

Энел Россия

Конец дивидендной истории?

Обновленный прогноз, представленный менеджментом на Дне аналитика, оказался хуже наших ожиданий. Мы считаем, что инвесторам надо быть готовым к тому, что компания откажется на время от дивидендных выплат для того, чтобы реализовать инвестиционные проекты. Мы понижаем целевую цену акции на 20%, до 1,21 руб., сохраняя рекомендацию ПОКУПАТЬ

Стратегический план до 2021 г. – ключевые моменты

Компания существенно снизила свои прогнозы по EBITDA и чистой прибыли, причем самый худший год будет 2021, где менеджмент ожидает снижение чистой прибыли до 5 млрд руб. Ухудшение прогнозов связано как с пересмотром экономических предпосылок (цены РСВ в 19-20 гг. будут расти ниже цен на газ), так и с тем, что компания вступает в фазу максимальных капитальных затрат - расходы на строительство ветропарков будут держать свободный денежный поток компании в отрицательной зоне до конца 2021 г. Из-за отрицательного FCF, при P/O ratio в 65%, компании придется выплачивать дивиденды из заемных средств, что негативно отразится на долговых метриках. В наиболее сложном для компании 2021 г., менеджмент видит Net Debt/EBITDA на уровне 3,6x «с учетом текущей дивидендной политики».

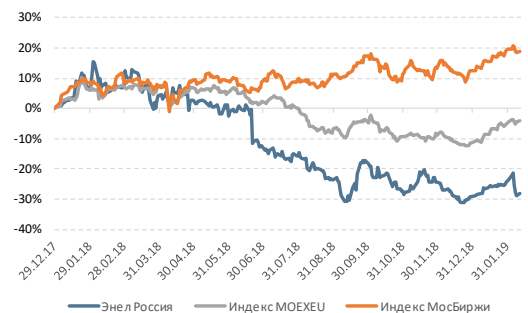
Совокупные расходы на строительство двух ветропарков подтверждена на уровне €405 млн.

Компания ожидает, что к 2022г. вклад ВИЭ в EBITDA достигнет 30%, а финансовые метрики начнут восстанавливаться.

Цель : 1,21 руб., «ПОКУПАТЬ»

Аналитик: Адоин Алексей
Эл.почта: AAdonin@veles-capital.ru

Динамика акций Энел Россия и индексов



Источник: данные биржи; оценка: Велес Капитал

Прогнозные цена и рекомендации

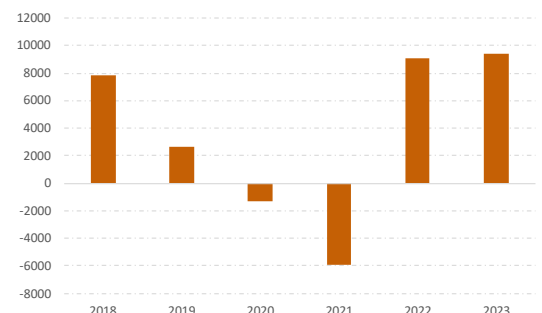
Компания	Рекомендация		Целевая цена, руб		Upside	TSR
	Новая	Старая	Новая	Старая		
ENRU	ПОКУПАТЬ	ПОКУПАТЬ	1,21	1,51	16,5%	29,5%

Информация о компании

Тикер	ENRU
Цена обыкновенной акции, руб.	1,041
Мин./макс. цена акции за 52 недели, долл.	1,0050 / 1,6850
Справедливая цена акции (12м), руб.	1,21
Потенциал роста (об.), %	16,5
Всего обыкновенных акций, шт.	35 371 898 370
Рыночная капитализация, млн руб.	36 804
EV, млн руб.	61 899

Источник: данные компании; оценка: Велес Капитал

Динамика FCF Энел Россия, млн руб.



оценка: Велес Капитал



Продажа Рефтинской ГРЭС

Продажа крупнейшей станции – Рефтинской ГРЭС - не снята с повестки. На встрече менеджмент подтвердил, что переговоры с финальным покупателем ведутся. В том случае, если он откажется, то существует другой претендент на данный актив. Мы считаем, что продажа крупнейшего актива поможет снизить долговую нагрузку компании, увеличить дивидендные выплаты, а также привлечь инвесторов, заинтересованных в экологически чистой генерации.

Дивиденды

Как вызовы, перед которыми компании предстоит встретиться, так и логика презентации указывает на высокую вероятность временного отказа от дивидендных выплат в пользу инвестиций. Кроме того, согласно дивидендной политике, компания не обязана сохранять текущий к-т выплат на уровне 65% после 2019 г.

Теперь в базовом варианте мы исходим из того, что дивиденды за 2020 и 2021 г. выплачиваться не будут. После 2021 г. мы ожидаем плавного повышения к-та выплат с 50% до текущих 65%.

В качестве краткосрочной компенсации инвесторы могут довольствоваться фактической дивидендной доходностью на уровне 13% в 2019 г. и 9,4% - в 2020 г.

Оценка акций и перспективы

Мы отмечаем, что как наша модель, так и прогноз компании не включают в себя расходы на модернизацию, которые окажут дополнительное давление на кредитные метрики. В то же время, несмотря на краткосрочные вызовы, на среднесрочном горизонте компания выглядит интересно: с ростом доли «зеленой» генерации и восстановлением к-та дивидендных выплат акции Энел России будут предлагать интересную дивидендную доходность. Продажа Рефтинской ГРЭС должна привести к росту котировок в моменте.

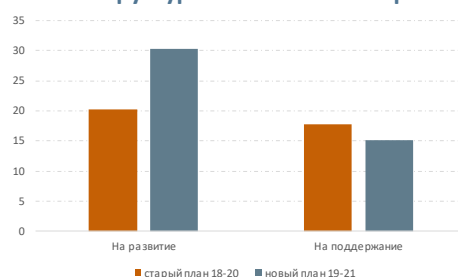
Мы обновили DCF модель, перейдя на динамический WACC, более точно учитывающий изменение структуры капитала, обновили макроэкономические предпосылки и данные по тарифам. Наша новая цена 1,21 руб., рекомендация ПОКУПАТЬ с TSR 29,5%.

Финансовые показатели Энел Россия, МСФО

	2017 (Ф)	2018 (П)	2019 (П)
Выручка, млн руб.	74 400	73 759	75 046
ЕБИТДА, млн руб.	17 470	17 353	15 368
Чистая прибыль, млн руб.	8 544	7 376	5 300
Рентабельность ЕБИТДА, %	23,5	23,5	20,5
Рентабельность чистой прибыли, %	11,5	10,0	7,1
EPS	0,242	0,209	0,150
EV / S	0,83	0,84	0,82
EV / ЕБИТДА	3,54	3,57	4,03
P / E	4,31	4,99	6,94
ROIC, %	18,4	17,5	13,5
ROE, %	20,7	16,7	11,9

Источник: данные компании; оценка: Велес Капитал

Структура капитальных затрат



Источник: данные компании; оценка: Велес Капитал

Прогноз дивидендов Энел Россия

	Дивиденды*	DPS	Divi Yield
2018	4 794	0,14	13,0%
2019	3 445	0,10	9,4%
2020	0	0,00	0,0%
2021	0	0,00	0,0%
2022	2 831	0,08	7,7%

*млн руб.

Источник: данные компании; оценка: Велес Капитал

Изменение прогнозов

млн руб.	Новые			Старые		
	2018	2019	2020	2018	2019	2020
Выручка	73 759	75 046	77 228	73 591	76 008	78 230
ЕБИТДА	17 353	15 368	15 411	17 047	17 092	17 201
Чистая прибыль	7 376	5 300	5 516	7 549	7 244	7 512

оценка: Велес Капитал



Энел Россия: изменение предпосылок (данные компании)

млрд руб.	Старый план				Новый план				Изменение					
	2018	2019	2020	2021	2018	2019	2020	2021	2022	2018	2019	2020	2021	2022
Выработка, ТВтч	40,4	41,1	40,1	-	39,2	38,5	39,3	40,5		-3%	-6%	-2%	-	-
ЕБИТДА, млрд руб.	16,4	16,9	18,5	-	16,5	15	15,7	14,5	19,0	1%	-11%	-15%	-	-
Чистая прибыль, млрд руб.	7,3	7,9	9,1		7,3	6,7	6,9	5		0%	-15%	-24%	-	-
CAPEX, млрд руб.		38,0				45,3								
DPS, руб.	0,13	0,15	0,17		0,13	0,12	0,13	0,09		0%	-18%	-25%		

Финансовая модель Энел Россия

Отчет о прибылях и убытках	2017 (Ф)	2018 (П)	2019 (П)	WACC	
Выручка	74 400	73 759	75 046	Безрисковая ставка	8,25%
Операционные расходы (без амортизации)	(57 420)	(56 706)	(59 984)	Рыночная стоимость долга	7,3%
ЕБИТДА	17 470	17 353	15 368	Налог на прибыль	20,0%
Амортизация	(3 498)	(3 555)	(3 523)	Стоимость акционерного капитала	
ЕБИТ	13 971	13 798	11 845	Beta	0,7
Разовые статьи	0	0	0	Доля долга	47,3%
Процентные расходы	(3 431)	(2 675)	(3 154)	Доля капитала	52,7%
Неоперационные доходы/расходы	0	0	0	WACC	10,6%
Доля в прибыли от совместной деятельности	0	0	0		
Прибыль до налогообложения	10 934	9 220	6 625	Свободный денежный поток	2017 (П) 2018 (П) 2019 (П)
Налог на прибыль	(2 388)	(1 844)	(1 325)	NOPLAT	11 177 11 038 9 476
Доля меньшинства	0	0	0	Амортизация	3 498 3 555 3 523
Чистая прибыль	8 544	7 376	5 300	Изменение чистого оборотного капитала	(2 515) 426 940
				Капитальные затраты	(6 210) (7 170) (11 300)
Баланс				Свободный денежный поток	5 951 7 849 2 639
Долгосрочные активы	63 522	67 138	74 914	Ставка дисконтирования	10,6%
Основные средства и нематериальные активы	60 231	63 847	71 623	Коэффициент дисконтирования	
Прочие долгосрочные активы	3 291	3 291	3 291	Дисконтированный свободный денежный поток	51 981
Краткосрочные активы	17 467	43 571	36 851	Оценка стоимости обыкновенных акций	
Оборотные активы	11 216	9 758	9 369	Ставка роста в постпрогнозный период, %	2%
Краткосрочные инвестиции	0	0	0	Сумма дисконтированного денежного потока	51 981
Денежные средства	5 978	33 540	27 208	Дисконтированная терминальная стоимость (+)	15 986
Итого активы	80 990	110 709	111 765	Стоимость бизнеса компании	67 967
Средства акционеров	41 310	44 208	44 714	Стоимость чистого долга (-)	(25 002)
Акционерный капитал	41 393	44 291	44 797	Доля миноритарных акционеров (-)	(93)
Доля меньшинства	(83)	(83)	(83)	Стоимость финансовых вложений (+)	0
Долгосрочные обязательства	14 063	55 563	55 563	Стоимость акционерного капитала	42 872
Долгосрочные займы	11 064	52 564	52 564	Фундаментальная стоимость акции, руб.	1,21
Прочие долгосрочные обязательства	2 999	2 999	2 999		
Краткосрочные обязательства	25 618	10 937	11 488	Рыночные мультипликаторы (х)	2017 (А) 2018 (П) 2019 (П)
Краткосрочные займы	12 801	0	0	EV / Sales	0,8 0,8 0,8
Оборотные обязательства	11 469	10 437	10 988	EV / ЕБИТДА	3,5 3,6 4,0
Итого обязательства и средства акционеров	80 991	110 709	111 765	EV / ЕБИТ	4,4 4,5 5,2
				P / E	4,3 5,0 6,9
Движение денежных средств				P / BV	0,9 0,8 0,8
Основная деятельность	15 338	14 878	13 457	EV / FCF	10,4 7,9 23,5
Чистая прибыль	10 934	9 220	6 625	EPS	0,242 0,209 0,150
Амортизация	3 498	3 555	3 523	Коэффициенты	
Изменение оборотного капитала	(3 108)	1 884	1 329	Рентабельность ЕБИТДА, %	23,5 23,5 20,5
Прочее	4 013	220	1 980	Рентабельность чистой прибыли, %	11,5 10,0 7,1
Инвестиционная деятельность	(5 809)	(6 170)	(10 511)	ЕБИТДА / процентные расходы, 1x	5,1 6,5 4,9
Приобретение внеоборотных активов	(6 210)	(7 170)	(11 300)	Инвестиции / выручка, %	8,3 9,7 15,1
Приобретение/продажа дочерних компаний	0	0	0	ROE, %	20,7 16,7 11,9
Прочее	401	1 000	789	ROIC, %	18,4 17,5 13,5
Финансовая деятельность	(9 301)	18 853	(9 277)	Долг/ЕБИТДА	1,4 3,0 3,4
Погашение кредитов и займов	(2 764)	(12 801)	0	Чистый долг/ЕБИТДА	1,0 1,1 1,6
Изменение акционерного капитала	0	237	0	Долг/собственный капитал	0,6 1,2 1,2
Выплата дивидендов	(2 413)	(5 126)	(4 794)		
Прочее	(4 124)	36 543	(4 483)		
Изменение денежных средств	228	27 561	(6 331)		

Источник: данные компании. Оценка: Велес Капитал



Раскрытие информации

Заявление аналитика и подтверждение о снятии ответственности

Настоящий отчет подготовлен аналитиком (ами) ИК «Велес Капитал». Приведенные в данном отчете оценки отражают личное мнение аналитика (ов). Вознаграждение аналитиков не зависит, никогда не зависело и не будет зависеть от конкретных рекомендаций или оценок, указанных в данном отчете. Вознаграждение аналитиков зависит от общей эффективности бизнеса ИК «Велес Капитал», определяющейся инвестиционной выгодой клиентов компании, а также доходами от иных видов деятельности ИК «Велес Капитал».

Данный отчет, подготовленный Аналитическим управлением ИК «Велес Капитал», основан на общедоступной информации. Настоящий обзор был подготовлен независимо от других подразделений ИК «Велес Капитал», и любые рекомендации и суждения, представленные в данном отчете, отражают исключительно точку зрения аналитика (ов), участвовавших в написании данного обзора. В связи с этим, ИК «Велес Капитал» считает необходимым заявить, что аналитики и Компания не несут ответственности за содержание данного отчета. Аналитики ИК «Велес Капитал» не берут на себя ответственность регулярно обновлять данные, находящиеся в данном отчете, а также сообщать обо всех изменениях, вносимых в данный обзор.

Данный аналитический материал ИК «Велес Капитал» может быть использован только в информационных целях. Компания не дает гарантий относительно полноты и точности приведенной в этом отчете информации и ее достоверности, а также не несет ответственности за прямые или косвенные убытки от использования данных материалов. Данный документ не может служить основанием для покупки или продажи тех или иных ценных бумаг, а также рассматриваться как оферта со стороны ИК «Велес Капитал». ИК «Велес Капитал» и (или) ее дочерние предприятия, а также сотрудники, директора и аналитики ИК «Велес Капитал» имеют право покупать и продавать любые ценные бумаги, упоминаемые в данном обзоре.

ИК «Велес Капитал» и (или) ее дочерние предприятия могут выступать в качестве маркет-мейкера или нести обязательства по андеррайтингу ценных бумаг компаний, упоминаемых в настоящем обзоре, могут продавать или покупать их для клиентов, а также совершать иные действия, не противоречащие российскому законодательству. ИК «Велес Капитал» и (или) ее дочерние предприятия также могут быть заинтересованы в возможности предоставления компаниям, упомянутым в данном обзоре, инвестиционно-банковских или иных услуг.

Все права на данный бюллетень принадлежат ИК «Велес Капитал». Воспроизведение и/или распространение аналитических материалов ИК «Велес Капитал» не может осуществляться без письменного разрешения Компании. © Велес Капитал 2019 г.

Принцип определения рекомендаций

Инвестиционные рекомендации выносятся исходя из оценки доходностей акций компаний. Основу при расчете ожидаемой стоимости компании составляет оценка по методу дисконтированных денежных потоков (DCF). В некоторых оценках применяется оценка по методу сравнительных коэффициентов, а также смешанная оценка (методу DCF и по методу сравнительных коэффициентов). Все рекомендации выставляются исходя из определенной нами справедливой стоимости акций в последующие 12 месяцев.

В настоящее время инвестиционная шкала ИК «Велес Капитал» представлена следующим образом:

ПОКУПАТЬ – соответствует потенциалу роста акций в последующие 12 месяцев на 10% и более.

ДЕРЖАТЬ – соответствует потенциалу роста (снижения) акций в последующие 12 месяцев от -10% до 10%.

ПРОДАВАТЬ – соответствует потенциалу снижения акций в последующие 12 месяцев на 10% и более.

В некоторых случаях возможны отклонения от указанных выше диапазонов оценки, исходя из которых устанавливаются рекомендации, что связано с высокой волатильностью некоторых бумаг в частности и рынка в целом, а также с индивидуальными характеристиками того или иного эмитента.

Для получения дополнительной информации и разъяснений просьба обращаться в Аналитическое управление ИК «Велес Капитал».



Департамент активных операций

Евгений Шиленков
Директор департамента
EShilentov@veles-capital.ru

Александр Цветков
Начальник управления фондовых операций
ATsvetkov@veles-capital.ru

Павел Алтухов
Зам. начальника управления фондовых операций
PAltukhov@veles-capital.ru

Алексей Никогосов
Старший трейдер
ANikogosov@veles-capital.ru

Владимир Наумов
Трейдер
VNaumov@veles-capital.ru

Роман Назаров
Начальник отдела брокерских операций на рынке
акций
RNazarov@veles-capital.ru

Михаил Кантолинский
Старший сейлз-трейдер
Kantolinsky@veles-capital.ru

Владимир Мартыненко
Старший сейлз-трейдер
VMartynenko@veles-capital.ru

Артем Кокорев
Сейлз Трейдер
AKokorev@veles-capital.ru

Алексей Костиков
Сейлз Трейдер
AKostikov@veles-capital.ru

Александр Сорочкин
Начальник отдела привлечения клиентов
ASorochkin@veles-capital.ru

Фомичев Илья
Специалист
IFomichev@veles-capital.ru

Аналитический департамент

Иван Манаенко
Директор департамента
IManaenko@veles-capital.ru

Ольга Николаева
Долговые рынки
ONikolaeva@veles-capital.ru

Юрий Кравченко
Банковский сектор, Денежный рынок
YKravchenko@veles-capital.ru

Александр Сидоров
Нефтегазовый сектор и металлургия
ASidorov@veles-capital.ru

Алексей Адонин
Электроэнергетический сектор
AAdonin@veles-capital.ru

Артем Михайлин
Телекоммуникации и IT
AMykhailin@veles-capital.ru

Айнур Дуйсембаева
Глобальные рынки
ADuisembaeva@veles-capital.ru