

Россия / Акции



МРСК Центра

Рекомендация	Держать
Целевая цена:	0,33 руб.
Текущая цена:	0,29 руб.
Потенциал:	14%

МРСК Центра: улучшения по расходам в 1К2019, див. доходность 7%

Основные показатели акций

Тикер	MRKC
ISIN	RU000A0JPP18
Рыночная капитализация	12,2 млрд.руб.
Кол-во обыкн. акций	42,2 млрд.
Free float	34%

Мультипликаторы

P/E LTM	5,1
P/E 2019E	3,5
EV/EBITDA LTM	3,2
EV/EBITDA 2019E	3,1
DY 2019E	9,2%

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 понижаем рекомендацию с «покупать» до «держать» и целевую цену с 0,40 до 0,33 руб. Потенциал акций в перспективе года мы оцениваем в 14%.

- Компания представила умеренно-слабые результаты по МСФО за 1К2019. Прибыль акционеров на фоне снижения полезного отпуска электроэнергии сократилась на 25% - до 1,47 млрд.руб. Из положительных моментов мы отмечаем низкие темпы роста операционных затрат (+1,9% г/г), а также невысокое резервирование.
- Мы пересмотрели ожидания по прибыли на этот год в меньшую сторону – до 3,46 млрд.руб. (+18% г/г) на фоне ослабления показателей в первом квартале.
- В этом году компания может в рамках стратегии по консолидации активов приобрести 100% акций «Воронежской горэлектросети» (ВГЭС), которую мы считаем интересным активом в производственном плане при полезном отпуске в 2018 г. 1,67 млрд.кВт*ч и выручке 1,71 млрд.руб. В прессе также упоминается об интересе МРСК к Орелоблэнерго с выручкой 0,93 млрд.руб. За счет этих сделок эмитент сможет расширить производственную базу и повысить выручку.
- Дивиденд за 2018 г. составил 0,02075 руб. на акцию с доходностью на закрытие реестра 6,9% при среднеотраслевом уровне 6,2%. В последующие годы мы ожидаем умеренного прогресса по дивидендам и доходности.
- На бирже MRKC торгуется примерно на уровне аналогов с нетребовательными мультипликаторами. Капитализация оценивается в 3,5х годовой прибыли 2019П, стоимость бизнеса в 3,1х EBITDA.

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.** МРСК Центра представила умеренно слабые результаты за 1К2019. Прибыль акционеров снизилась на 25% до 1,47 млрд.руб., EBITDA – на 6,8% до 5,57 млрд.руб., маржа EBITDA составила 22,2% в сравнении с 23,5% годом ранее. Основное влияние на результаты оказало снижение полезного отпуска на фоне меньшего потребления электроэнергии крупными потребителями и переходом к ФСК ЕЭС на оптовый тариф. В результате выручка от передачи электроэнергии снизилась на 1,6%.

Мы пересмотрели ожидания по прибыли на этот год в меньшую сторону до 3,46 млрд.руб. (+18% г/г) на фоне снижения производственных показателей в 1-м квартале.

Из положительных моментов мы отмечаем низкие темпы роста операционных затрат (+1,9% г/г). Расходы на персонал, в частности, показали нулевой рост, оплата потерь увеличилась на 2,3%, расходы на передачу э/э повысились на 1,4%.

- **Резервирование и долговая нагрузка.** Отчисления в резерв по дебиторской задолженности в 1К2019 составили 120 млн.руб. (-7%) или 0,5% выручки от передачи электроэнергии. Чистый долг с начала года вырос на 7% до 42,4 млрд.руб. или 2,51x EBITDA.

- **Инвестиционная программа** в этом году по нашим оценкам будет на сопоставимом с прошлым годом уровне и составит 13,5 млрд.руб. С начала года МРСК проинвестировала 2,2 млрд.руб. в сравнении с 2,8 млрд.руб. годом ранее.

В этом году компания может приобрести 100% акций «Воронежской горэлектросети» (ВГЭС) в рамках стратегии по консолидации активов. Воронеж – крупный промышленный город с населением около 1 млн. чел., и ВГЭС мы считаем интересным активом в производственном плане при полезном отпуске в 2018 1,67 млрд.кВт*ч и выручке 1,71 млрд.руб. Аукцион по продаже запланирован на 13 августа с начальной ценой 1,5 млрд.руб. В прессе также упоминается про интерес МРСК к Орелоблэнерго с выручкой 0,93 млрд.руб. За счет этих сделок эмитент сможет расширить производственную базу и повысить выручку.

Основные финансовые показатели

млн руб., если не указано иное	1К 2019	1К 2018	Изм., %	2018	2017	Изм., %
Выручка	25 110	25 444	-1,3%	93 936	91 116	3,1%
ЕБИТДА	5 568	5 973	-6,8%	17 285	18 581	-7,0%
Маржа EBITDA	22,2%	23,5%	-1,3%	18,4%	20,4%	-2,0%
Чистая прибыль акционеров	1 470	1 950	-24,6%	2 935	2 753	6,6%
	1К 2019	4К 2018				
Чистый долг	42 393	39 603	7,0%			
Чистый долг/EBITDA	2,51	2,29	NA			

Источник: данные компании, расчеты ГК ФИНАМ

Прогноз по ключевым финансовым показателям

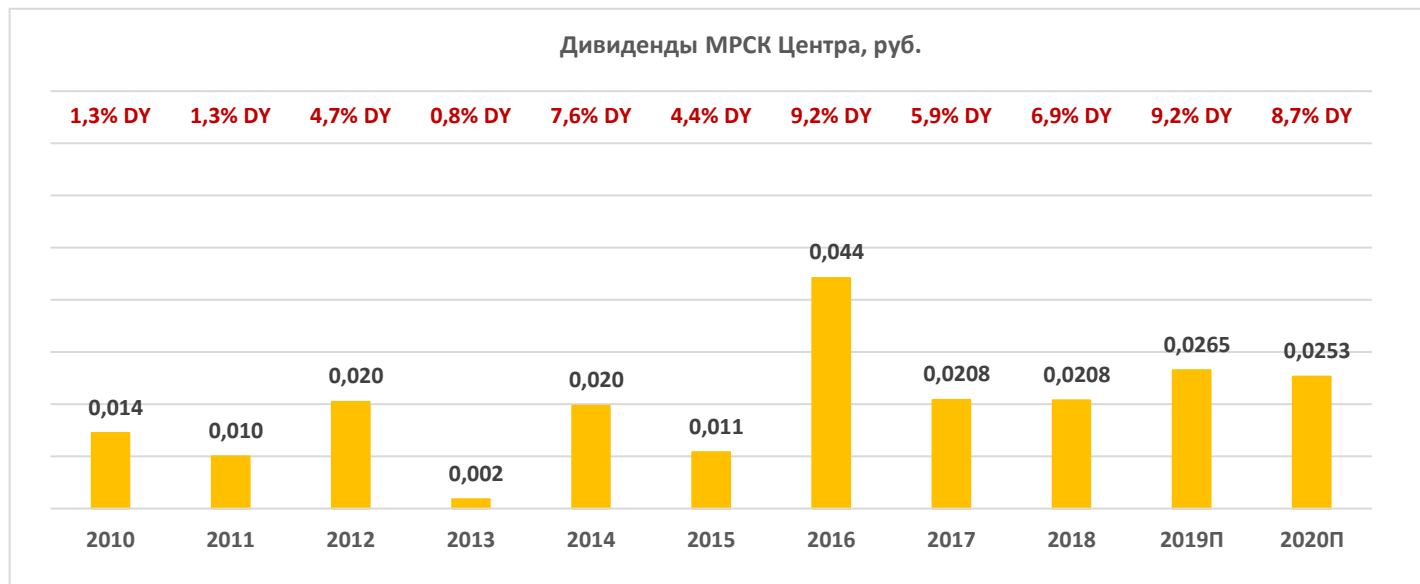
млрд руб., если не указано иное	2 016	2 017	2018	2019П	2020П
Выручка	86,3	91,1	93,9	95,1	96,7
ЕБИТДА	17,9	18,6	17,3	18,5	18,4
Маржа EBITDA	20,8%	20,4%	18,4%	19,4%	19,1%
Чистая прибыль акц.	4,7	2,8	2,9	3,5	3,5
Рост, %	453,9%	-41,7%	6,6%	17,9%	0,8%
CFO	14,7	14,3	14,4	11,6	13,5
CAPEX	13,1	12,3	13,1	13,5	13,5
FCFF	5,3	5,5	4,0	0,0	2,0
Чистый долг	40,7	40,1	39,6	44,6	45,7
Ч.долг/EBITDA	2,3 x	2,2 x	2,3 x	2,4 x	2,5 x
Дивиденды	1,9	0,9	0,9	1,1	1,1
DPS, руб.	0,044	0,021	0,021	0,027	0,025
Рост, %	309,4%	-52,9%	-0,3%	27,8%	-4,7%
DY	9,2%	5,9%	7,2%	9,1%	8,7%

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.

За 2018 год компания выплатила акционерам сопоставимые с прошлым годом дивиденды 0,02075 руб. на акцию или 876 млрд.руб., что соответствует норме выплат 29% прибыли по МСФО и 62% прибыли по РСБУ. Закрытие реестра прошло 10 июня с доходностью 6,9% при среднеотраслевой 6,2%. В следующие годы мы ожидаем умеренный прогресс по дивидендам и доходности.



Источник: данные компании, прогнозы «ГК ФИНАМ»

Оценка

Мы понижаем рекомендацию с «покупать» до «держат» и целевую цену с 0,40 до 33 руб. По форвардным мультипликаторам акции торгуются примерно на паритете с аналогами. Анализ стоимости по собственной дивидендной доходности транслирует равновесную цену акций 0,35 руб. с апсайдом 22% при среднем дивиденде за 2019-2020П 0,026 руб. и целевой DY 7,4%. Агрегированная оценка 0,33 руб. с потенциалом роста 14% в перспективе 12 месяцев.

В будущем факторами роста могут стать сетевые реформы, в частности, введение оплаты за свободные резервные мощности и увеличение стоимости льготного техприсоединения, что приведет к оптимизации инвестиционной программы, которая сейчас поглощает львиную долю операционного денежного потока, снижению кредитного портфеля и, соответственно, финансовых расходов, которые абсорбируют 3,5-4% выручки.

Название компании	P/E 2019E	P/E 2020E	EV / EBITDA 2019E	EV / EBITDA 2020E	P/D 2019E	P/D 2020E
МРСК Центра	3,5	3,5	3,1	3,1	11,3	11,9
ФСК ЕЭС	2,9	2,7	3,2	2,9	12,3	11,9
МОЭСК	4,1	3,7	3,0	3,0	7,5	7,3
МРСК Сибири	17,0	9,9	6,4	6,5	NA	NA
МРСК Центра и Приволжья	3,2	2,7	2,3	2,1	9,0	7,6
МРСК Волги	4,7	3,8	2,1	1,9	8,5	6,9
Ленэнерго-ао	4,6	3,4	2,5	2,0	28,3	23,4
МРСК Урала	4,0	4,2	2,3	2,5	25,8	8,3
МРСК Северо-Запада	3,6	5,8	2,7	3,1	17,7	22,9
МРСК Юга	8,9	4,7	5,5	5,3	17,5	10,3
МРСК Сев. Кавказа	NA	NA	NA	NA	NA	NA
Кубаньэнерго	7,5	11,9	5,7	6,0	12,7	19,0
ТРК	NA	NA	NA	NA	NA	NA
Медиана	4,1	3,9	3,1	3,0	12,6	11,1

Источник: Bloomberg, Thomson Reuters, расчеты ГК ФИНАМ

Техническая картина

Акции торгуются после дивидендной отсечки выше поддержки 0,29. В ближайшее время вероятно продолжение бокового тренда. Сопротивлением выступает уровень 0,32, уровни поддержки – 0,29 и 0,27.



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.