

Россия / Акции



МРСК Центра

Рекомендация	Держать
Целевая цена:	0,30 руб.
Текущая цена:	0,265 руб.
Потенциал:	13%

Отраслевые тренды повлияли на прибыль МРСК Центра

Основные показатели акций

Тикер	MRKC
ISIN	RU000AOJPL8
Рыночная капитализация	11,2 млрд.руб.
Кол-во обыкн. акций	42,2 млрд.
Free float	34%

Мультипликаторы

P/E LTM	5,2
P/E 2019E	3,7
EV/EBITDA LTM	3,3
EV/EBITDA 2019E	3,1
DY 2019E	8,1%

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, 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.

Мы сохраняем рекомендацию «держать», но снижаем целевую цену с 0,33 до 0,30 руб. Потенциал акций мы оцениваем в 13% в перспективе года.

- Прибыль акционеров снизилась в 1-м полугодии на 36%, до 1,45 млрд.руб. Результаты отражают влияние снижения полезного отпуска на 2,4% и опережающего роста операционных затрат (+3,3% г/г).
- Компания может рефинансировать кредитный портфель после снижения процентных ставок.
- Менеджмент подтвердил годовую цель по прибыли по РСБУ на уровне 2,4 млрд.руб. Хотя тенденции первого полугодия не поддерживают этот сценарий, потенциально этот объем прибыли может быть достигнут за счет улучшения картины по резервам и эффективной процентной ставке, переноса некоторых расходов OPEX и CAPEX на следующий период.
- Динамика прибыли и полезного отпуска не радует, но результаты резонируют с отраслевыми тенденциями и, на наш взгляд, уже отражены в цене. Мы сохраняем интерес к МРСК в долгосрочном периоде. Акции торгуются с невысокой оценкой по мультипликаторам и дивидендной доходностью 2019П 8%. Восприятие биржевой истории сетевых компаний может улучшиться с введением платы за резерв и увеличением платы за льготное техприсоединение, что, главным образом, приведет к оптимизации инвестиционной программы, улучшению денежного потока и кредитных метрик.
- По форвардным мультипликаторам MRKC торгуется с дисконтом 7% к электросетевому комплексу.

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 в 1-м полугодии на 36% до 1,45 млрд.руб. Результаты отражают влияние снижения полезного отпуска на 2,4% и опережающего роста операционных затрат (+3,3% г/г). Динамика отпуска была обусловлена переходом крупных потребителей к ФСК ЕЭС на оптовый тариф и собственную генерацию, а также более теплой погодой в 1-м квартале и ослаблением экономической активности. Выручка от передачи электроэнергии показала нулевое изменение год-к-году.
- Из положительных моментов отметим увеличение маржинальной нетарифной выручки от прочей деятельности на 18% до 0,72 млрд.руб., а также малый рост расходов на персонал (+0,5% г/г) и расходов на передачу э/э (+1,2% г/г).
- Компания может рефинансировать кредитный портфель после снижения процентных ставок.
- Чистый долг за квартал повысился на 2,7% до 43,5 млрд.руб. или 2,60x EBITDA после выплаты дивидендов.
- Менеджмент подтвердил годовую цель по прибыли по РСБУ 2,4 млрд.руб. Хотя тенденции 1-го полугодия не поддерживают этот сценарий, потенциально этот объем прибыли может быть достигнут за счет улучшения по резервам, эффективной процентной ставке, переноса некоторых расходов OPEX и CAPEX на следующий период.

Основные финансовые показатели

млн руб., если не указано иное	2К 2019	2К 2018	Изм., %	1П 2019	1П 2018	Изм., %
Выручка	21 460	21 311	0,7%	46 570	46 756	-0,4%
ЕБИТДА	3 651	3 791	-3,7%	9 220	9 763	-5,6%
Маржа ЕБИТДА	17,0%	17,8%	-0,8%	19,8%	20,9%	-1,1%
Чистая прибыль акционеров	-21	300	NA	1 449	2 250	-35,6%
	2К 2019	1К 2019	4К 2018	Изм, к/к	Изм., УТД	
Чистый долг	43 534	42 393	39 603	2,7%	10%	
Чистый долг/ЕБИТДА	2,60	2,51	2,29	0,09	0,31	

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	95,3	96,9
ЕБИТДА	17,9	18,6	17,3	18,0	18,4
Маржа ЕБИТДА	20,8%	20,4%	18,4%	18,9%	19,0%
Чистая прибыль акц.	4,7	2,8	2,9	3,0	3,7
Рост, %	453,9%	-41,7%	6,6%	3,2%	23,5%
CFО	14,7	14,3	14,4	12,2	13,6
CAPEX	13,1	12,3	13,1	13,8	13,5
FCFF	5,3	5,5	4,0	0,4	1,8
Чистый долг	40,7	40,1	39,6	44,1	44,8
Ч.долг/ЕБИТДА	2,3 x	2,2 x	2,3 x	2,4 x	2,4 x
Дивиденды	1,9	0,9	0,9	0,9	1,0
DPS, руб.	0,044	0,021	0,021	0,022	0,025
Рост, %	309,4%	-52,9%	-0,3%	3,8%	15,3%
DY	9,2%	5,9%	6,9%	8,1%	9,4%

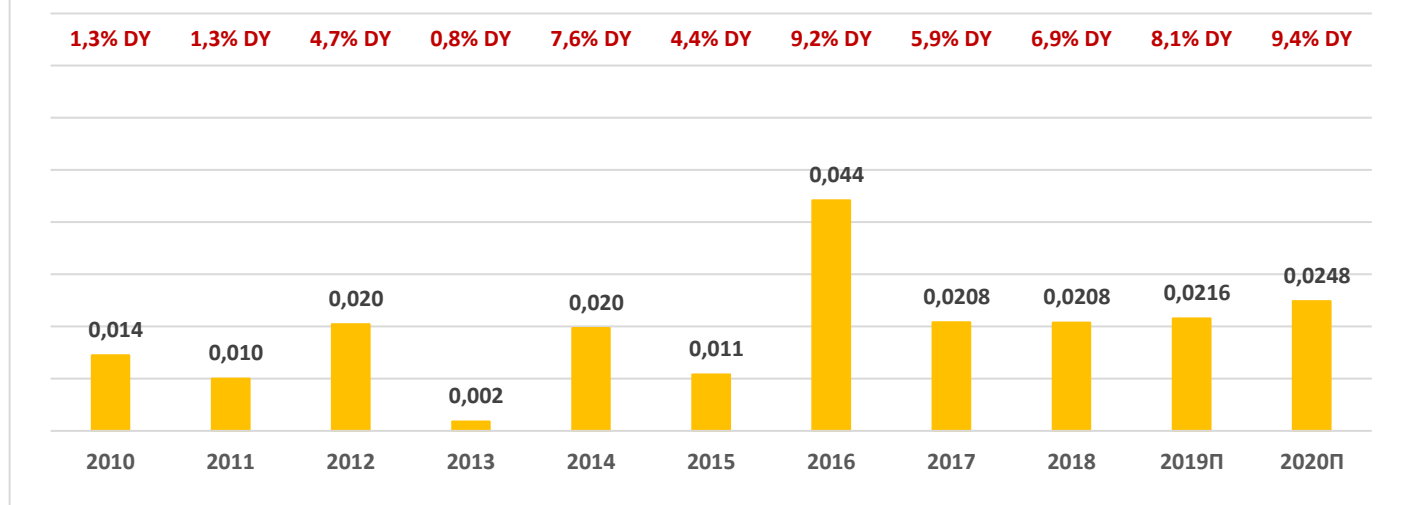
Источник: данные компании, прогнозы ГК «ФИНАМ»

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.

Наш прогнозный дивиденд 2019 0,022 руб. предполагает рост на 4% г/г и коэффициент выплат 30% прибыли по МСФО. Ожидаемую доходность 8,1% мы считаем приемлемым уровнем.

Дивиденды МРСК Центра, руб.



Источник: данные компании, прогнозы «ГК ФИНАМ»

Оценка

Мы сохраняем рекомендацию «держать», но снижаем целевую цену с 0,33 до 0,30 руб. По форвардным мультипликаторам акции торгуются с дисконтом 7% к электросетевому комплексу. Анализ стоимости по собственной дивидендной доходности транслирует равновесную цену акций 0,32 руб. с апсайдом 19% при среднем дивиденде за 2019-2020П 0,023 руб. и целевой DY 7,4%. Агрегированная оценка 0,30 руб. с потенциалом роста 13% в перспективе 12 месяцев.

Динамика прибыли и полезного отпуска не радует, но результаты резонируют с отраслевыми тенденциями и на наш взгляд уже отражены в цене. При этом акции торгуются с невысокой оценкой по мультипликаторам и дивидендной доходностью 2019П 8%. Восприятие биржевой истории сетевых компаний может улучшиться с введением платы за резервные мощности и увеличение стоимости льготного техприсоединения, что главным образом приведет к оптимизации инвестиционной программы, улучшению денежного потока и кредитных метрик. Переход на долгосрочные регуляторные соглашения по тарифам был бы также позитивен для МРСК, так как в рамках этих соглашений компания бы смогла оставлять экономию у себя.

Название компании	P/E 2019E	P/E 2020E	EV / EBITDA 2019E	EV / EBITDA 2020E	P/D 2019E	P/D 2020E
МРСК Центра	3,7	3,0	3,1	3,0	12,5	10,8
ФСК ЕЭС	2,4	2,7	2,7	2,9	9,5	10,2
МОЭСК	4,1	3,2	3,2	3,1	8,1	6,3
МРСК Сибири	46,7	34,3	7,3	8,4	NA	NA
МРСК Центра и Приволжья	3,3	3,1	2,5	2,3	9,0	8,5
МРСК Волги	4,4	3,3	2,1	1,9	11,8	8,8
Ленэнерго-ао	4,8	3,8	2,5	2,2	37,4	38,5
МРСК Урала	4,1	4,5	2,7	2,8	26,1	8,5
МРСК Северо-Запада	4,2	5,5	2,8	3,0	12,6	16,2
МРСК Юга	18,0	11,7	6,3	6,1	14,7	8,6
МРСК Сев. Кавказа	NA	NA	NA	NA	NA	NA
Кубаньэнерго	22,2	NA	6,2	6,3	12,6	18,9
ТРК	NA	NA	NA	NA	NA	NA
Медиана	4,3	3,6	2,8	3,0	12,6	9,5

Источник: Bloomberg, Thomson Reuters, расчеты ГК ФИНАМ

Техническая картина

Акции тестируют линию долгосрочного нисходящего тренда. При закреплении выше 0,275 появится возможность для умеренного роста до 0,32. Поддержка 0,25.

Источник: charts.whotrades.com



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.