2.2	11%	4%	8%
Крупные з/д компании	9.5	8.1	27.2	22.8	3%	5%	2%	0.7	5%	4%	3.9	3.6	7%	-13%	-17%
Средние з/д компании	6.4	5.1	21.3	23.6	5%	6%	1%	1.6	2%	2%	2.0	1.9	-1%	-16%	-26%
Производители алмазов															
АЛРОСА	5.0	4.9	7.5	7.1	17%	14%	10%	0.3	40%	23%	2.6	2.6	6%	9%	36%
Производители алмазов	3.9	4.1	9.6	11.1	н/д	14%	0%	1.1	11%	2%	1.4	1.5	11%	-18%	12%
Крупные з/д компании	9.5	8.1	27.2	22.8	3%	5%	2%	0.7	5%	4%	3.9	3.6	7%	-13%	-17%
Производители МПГ	10.9	6.9	32.5	24.9	7%	8%	1%	0.9	2%	1%	1.4	1.2	25%	11%	-15%
Производители труб															
ТМК	5.3	4.8	5.8	4.0	23%	37%	4%	3.5	16%	3%	0.7	0.7	-18%	-28%	-31%
Крупные аналоги	18.7	8.7	19.9	15.3	3%	7%	2%	7.0	-5%	0%	1.5	1.4	-29%	-38%	-17%
Ст. компании, Россия (конс.)	4.1	5.1	6.3	8.1	15%	13%	12%	0.4	51%	19%	1.3	1.4	8%	2%	25%
Др. аналоги	8.6	8.9	14.1	14.2	2%	2%	4%	-3.2	8%	0.1	1.1	1.0	4%	-10%	-16%
Удобрения															
Фосагро	6.4	6.3	8.4	8.3	8%	11%	5%	1.5	36%	16%	2.1	2.0	7%	2%	-3%
Акрон	8.0	7.0	11.9	9.4	4%	10%	7%	1.9	22%	9%	2.7	2.5	3%	6%	17%
Уралкалий	5.4	5.4	4.1	4.1	н/д	н/д	н/д	2.6	45%	9%	2.8	2.9	-2%	-19%	-33%
Калий/фосфаты	10.2	8.5	23.8	15.3	4%	5%	4%	2.3	11%	5%	2.6	2.4	6%	2%	17%
Азот / NPK	10.7	9.2	20.3	15.0	8%	6%	3%	1.5	16%	8%	3.0	2.8	2%	3%	3%
Др. аналоги	8.7	6.8	15.4	11.5	15%	14%	2%	0.4	8%	4%	0.8	0.7	-2%	-30%	-36%

Источник: Bloomberg, оценки АТОНа

© ООО «АТОН», 2018. Все права защищены.

Нефть и газ: сравнительные мультипликаторы

Рис. 2. Российские нефтегазовые компании и мировые аналоги

Компания	Страна	Кап-я, $ млн	EV/S		EV/EBITDA		P/E		Доходность FCF		Див. дох-ть	
			18П	19П	18П	19П	18П	19П	18П	19П	18П	19П
Российские НГ-компании												
Российские газовые компании												
Газпром	Россия	$53 346	0.8	0.8	3.0	2.9	3.4	3.5	4.9%	8.4%	5.9%	5.9%
Новатэк	Россия	$53 767	4.6	4.5	13.8	14.7	20.8	10.3	3.8%	1.5%	1.0%	1.3%
Российские нефтяные компании												
Роснефть	Россия	$67 488	1.0	1.0	4.4	4.0	7.1	6.3	20.3%	14.5%	6.8%	7.8%
ЛУКОЙЛ	Россия	$52 258	0.4	0.4	3.0	2.8	5.5	4.9	13.7%	17.4%	4.7%	5.2%
Сургутнефтегаз	Россия	$18 777	отр.	отр.	отр.	отр.	2.3	3.7	15.2%	17.4%	2.5%	2.5%
Татнефть	Россия	$26 096	1.6	1.5	5.1	5.0	7.0	6.9	10.0%	8.3%	7.6%	8.0%
Газпром нефть	Россия	$26 551	0.9	0.9	3.9	4.5	4.8	5.7	9.7%	6.4%	7.9%	8.7%
Башнефть	Россия	$5 215	0.5	0.5	2.1	2.0	3.2	3.0	н/д	н/д	н/д	н/д
Российские нефт.компании, транспортировка												
Транснефть (прив.)	Россия	$18 408	1.5	1.5	3.4	3.2	6.1	5.5	2.8%	9.3%	5.5%	6.6%
Средневзвешенное значение			**1.5**	**1.4**	**5.2**	**5.2**	**7.9**	**6.0**	**10.6%**	**10.3%**	**5.1%**	**5.6%**
Медиана			**0.9**	**0.9**	**3.7**	**3.6**	**5.5**	**5.5**	**9.9%**	**8.8%**	**5.7%**	**6.3%**
Нефтяные компании, EM												
PetroChina	Китай	$198 734	0.7	0.7	4.4	4.3	21.4	18.4	5.5%	6.9%	3.9%	4.3%
Sinopec	Китай	$105 089	0.3	0.3	3.1	3.0	9.2	9.1	13.0%	11.9%	8.7%	8.7%
CNOOC	Китай	$74 701	2.0	1.8	3.2	3.0	9.1	7.9	10.3%	10.8%	5.2%	5.7%
ONGC	Индия	$27 914	1.8	0.8	5.0	4.0	7.7	6.3	3.2%	10.0%	5.0%	5.3%
Reliance Industries	Индия	$99 416	2.2	1.6	13.0	10.3	18.8	16.9	отр.	отр.	0.7%	0.6%
Petrobras	Бразилия	$91 809	1.8	1.6	5.1	4.4	9.3	7.3	14.8%	15.2%	3.0%	3.7%
Sasol	ЮАР	$19 513	2.2	1.7	8.0	5.3	14.0	8.4	отр.	3.5%	2.7%	4.3%
Средневзвешенное значение			**1.3**	**1.1**	**5.7**	**4.9**	**14.8**	**12.8**	**7.6%**	**8.4%**	**4.2%**	**4.6%**
Медиана			**1.8**	**1.6**	**5.0**	**4.3**	**9.3**	**8.4**	**10.3%**	**10.4%**	**3.9%**	**4.3%**
Нефтяные интегр. компании, DM												
Exxon Mobil	США	$331 041	1.2	1.1	7.4	6.3	16.3	13.4	5.5%	5.9%	4.1%	4.3%
Chevron	США	$223 465	1.4	1.3	5.7	5.0	13.9	11.9	7.9%	9.4%	3.8%	4.0%
ConocoPhillips	США	$75 072	2.2	2.1	5.2	4.8	13.6	11.9	7.8%	10.1%	1.8%	1.9%
Occidental Petroleum	США	$54 807	3.5	3.2	6.2	5.5	13.3	11.8	7.0%	7.9%	4.3%	4.3%
Imperial Oil	Канада	$25 291	1.0	1.0	7.9	7.2	15.0	12.4	8.4%	7.9%	1.7%	1.8%
Suncor Energy	Канада	$40 818	2.1	1.9	6.0	5.3	10.3	8.4	9.5%	15.2%	3.2%	3.4%
Canadian Natural Resources	Канада	$32 908	2.3	2.4	5.3	5.3	10.0	9.4	14.0%	15.2%	3.6%	3.8%
Royal Dutch Shell	Нидерл.	$200 271	0.8	0.8	5.4	4.9	8.9	7.6	12.6%	14.1%	6.1%	6.1%
BP	Великобрит.	$105 438	0.6	0.5	4.7	4.2	8.9	8.2	9.4%	14.0%	6.0%	6.1%
Total	Франция	$152 027	0.9	0.8	5.2	4.6	10.6	9.3	6.0%	10.4%	5.2%	5.3%
Eni	Италия	$61 579	0.8	0.8	3.3	3.0	12.0	10.0	9.7%	10.7%	5.5%	5.6%
Equinor	Норвегия	$81 530	0.1	0.1	0.4	0.3	11.7	10.0	9.3%	10.6%	3.7%	4.0%
Repsol	Испания	$28 361	0.6	0.6	4.6	4.2	9.9	8.6	11.4%	6.2%	5.8%	6.1%
OMV	Австрия	$17 350	1.0	0.9	4.5	3.9	9.2	7.8	13.3%	15.9%	3.5%	3.9%
Средневзвешенное значение			**1.2**	**1.1**	**5.5**	**4.9**	**12.5**	**10.6**	**8.4%**	**10.1%**	**4.5%**	**4.6%**
Медиана			**1.0**	**0.9**	**5.3**	**4.8**	**11.1**	**9.7**	**9.4%**	**10.5%**	**4.0%**	**4.1%**
Нефтяные сланц. компании, DM												
EOG Resources	США	$58 912	3.8	3.1	7.7	6.2	17.3	12.9	3.5%	5.4%	0.8%	0.9%
Pioneer Natural Resources	США	$26 398	4.4	3.8	8.1	6.1	22.8	12.9	0.7%	1.9%	0.2%	0.3%
Anadarko Petroleum	США	$27 993	3.4	3.0	5.8	4.9	20.0	13.2	1.5%	8.6%	1.6%	1.8%
Devon Energy	США	$14 336	1.8	2.0	5.4	4.6	18.1	11.8	2.6%	4.3%	1.0%	1.1%
Noble Energy	США	$12 235	3.9	3.4	6.3	5.4	25.1	17.3	отр.	отр.	1.7%	1.7%
Concho Resources	США	$26 952	7.7	5.5	11.0	7.8	31.6	21.3	1.0%	1.0%	0.0%	0.2%
Continental Resources	США	$18 049	4.9	4.0	6.3	5.2	14.9	11.5	4.4%	7.7%	0.0%	0.0%
Diamondback Energy	США	$11 365	6.3	2.6	8.5	3.4	16.1	6.5	отр.	отр.	0.4%	0.5%
Средневзвешенное значение			**4.5**	**3.5**	**7.6**	**5.8**	**20.6**	**13.8**	**2.1%**	**4.3%**	**0.7%**	**0.8%**
Медиана			**4.4**	**3.4**	**7.6**	**5.4**	**20.0**	**12.9**	**2.1%**	**4.3%**	**0.7%**	**0.8%**

© ООО «АТОН», 2018. Все права защищены.

Источник: Bloomberg, оценки АТОНа

Электроэнергетика: сравнительные мультипликаторы

Рис. 3. Российские генерирующие компании и мировые аналоги

Компания	Страна	Кап-я, $ млн	EV/продажи			EV/EBITDA			P/E			EV/кВт
			18П	19П	20П	18П	19П	20П	18П	19П	20П	$/кВт
Российские ген. компании												
РусГидро	Россия	$3 502	0.9	0.8	0.8	3.1	2.9	2.9	5.3	6.1	5.3	$126
Интер РАО	Россия	$6 294	0.3	0.3	0.3	2.8	2.9	2.7	6.4	6.2	5.7	$127
Юнипро	Россия	$2 623	2.1	1.9	1.7	6.1	5.6	4.0	10.9	10.0	6.6	$218
Энел Россия	Россия	$611	0.8	0.8	0.8	3.8	3.8	3.7	5.4	5.3	5.6	$98
ОГК-2	Россия	$571	0.6	0.4	0.6	4.2	2.3	3.0	8.5	3.1	4.2	$67
ТГК-1	Россия	$507	0.6	0.5	0.6	2.2	2.2	2.5	3.8	3.1	3.6	$112
Мосэнерго	Россия	$1 069	0.2	0.2	0.3	1.1	0.9	1.2	5.0	2.7	3.5	$57
Средневзвешенное значение			**0.8**	**0.7**	**0.7**	**3.4**	**3.2**	**2.9**	**6.8**	**6.3**	**5.5**	**$134**
Медиана			**0.6**	**0.5**	**0.6**	**3.1**	**2.9**	**2.9**	**5.4**	**5.3**	**5.3**	**$112**
Ген. компании, EM												
Huaneng Power International	Китай	$13 557	2.6	1.9	1.8	6.0	8.5	9.1	10.5	43.1	25.3	$521
CLP Holdings LTd	Китай	$28 497	3.5	3.3	3.0	12.9	12.2	11.7	18.3	17.4	15.3	$1 968
China Resources Power	Китай	$9 065	2.7	2.5	2.3	5.4	6.6	8.3	8.0	15.3	10.5	$726
CGN Power Corp	Китай	$11 373	10.2	5.8	5.9	19.8	17.6	10.7	10.7	7.9	9.3	$2 786
Huadian Power International	Китай	$5 811	2.4	1.9	1.8	5.1	6.9	8.9	11.0	85.8	17.8	$473
Datang International Power Gen Co	Китай	$7 160	3.4	2.8	2.4	7.0	8.6	9.2	12.8	20.8	16.3	$667
China Yangtze Power Co	Китай	$46 425	8.2	7.5	8.1	18.9	9.8	8.9	15.5	13.3	14.6	$2 323
NTPC	Индия	$17 652	2.8	2.7	2.7	12.1	12.0	9.8	12.9	11.7	11.3	$858
KEPCO	Ю. Корея	$15 933	1.3	1.2	1.2	4.2	3.5	4.6	2.3	5.6	отр.	$698
Ratchaburi Elec Gen Holding	Таиланд	$2 151	1.8	1.8	2.0	11.7	13.4	15.3	13.0	10.3	10.6	$391
CEMIG	Бразилия	$4 534	1.3	1.3	1.4	6.9	7.3	9.3	15.6	23.0	15.1	$1 036
Eletrobras	Бразилия	$8 923	1.2	1.6	1.9	н/д	3.4	6.4	2.7	9.4	12.9	$418
PGE	Польша	$5 936	1.3	1.2	1.3	4.6	5.6	4.0	10.6	7.7	9.2	$704
EDP	Португалия	$12 797	2.1	1.9	2.1	8.3	8.6	8.0	12.9	12.8	14.6	$1 414
EDP Renovaveis	Португалия	$7 632	7.4	6.0	6.4	11.2	10.6	8.3	н/д	н/д	н/д	$1 399
CEZ	Чехия	$13 220	2.5	2.0	2.2	7.2	8.6	7.5	18.3	14.2	22.8	$1 127
Средневзвешенное значение			**4.3**	**3.7**	**3.8**	**11.1**	**9.4**	**8.8**	**12.3**	**16.5**	**13.4**	**$1 425**
Медиана			**2.5**	**1.9**	**2.2**	**7.2**	**8.6**	**8.9**	**12.8**	**13.3**	**14.6**	**$792**
Ген. компании, DM												
Verbund	Австрия	$14 951	6.1	5.4	5.9	19.9	18.0	17.0	44.6	34.3	37.8	$2 063
EDF	Франция	$51 018	1.2	1.1	1.2	4.6	5.3	5.4	14.2	22.1	21.7	$674
E.ON	Германия	$22 752	0.7	0.6	0.7	3.5	5.5	4.6	25.9	13.9	13.7	$625
RWE	Германия	$13 066	0.3	0.2	0.4	1.8	2.4	2.0	17.3	8.7	14.6	$290
A2A	Италия	$5 387	1.7	1.3	1.3	7.6	7.3	6.1	15.3	11.2	11.6	$963
Enel	Италия	$52 219	1.6	1.4	1.5	7.6	7.9	6.7	15.1	11.7	11.2	$1 422
Endesa	Испания	$24 110	1.4	1.3	1.3	8.7	8.5	7.2	16.7	13.6	14.9	$1 938
Iberdrola	Испания	$48 641	2.9	2.6	2.4	11.9	11.7	10.3	18.0	14.2	14.6	$2 077
Centrica	Великобрит.	$10 544	0.5	0.4	0.4	4.3	5.3	5.2	9.8	10.8	11.7	$2 525
Drax Group	Великобрит.	$1 928	0.7	0.5	0.5	9.8	13.5	7.7	81.3	н/д	39.0	$620
SSE	Великобрит.	$14 801	0.6	0.7	0.7	7.8	8.5	9.1	8.8	9.2	9.2	$2 692
American Electric Power	США	$37 866	3.7	4.0	3.9	11.1	11.2	11.8	20.2	21.2	19.5	$1 657
Dominion Resources	США	$48 116	7.0	6.8	6.6	16.0	15.2	13.7	20.3	21.1	17.8	$3 869
DTE Energy Company	США	$21 705	3.3	3.1	2.8	13.9	14.0	13.5	22.8	21.9	19.0	$2 943
Chubu Electric Power Co	Япония	$11 157	1.3	1.4	1.3	10.7	6.9	8.9	7.9	10.8	15.8	$984
Kansai Electric Power Co	Япония	$15 245	1.6	1.8	1.7	19.0	8.4	9.5	11.3	13.6	11.6	$1 289
Средневзвешенное значение			**3.1**	**3.0**	**2.9**	**10.7**	**10.2**	**9.6**	**18.0**	**16.8**	**16.5**	**$1 937**
Медиана			**1.6**	**1.5**	**1.6**	**9.2**	**8.4**	**8.5**	**17.0**	**13.6**	**14.7**	**$1 798**

Источник: Bloomberg, оценки АТОНа

© ООО «АТОН», 2018. Все права защищены.

Рис. 4. Российские сетевые компании и мировые аналоги

Компания	Страна	Кап-я, $ млн	EV/S			EV/EBITDA			P/E		
			18П	19П	20П	18П	19П	20П	18П	19П	20П
Сетевые компании, Россия											
ФСК	Россия	$2 948	1.5	1.5	1.5	2.9	3.0	2.9	2.7	2.9	3.3
Россети	Россия	$2 229	1.0	0.9	0.9	3.0	3.0	2.9	1.4	1.5	1.4
Средневзвешенное значение			**1.3**	**1.3**	**1.2**	**3.0**	**3.0**	**2.9**	**2.2**	**2.3**	**2.5**
Медиана			**1.3**	**1.2**	**1.2**	**3.0**	**3.0**	**2.9**	**2.1**	**2.2**	**2.3**
Межд. сетевые компании											
National Grid	Великобрит.	$27 933	3.4	3.5	3.4	8.2	8.5	8.6	13.1	14.6	13.8
United Utilities Group	Великобрит.	$5 009	6.9	6.7	6.5	9.8	11.3	12.5	16.1	13.6	12.5
Red Electrica	Испания	$10 386	8.0	7.8	7.9	11.1	11.3	9.4	14.9	14.4	14.9
Terna	Италия	$9 871	8.0	7.6	7.4	11.6	12.3	10.2	14.4	13.6	13.2
Elia	Бельгия	$3 435	3.4	2.9	2.8	18.7	17.9	16.1	13.2	13.2	12.7
Redes Energeticas Nacionais	Португалия	$1 615	5.7	5.5	5.5	8.7	9.3	7.7	14.3	14.2	13.8
Transelectrica	Румыния	$1 723	0.6	0.5	0.5	н/д	н/д	н/д	19.7	11.1	9.0
Cia de Transmissao de Ene	Бразилия	$11 549	4.8	4.8	4.5	30.1	24.6	10.0	9.9	9.6	9.1
Средневзвешенное значение			**5.2**	**5.1**	**4.9**	**13.0**	**12.5**	**9.6**	**13.4**	**13.4**	**12.8**
Медиана			**5.2**	**5.1**	**5.0**	**11.1**	**11.3**	**10.0**	**14.3**	**13.6**	**13.0**
Межд. газораспред. компании											
Snam	Италия	$15 293	9.9	9.6	9.5	9.1	14.0	11.6	13.6	13.1	12.8
Enagas	Испания	$6 586	8.0	8.2	8.1	11.9	13.1	9.1	13.2	13.6	12.3
Fluxys Belgium	Испания	$2 004	5.4	5.4	5.1	12.3	13.3	10.6	30.0	29.6	38.0
PGN	Польша	$9 555	0.8	0.8	0.8	5.6	6.0	4.6	9.7	9.4	9.6
Sempra Energy	США	$30 371	5.3	5.1	4.9	17.5	17.8	16.2	20.9	17.3	14.3
Eversource Energy	США	$20 978	4.4	4.3	4.1	14.0	13.1	12.5	20.1	19.0	17.8
Northwest Natural Gas	США	$1 988	3.7	3.6	3.7	13.7	12.9	12.5	31.1	28.1	26.7
Southwest Gas	США	$4 145	2.3	2.2	н/д	11.2	10.5	10.6	21.6	20.5	19.5
Centerpoint Energy	США	$13 808	2.2	1.9	1.8	11.2	10.5	10.1	19.8	17.7	16.8
Atmos Energy	США	$11 014	4.5	4.2	3.9	16.0	15.2	14.0	25.1	22.4	20.6
National Fuel Gas Co	США	$4 494	3.9	3.6	3.4	7.6	8.2	8.0	н/д	15.2	13.7
One Gas	США	$4 376	3.6	3.7	3.6	15.7	14.1	13.0	25.1	24.3	23.0
Средневзвешенное значение			**4.9**	**4.7**	**4.5**	**13.1**	**13.5**	**12.1**	**18.6**	**17.4**	**16.1**
Медиана			**4.2**	**3.9**	**3.9**	**12.1**	**13.1**	**11.1**	**20.9**	**18.3**	**17.3**
Межд. водораспр.компании											
Pennon Group	Великобрит.	$3 840	4.2	4.3	4.2	12.2	12.1	12.6	14.1	13.8	12.8
Severn Trent	Великобрит.	$5 553	5.1	5.5	5.2	9.4	10.5	11.6	14.1	13.7	13.2
Suez	Франция	$9 308	1.3	1.2	1.2	8.6	8.8	7.6	23.1	19.5	17.6
Veolia Environnement	Франция	$11 831	0.9	0.8	0.8	7.6	7.7	6.1	16.3	14.7	13.7
Средневзвешенное значение			**2.2**	**2.2**	**2.2**	**8.8**	**9.1**	**8.4**	**17.7**	**15.9**	**14.7**
Медиана			**2.7**	**2.8**	**2.7**	**9.0**	**9.7**	**9.6**	**15.2**	**14.2**	**13.4**

Источник: Bloomberg, оценки АТОНа

© ООО «АТОН», 2018. Все права защищены.

Раскрытие информации

Настоящий отчет (далее по тексту – «Отчет») подготовлен аналитиком (-ами) ООО «АТОН», чье имя (чьи имена) указано(-ы) на титульном листе Отчета. Каждый аналитик подтверждает, что все позиции, изложенные в настоящем Отчете в отношении какой-либо ценной бумаги или компании, точно отражают личные взгляды этого аналитика касательно любой анализируемой компании/ценной бумаги. Каждый аналитик и (или) лица, связанные с любым аналитиком, могли взаимодействовать с трейдерами и другими сотрудниками для сбора, формирования и толкования рыночной информации.

Любые рекомендации или мнения, представленные в настоящем Отчете, являются суждением на момент публикации настоящего Отчета. Если дата настоящего Отчета неактуальна, взгляды и содержание могут не отражать текущее мнение аналитика. Настоящий Отчет был подготовлен независимо от компании, и любые рекомендации и мнения, представленные в настоящем Отчете, отражают исключительно точку зрения аналитика. При всей осторожности, соблюдаемой для обеспечения точности изложенных фактов, справедливости и корректности представленных рекомендаций и мнений, ни один из аналитиков, ни компания, ни ее директора и сотрудники не устанавливали подлинность содержания настоящего Отчета и, соответственно, ни один из аналитиков, ни компания, ни ее директора и сотрудники не несут какой-либо ответственности за содержание настоящего Отчета, в связи с чем информация, представленная в настоящем Отчете, не может считаться точной, справедливой и полной.

Ни один из аналитиков, ни компания, ни ее директора и сотрудники не несут какой-либо ответственности за какие-либо потери, возникшие в результате какого-либо использования настоящего Отчета или его содержания, либо возникшие в какой-либо связи с настоящим Отчетом. Каждый аналитик и/или связанные с ним лица мог (могли) предпринять действия в соответствии с настоящим Отчетом либо использовать информацию, содержащуюся в настоящем Отчете, а также результаты аналитической работы, на основании которых составлен настоящий Отчет, до его публикации. Информация, представленная в настоящем документе, не может служить основанием для принятия инвестиционных решений любым его получателем или иным лицом в отношении ценных бумаг. Настоящий Отчет не является оценкой стоимости бизнеса компании, ее активов либо ценных бумаг.

Никакая часть полученного вознаграждения не была, не является и не будет связана прямо или косвенно с определенной рекомендацией(-ями) или мнением(-ями), представленными в данном Отчете. Вознаграждение аналитиков определяется в зависимости от деятельности и услуг, направленных на обеспечение выгоды инвесторам, являющимся клиентами ООО «АТОН». Как и все сотрудники ООО «АТОН», аналитики получают вознаграждение в зависимости от рентабельности деятельности ООО «АТОН», которая включает выручку от ведения прочих видов деятельности подразделениями Компании.
Аналитики, либо их аффилированные компании, либо иные лица являются или могут являться членами группы андеррайтеров в отношении предлагаемых к продаже ценных бумаг компании. Аналитики имеют право в будущем участвовать в публичном выпуске ценных бумаг компании.
Выпуск и распространение аналитического Отчета и иной информации в отношении ценных бумаг в определенных юрисдикциях может ограничиваться законом. Если прямо не указано обратное, настоящий Отчет предназначен только для лиц, являющихся допустимыми получателями данного Отчета в той юрисдикции, в которой находится или принадлежит получатель настоящего Отчета. Несоблюдение подобных ограничений может представлять собой нарушение законодательства такой юрисдикции о ценных бумагах. Настоящий Отчет не предназначен для доступа к нему с территории Соединенных Штатов Америки (включая зависимые территории и Округ Колумбия), Австралии, Канады и Японии.

Инвестиционная рекомендация
Инвестиционная рекомендация представляет прогноз ООО «АТОН» по совокупной доходности (прогнозное повышение стоимости и дивидендная доходность на следующие 12 месяцев, если в отчете прямо не указано иное).
Инвестиционные рекомендации могут быть:
Покупка (ожидаемая совокупная доходность 15% и более);
Держать (ожидаемая совокупная доходность 0-15%);
Продажа (отрицательная ожидаемая совокупная доходность).

В отдельных случаях стандартные диапазоны доходности не применимы к ценным бумагам компаний, представляющих развивающиеся рынки, и рекомендации могут быть присвоены на основании суждения аналитика о ценных бумагах. Инвестиционные рекомендации присваиваются в момент начала аналитического освещения деятельности долевых ценных бумаг либо в момент изменения теоретической цены по тем или иным долевым ценным бумагам компании. За исключением указанных случаев ожидаемая совокупная доходность может в результате изменения курсовой стоимости выходить за рамки диапазонов, актуальных в момент присвоения рекомендации и предусмотренных соответствующей рекомендацией. Такие временные отклонения допустимы, но подлежат рассмотрению руководством Аналитического управления. Может возникнуть необходимость временно присвоить рейтинг «рекомендация пересматривается», и в этот период ранее присвоенная рекомендация может не отражать актуальное суждение аналитиков. Применительно к компаниям, в отношении которых ООО «АТОН» не выразило прямо намерение освещать деятельность на регулярной основе, в целях информирования аналитики могут подготовить отчеты, освещающие значимые события или содержащие информацию общего характера, без присвоения инвестиционной рекомендации. Решение о покупке или продаже ценных бумаг должно основываться на собственных инвестиционных целях инвестора и должно приниматься после оценки ожидаемого изменения стоимости ценных бумаг и риска.

© ООО «АТОН», 2018. Все права защищены.
Данный Отчет служит только информационным целям и не представляет собой фидуциарных отношений или совета, его не следует рассматривать в качестве предложения или предложения оферты, или приглашения или побудительной причины принять участие в инвестиционной деятельности, и на него нельзя рассчитывать как на заверение того, что какая-либо конкретная транзакция может быть осуществима по оговоренной цене. Данный документ не является рекламой ценных бумаг. Выражаемые в нем мнения могут отличаться или противоречить мнениям, выражаемым другими подразделениями бизнеса или группами ООО «АТОН» в результате использования других предположений и критериев. Вся такая информация и мнения подлежат изменению без уведомления, и ни ООО «АТОН», ни какое-либо из его дочерних предприятий или филиалов не несут никакой ответственности за обновление информации, содержащейся здесь или в любом ином источнике.
Описания любой упоминаемой здесь компании или компаний или их ценных бумаг, или рынков, или событий не претендуют на полноту. Настоящий документ и/или информация не должны расцениваться получателями в качестве замены их собственного суждения, поскольку данная информации не имеет отношения к конкретным инвестиционным целям, финансовому положению или определенным потребностям какого-либо конкретного получателя. Применение законов о налогообложении зависит от отдельных обстоятельств инвестора и, соответственно, до принятия инвестиционного решения каждый инвестор должен обратиться к услугам независимых профессиональных консультантов. Содержащиеся здесь информация и мнения были собраны или получены на основании информации, полученной из источников, которые, как мы полагаем, являются надежными и достоверными. Такая информация не была независимо проверена и предоставляется на основании «как есть», и не предоставляется никаких представлений или гарантий, явно выраженных или подразумеваемых, относительно точности, полноты, достоверности или пригодности такой информации и мнений, кроме случаев, когда такая информация имеет отношение к ООО «АТОН», его дочерним предприятиям и филиалам. Все изложения мнений и все предполагаемые показатели, прогнозы или утверждения, касающиеся ожиданий относительно будущих событий или возможных будущих показателей инвестиций, представляют собой собственную оценку и интерпретацию доступной в настоящее время ООО «АТОН» информации.

Описываемые ценные бумаги могут не подлежать продаже во всех юрисдикциях или определенным категориям инвесторов. Опционы, производные продукты и фьючерсы не подходят для всех инвесторов, и торговля этими инструментами считается рискованной. Прошлые показатели не являются гарантией будущих результатов. Стоимость инвестиций может упасть или вырасти, при этом инвестор может не вернуть себе сумму первоначальных инвестиций. Некоторые инвестиции могут стать неосуществимыми в связи с неликвидностью рынка ценных бумаг или отсутствием вторичного рынка интереса инвестора, и поэтому оценка инвестиций и определение рисков инвестора могут не поддаваться количественной оценке. Инвестиции в неликвидные ценные бумаги подразумевают высокую степень риска и приемлемы только для опытных инвесторов, нечувствительных к таким рискам и не требующих легкого и быстрого преобразования инвестиций в наличные средства. Деноминированные в иностранной валюте ценные бумаги подвержены колебаниям в зависимости от обменных курсов, что может негативно сказаться на стоимости или цене инвестиций, а также получаемых от инвестиций доходов. Иные факторы риска, влияющие на цену, стоимость или доходы от инвестиций, включают, но не обязательно ограничиваются политическими рисками, экономическими рисками, кредитными рисками, а также рыночными рисками. Инвестиции в такие развивающиеся рынки, как Россия, другие страны СНГ, африканские или азиатские страны и ценные бумаги развивающихся рынков имеют высокую степень риска, и инвесторы перед осуществлением инвестиций должны предпринять тщательное предварительное обследование.

Исключая существенное доверительное управление ценными бумагами, где ООО «АТОН» взяло на себя обязательство обеспечить непрерывное покрытие какой-либо компании или ее ценных бумаг, ООО «АТОН» и его филиалы, их директора, представители, сотрудники (исключая брокера-дилера в США, если иное не оговаривается отдельно) или клиенты могут иметь или имели интересы в ценных бумагах компаний, описанных в Анализе Капиталовложений, или длинные или короткие позиции в каких-либо ценных бумагах, упоминаемых в Анализе Капиталовложений или иных связанных финансовых инструментах в любое время, и могут осуществить покупку и/или продажу, или предложить осуществить покупку и/или продажу любых таких ценных бумаг или иных финансовых инструментов время от времени на открытом рынке или иным образом, в каждом случае в качестве принципалов или агентов. В случаях, когда ООО «АТОН» не принимало на себя обязательство обеспечивать непрерывное покрытие какой-либо компании или ее ценных бумаг, ООО «АТОН» и его филиалы (исключая брокера-дилера в США, если иное не оговаривается отдельно) может действовать или действует как маркет-мейкер по ценным бумагам или другим финансовым инструментам, описываемым в Анализе Капиталовложений, или по связанным с такими ценными бумагами ценным бумагам. Сотрудники ООО «АТОН» или его филиалов могут являться официальными лицами или директорами соответствующих компаний. Приведенная здесь информация не предназначена для публичного распространения и не может быть воспроизведена, передана или издана, полностью или частично, для какой-либо цели без письменного разрешения ООО «АТОН», и ни ООО «АТОН», ни какой-либо из его филиалов не принимают на себя какой-либо ответственности за действия третьих лиц в этом отношении. Данная информация не может использоваться для создания каких-либо финансовых инструментов или продуктов, или каких-либо индексов. ООО «АТОН» и его филиалы, ни их директора, представители, или сотрудники не несут никакой ответственности за какие-либо прямые или косвенные убытки или ущерб в связи с использованием всей содержащейся здесь информации или любой ее части.