

Россия / Акции

МРСК Центра

Рекомендация	Держать
Целевая цена:	0,326 руб.
Текущая цена:	0,280 руб.
Потенциал:	16%

МРСК Центра: есть интересная дивидендность и апсайд

Основные показатели акций

Тикер	MRKC
ISIN	RU000A0JPPL8
Рыночная капитализация	12 млрд.руб.
Кол-во обыкн. акций	42,2 млрд.
Free float	34%

Мультипликаторы

P/E LTM	4,3
P/E 2019E	3,7
EV/EBITDA LTM	3,1
EV/EBITDA 2019E	3,0
DY 2019E	9,7%

Финансовые показатели, млрд. руб.

	2017	2018
Выручка	91,1	93,9
EBITDA	18,8	18,8
Чистая прибыль акц.	2,7	2,9
Дивиденд, коп.	2,1	2,1

Финансовые коэффициенты

	2017	2018
Маржа EBITDA	20,4%	18,4%
Чистая маржа	3,8%	2,3%
ROE	6,4%	6,7%
Долг/ собств. капитал	2,2	2,3

Инвестиционная идея

МРСК Центра – сетевая компания, обслуживающая 11 областей общей площадью 450 тыс. кв. км. Протяженность линий электропередач превышает 375 тыс. км и является максимальной среди МРСК. В 2017 году компания получила функции исполнительного органа МРСК Центра и Приволжья. Основной бизнес – передача электроэнергии, которая формирует 96-97% всей выручки.

Мы сохраняем рекомендацию «держать» и повышаем целевую цену с 0,30 до 0,326 руб. Акции могут в перспективе года от низкой базы показать рост 16%.

- Прибыль акционеров за 9м2019 снизилась на 7,6% - до 1,92 млрд. руб., но в 3К динамика улучшилась с выходом на прибыль акционеров 475 млн. руб. в сравнении с убытком 169 млн. руб. годом ранее. На результаты влияют отраслевые тенденции, но мы видим улучшения по ряду крупных статей расходов. Мы прогнозируем прибыль по МСФО 2019П 3,2 млрд. руб. (+6,6% г/г).
- МРСК впервые выплатит промежуточный дивиденд за 9м2019 0,02 руб. на акцию, что предполагает доходность 7,2%. Годовой платеж может составить 0,027 руб. (+30% г/г) с DY 9,6%, что мы считаем привлекательным уровнем.
- По форвардным мультипликаторам акции МРСК торгуются с дисконтом 11% к электросетевому комплексу.
- В ноябре компания заключила договор о приобретении акций Воронежской горэлектросети за 1,53 млрд.руб., что можно считать перспективным активом в промышленном городе. За счет этой сделки эмитент сможет нарастить производственную базу, расширить список клиентов и повысить выручку.

Краткое описание эмитента

МРСК Центра – сетевая компания, охватывающая 11 областей общей площадью 450 тыс.кв.км. Протяженность линий электропередач превышает 375 тыс.км. и является максимальной среди МРСК. В 2017 году компания получила функции исполнительного органа МРСК Центра и Приволжья. Основной бизнес – передача электроэнергии, которая формирует 96-97% всей выручки, остальное поступает от техприсоединения и прочей деятельности.

Структура капитала. Контрольным пакетом акций владеет ПАО «Россети» (50,2%). Free-float 34%.

Финансовые показатели

- Прибыль акционеров снизилась на 7,6% за 9м2019 до 1,92 млрд.руб. В 3-м квартале компания отразила прибыль акционеров 475 млн.руб. в сравнении с убытком 169 млн.руб. годом ранее. Отчетность отразила влияние отраслевых тенденций – снижение отпуска, роста расходов на потери, но мы также отмечаем ряд улучшений по крупным статьям расходов. Прибыль по итогам года, по нашим оценкам, может составить 3,2 млрд.руб. (+6,6% г/г). Цель компании по прибыли по РСБУ 2,4 млрд.руб. может быть достигнута за счет переноса некоторых операционных затрат и нерегулярных статей.
- Расходы на оплату труда снизились на 1,1% за 9 мес., среднесписочная численность персонала уменьшилась на 0,75%, расходы на передачу электроэнергии сократились на 0,4%. Всего операционные затраты без учета резервов показали рост на 2% (ниже инфляции), что важно при невысокой индексации тарифов.
- Выручка составила 69 млрд.руб. (+0,4%). Околонулевая динамика объясняется снижением выручки от сопутствующих видов деятельности (техприсоединение, продажа э/э и нетарифные услуги). Выручка от передачи электроэнергии повысилась на 1% г/г благодаря индексации тарифа. Полезный отпуск сократился на 1,6% на фоне перехода крупных промышленных потребителей к ФСК ЕЭС на оптовый тариф и собственную генерацию, а также более теплой погодой и ослаблением экономической активности. При этом поквартальная динамика выручки улучшилась с начала года (+3,1% в 3К в сравнении с +1,9% во 2К и -1,6% в 1К). Потери снизились на 1,1% за 9 мес, уровень потерь сопоставим с прошлым годом.
- Капитальные затраты могут снизиться в этом году, скорее всего, часть будет перенесена на следующие периоды. CAPEX с начала года составили 6,8 млрд.руб. (-14% г/г).
- В ноябре компания заключила договор о приобретении акций Воронежской горэлектросети за 1,53 млрд.руб. С производственной точки зрения это перспективный актив, поскольку Воронеж – это крупный промышленный город, и за счет этой сделки эмитент сможет нарастить производственную базу, расширить список клиентов и повысить выручку. Отпуск ВГЭС в 2018 году составил 1,67 млрд.кВт*ч, выручка 1,71 млрд.руб.
- Чистый долг за квартал снизился в 3К на 2,3% к/к до 42,5 млрд.руб. или 2,40x EBITDA.
- В правительстве рассматриваются проекты отмены льготного техприсоединения, введения платы за свободные мощности, а также изменения подхода к начислению тарифов. На наш взгляд, эти изменения будут позитивными для компаний электросетевого комплекса. Мы, скорее всего, не увидим сильного роста дохода после этих нововведений, так как правительство взамен ожидает снижения тарифа на передачу, но эти меры позволят оптимизировать мощности, улучшить их загрузку и в результате повысить денежный поток, снизить долг. Для МРСК Центра это может стать точкой роста, так как на обслуживание кредитного портфеля уходит свыше 3,5% всей выручки.

Основные финансовые показатели

млн руб., если не указано иное	3К 2019	3К 2018	Изм., %	9м 2019	9м 2018	Изм., %
Выручка	22 120	21 674	2,1%	68 690	68 430	0,4%
ЕБИТДА	4 242	3 256	30,3%	13 462	13 020	3,4%

Маржа EBITDA	19,2%	15,0%	4,2%	19,6%	19,0%	0,6%
Чистая прибыль акционеров	475	-169	NA	1 924	2 081	-7,6%
	3К 2019	2К 2019	4К 2018	Изм., к/к	Изм., YTD	
Чистый долг	42 522	43 534	39 603	-2,3%	7%	
Чистый долг/EBITDA	2,40	2,60	2,29			

Источник: данные компании, расчеты ГК ФИНАМ

Прогноз по ключевым финансовым показателям

млрд руб., если не указано иное	2 016	2 017	2018	2019П	2020П
Выручка	86,3	91,1	93,9	95,2	96,3
EBITDA	17,9	18,6	17,3	18,6	18,9
Маржа EBITDA	20,8%	20,4%	18,4%	19,6%	19,6%
Чистая прибыль акц.	4,7	2,8	2,9	3,2	3,8
Рост, %	453,9%	-41,7%	6,6%	6,6%	18,8%
CFO	14,7	14,3	14,4	10,8	14,5
CAPEX	13,1	12,3	13,1	12,9	14,7
FCFF	5,3	5,5	4,0	-0,1	1,9
Чистый долг	40,7	40,1	39,6	44,5	45,2
Ч.долг/EBITDA	2,3 x	2,2 x	2,3 x	2,4 x	2,4 x
Дивиденды	1,9	0,9	0,9	1,1	1,2
DPS, руб.	0,044	0,021	0,021	0,027	0,028
Рост, %	309,4%	-52,9%	-0,3%	30,1%	4,6%
DY	9,2%	5,9%	6,9%	9,6%	10,1%

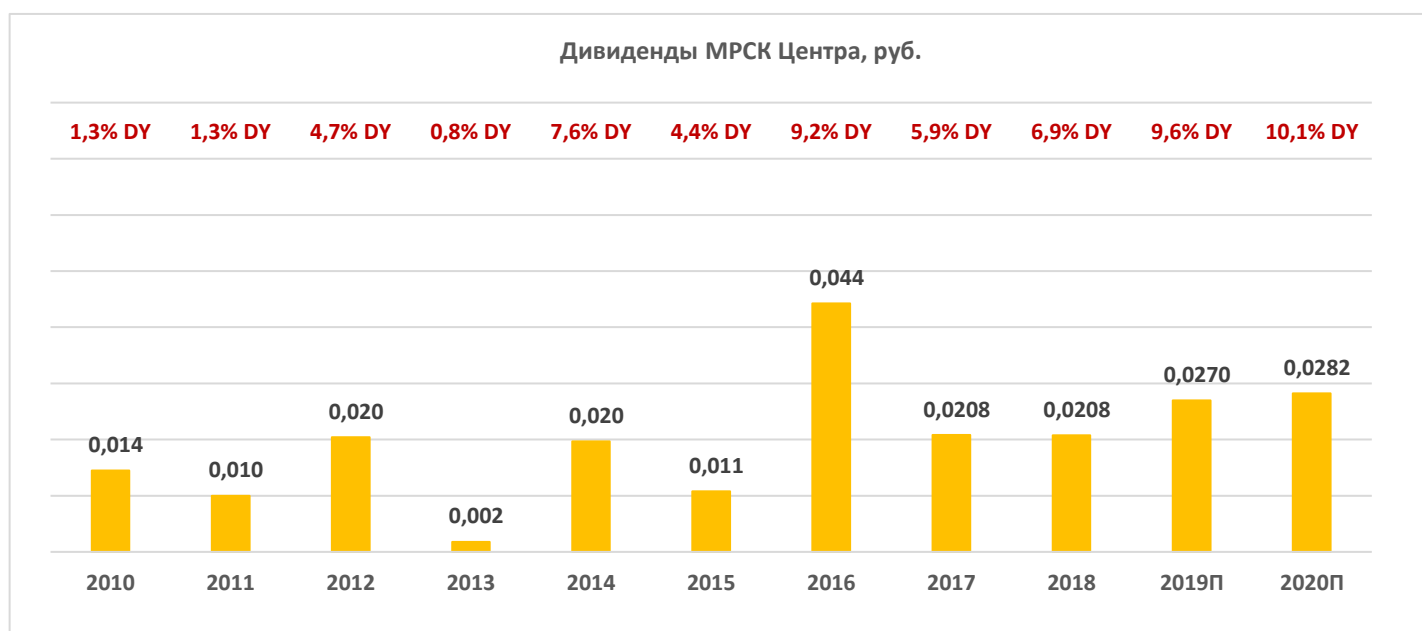
Источник: данные компании, прогнозы ГК «ФИНАМ»

Дивиденды

Компания выплачивает дивиденды по типовой для холдинга Россетей формуле. Дивидендная база определяется как 50% от скорректированной прибыли по РСБУ или МСФО, которая окажется больше. Чистая прибыль корректируется на ряд показателей – инвестиционную программу, потоки от техприсоединения, переоценку ценных бумаг и др.

Компания объявила о промежуточных дивидендах впервые в истории. DPS 9м2019 составит 0,02 руб. на акцию, что сопоставимо с платежом за 2018 год. Дивидендная доходность составляет 7,2%. Дата закрытия реестра в январе.

Совокупный дивиденд за 2019 год, по нашим оценкам, может составить 0,027 руб. (+30% г/г) с доходностью 9,6%. Всего акционерам может быть направлено 1,14 млрд руб., что соответствует норме выплат 35% прогнозной прибыли по МСФО и 49% прибыли по РСБУ.



Источник: данные компании, прогнозы «ГК ФИНАМ»

Оценка

Мы сохраняем рекомендацию «держать» и повышаем целевую цену с 0,30 до 0,33 руб. По форвардным мультипликаторам акции торгуются с дисконтом 11% к электросетевому комплексу с целевой ценой 0,31 руб. Анализ стоимости по собственной дивидендной доходности транслирует равновесную цену акций 0,35 руб. с апсайдом 23% при среднем дивиденде за 2019-2020П 0,028 руб. и целевой DY 8%. Агрегированная оценка 0,33 руб. с потенциалом роста 16% в перспективе 12 месяцев.

Название компании	P/E 2019E	P/E 2020E	EV / EBITDA 2019E	EV / EBITDA 2020E	P/D 2019E	P/D 2020E
МРСК Центра	3,7	3,1	3,0	3,0	10,3	9,8
ФСК ЕЭС	2,5	2,7	2,8	2,9	10,2	10,5
МОЭСК	5,7	5,2	3,5	3,5	12,8	12,9
МРСК Сибири	37,6	27,6	6,7	7,7	65,0	33,2
МРСК Центра и Приволжья	3,9	3,2	2,7	2,3	13,5	9,9
МРСК Волги	4,5	4,0	2,0	1,9	10,0	8,7
Ленэнерго-ао	5,6	4,2	2,8	2,4	39,4	26,1
МРСК Урала	3,8	4,2	2,5	2,7	23,7	7,7
МРСК Северо-Запада	3,6	4,6	2,7	2,9	10,7	13,8
МРСК Юга	38,9	25,2	6,5	6,3	14,3	8,4
МРСК Сев. Кавказа	NA	NA	NA	NA	NA	NA
Кубаньэнерго	16,9	NA	5,8	5,5	12,6	18,8
ТРК	NA	NA	NA	NA	NA	NA
Медиана	4,5	4,2	2,9	2,9	12,9	10,6

Источник: Bloomberg, Thomson Reuters, расчеты ГК ФИНАМ

Техническая картина

На недельном графике акции оттолкнулись от годовых минимумов 0,25 и сейчас тестируют локальное сопротивление 0,29. При пробитии этого уровня котировки могут укрепиться до 0,32.



Источник: Thomson Reuters

Аналитическое управление ГК «ФИНАМ»

wr@corp.finam.ru

Аристакесян Михаил, руководитель

Отдел анализа мировых рынков

Аседова Наталия, ведущий аналитик

Додонов Игорь, ведущий аналитик

Калмыкова Анна, аналитик

Саидова Зарина, ведущий аналитик

Сысоев Вадим, ведущий аналитик

Отдел анализа российских рынков

Делицын Леонид, ведущий аналитик

Калачев Алексей, аналитик

Ковалев Алексей, ведущий аналитик

Малых Наталья, ведущий аналитик

Брокерские и консультационные услуги оказывает АО «ФИНАМ». 127006 г. Москва, пер. Настасьинский, д.7, стр.2, комн.33. Более подробную информацию об услугах ГК «ФИНАМ» на российском и международных рынках вы можете получить на сайте Finam.ru или у своего менеджера.

Настоящий материал и содержащиеся в нем сведения подготовлены специалистами ГК «ФИНАМ», носят исключительно информативный характер и не могут рассматриваться ни как приглашение или побуждение сделать оферту, ни как просьба купить или продать ценные бумаги/другие финансовые инструменты, либо осуществить какую-либо инвестиционную деятельность. Представленная информация подготовлена на основе источников, которые, по мнению авторов данного аналитического обзора, являются надежными, но при этом отражает исключительно мнение авторов относительно анализируемых объектов. Несмотря на то, что настоящий обзор был составлен с максимально возможной тщательностью, ни его авторы, ни ГК «ФИНАМ» не заявляют и не гарантируют ни прямо, ни косвенно его точность и полноту. Любая информация и любые суждения, приведенные в данном материале, являются суждением на момент публикации настоящего аналитического обзора и могут быть изменены без предупреждения. Ни ГК «ФИНАМ», ни его сотрудники не несут ответственности за какие-либо потери, возникшие в результате использования настоящего материала либо в какой-либо другой связи с ним. Копирование, воспроизводство и/или распространение настоящего материала, частично или полностью, без письменного разрешения ГК «ФИНАМ» категорически запрещено.