

Россия / Акции

МРСК Центра

Рекомендация	Покупать
Целевая цена:	0,40 руб.
Текущая цена:	0,32 руб.
Потенциал:	23%

Сохраняем интерес к акциям МРСК Центра

Основные показатели акций

Тикер	MRKC
ISIN	RU000A0JPPL8
Рыночная капитализация	13,5 млрд.руб.
Кол-во обыкн. акций	42,2 млрд.
Free float	34%

Мультипликаторы

P/E LTM	4,6
P/E 2019E	3,3
EV/EBITDA LTM	3,1
EV/EBITDA 2019E	2,9
DY 2018E	6,5%

Финансовые показатели, млрд. руб.

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

Финансовые коэффициенты

	2017	2018
Маржа ЕБИТДА	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 «покупать» по акциям МРСК Центра и целевую цену 0,40 руб. Потенциал, по нашим оценкам, составляет 23% в перспективе 12 мес.

- Отчет по прибыли отразил увеличение прибыли акционеров на 7% до 2,94 млрд.руб. в основном за счет неоперационных факторов – снижения налога на прибыль, финансовых расходов и меньшего обесценения основных средств. На операционном уровне рентабельность снизилась на фоне опережающего роста неподконтрольных затрат, что соответствовало отраслевому тренду.
- По дивидендам, возможно, не увидим роста в этом сезоне, и платеж будет сопоставим с DPS 2017 0,208 руб., но доходность приемлемая - 6,5% и немного превышает среднеотраслевую 5,8%.
- В 2019-2020 прибыль, по нашим прогнозам, восстановится до 4,1 и 4,5 млрд.руб. соответственно за счет улучшения производственных показателей и замедления темпов роста операционных затрат.
- После снижения капитализации вдвое от пика 2017 года мы считаем, что «минусы» инвестиционной истории MRKC (долг, потери, эффект отмены «последней мили») уже отражены в цене. На данном этапе акции торгуются по нетребовательным мультипликаторам с дисконтом к аналогам, и мы полагаем, что при ожиданиях роста дивидендов и прибыли в 2019-2020 акции MRKC представляют интерес для инвесторов.
- Ключевые события в ближайшей перспективе – объявление дивидендов и отчет за сезонно сильный 1-й квартал.

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.** Отчетность по МСФО МРСК Центра за 2018 раскрыла рост прибыли акционеров на 6,6% до 2,9 млрд.руб. в основном за счет неоперационных факторов – сокращения процентных расходов, меньшего обесценения основных средств 97 млн.руб против 939 млн.руб. годом ранее, а также снижения налога на прибыль в 2,5х раза в сравнении с предыдущим годом, когда эффективная ставка налога составила почти 50%. В остальном отчет по прибыли отразил снижение маржи операционной прибыли на фоне опережающего роста неподконтрольных затрат в рамках отраслевого тренда, в частности, расходов на потери, налога на имущество. На результаты также повлияла отмена договоров «последней мили» с июля 2017 г. Отпуск из сети снизился на 9%, уровень потерь составил 10,52%.
- **Чистый долг** мало изменился на фоне высоких капитальных затрат и составил на конец отчетного периода 39,6 млрд.руб. или 2,3х EBITDA.
- **Инвестиционная программа** 2018 году повысилась на 7% до 13,1 млрд.руб. по МСФО (+7% г/г). Денежный поток снизился до 4,0 млрд.руб., с учетом процентных расходов FCFE составил 1,3 млрд.руб. Инвестиции в этом году запланированы в объеме 16,3 млрд.руб. (+12%) с НДС по РСБУ; по МСФО, по нашим оценкам, могут составить 14,1 млрд.руб. (+7,4%).
- **В 2019-2020 мы ожидаем роста прибыли** до 4,1 млрд.руб. и 4,5 млрд.руб. соответственно за счет улучшения показателей отпуска, потерь, а также восстановления операционной рентабельности на фоне замедления темпов роста операционных затрат.

Основные финансовые показатели

млн руб., если не указано иное	4К 2018	4К 2017	Изм., %	2018	2017	Изм., %
Выручка	25 506	25 330	0,7%	93 936	91 116	3,1%
ЕБИТДА	4 265	3 995	6,8%	17 285	18 581	-7,0%
Маржа ЕБИТДА	16,7%	15,8%	1,0%	18,4%	20,4%	-2,0%
Чистая прибыль акционеров	-135	-254	-46,9%	2 935	2 753	6,6%
СФО				14 437	14 268	1,2%
FCFF				4 021	5 481	-26,6%
FCFF после уплаты процентов				1 339	2 008	-33,3%
	4К 2018	3К 2018	4К 2017			
Чистый долг	39 603	39 423	40 118	0%	-1%	
Чистый долг/ЕБИТДА	2,29	2,29	2,14			

Источник: данные компании, расчеты ГК ФИНАМ

Прогноз по ключевым финансовым показателям

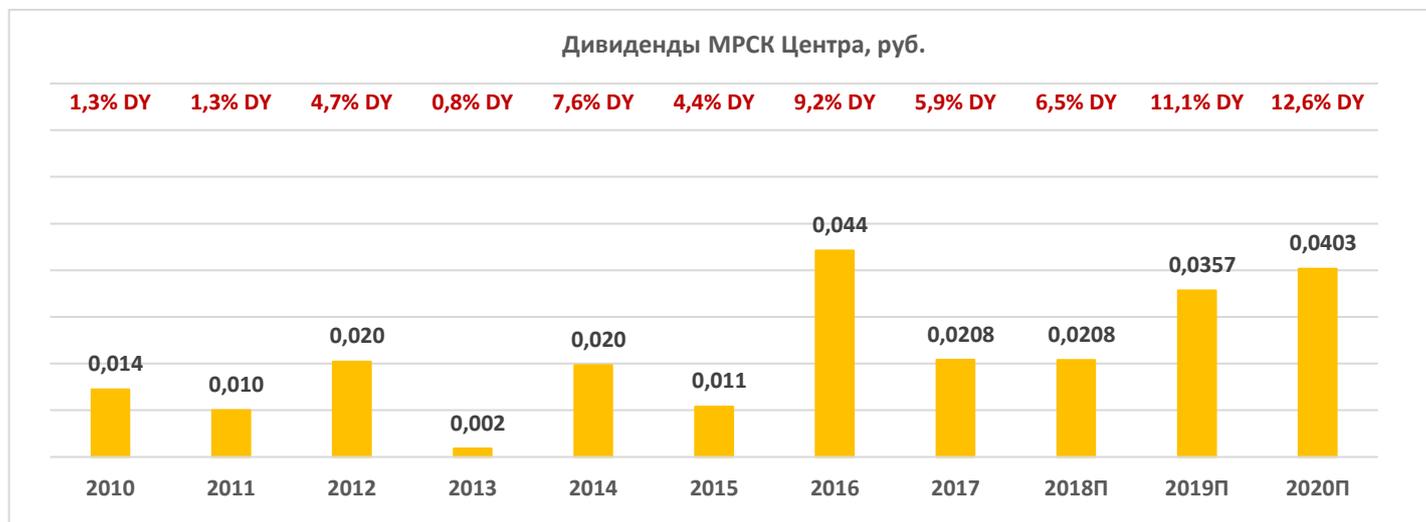
млрд руб., если не указано иное	2 016	2 017	2018П	2019П	2020П
Выручка	86,3	91,1	93,9	96,8	99,0
ЕБИТДА	17,9	18,6	17,3	19,0	19,5
Рост, %	20,5%	3,6%	-7,0%	9,8%	2,9%
Маржа ЕБИТДА	20,8%	20,4%	18,4%	19,6%	19,7%
Чистая прибыль акц.	4,7	2,8	2,9	4,1	4,5
Рост, %	453,9%	-41,7%	6,6%	38,7%	11,5%
Чистая маржа	5,5%	3,0%	3,1%	4,2%	4,6%
СФО	14,7	14,3	14,4	13,9	15,0
CAPEX	13,1	12,3	13,1	14,1	14,0
FCFF	5,3	5,5	4,0	1,6	2,8
FCFF с учетом процентов	1,6	2,0	1,3	-0,2	1,0
Чистый долг	40,7	40,1	39,6	40,7	41,1
Ч.долг/ЕБИТДА	2,3 х	2,2 х	2,3 х	2,1 х	2,1 х
Дивиденды	1,9	0,9	0,9	1,5	1,7
DPS, руб.	0,044	0,021	0,021	0,036	0,040
Рост, %	309,4%	-52,9%	-0,2%	71,7%	13,1%
DY	9,2%	5,9%	6,5%	11,1%	12,6%

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.

По дивидендам мы, вероятно, не увидим роста в этом году, и выплаты за 2018 г. будут сопоставимы с предыдущим платежом 0,0208 руб. на акцию, но доходность к текущим котировкам приемлемая 6,4% и превышает среднеотраслевую 5,8%. В следующие годы дивидендная история может стать интереснее с прогрессом DPS 2020П до 0,04 руб. с доходностью 12,6%.



Источник: данные компании, прогнозы «ГК ФИНАМ»

Оценка

Оценка по форвардным мультипликаторам предполагает целевую цену 0,36 руб. с умеренным дисконтом к российским аналогам 12%. Анализ стоимости по собственной дивидендной доходности транслирует равновесную цену акций 0,43 руб. с апсайдом 34% при среднем дивиденде за 2018-2019 0,032 руб. и целевой DY 7,6%. Агрегированная оценка 0,40 руб. с потенциалом роста 23% в перспективе 12 месяцев.

Мы сохраняем целевую цену 0,40 руб. и рекомендуем «покупать» с расчетом на восстановление прибыли и дивидендов в ближайшие годы. Мы считаем, что «минусы» инвестиционной истории MRKC – ослабление производственных показателей после отмены «последней мили» и долговая нагрузка, уже учтены в биржевой стоимости компании после снижения почти вдвое от пиков 2017 года. Акции торгуются по нетребовательным мультипликаторам, и ожидания роста прибыли и дивидендов в 2019-2020 могут оказать бумагам поддержку. В ближайшей перспективе катализаторами к переоценке могут стать объявление дивидендов за 2018 год и отчет за сезонно сильный 1-й квартал. В дальнейшем импульс бумаги могут получить от сетевых реформ - введения оплаты за свободные резервные мощности и увеличения стоимости льготного техприсоединения, что приведет к оптимизации инвестиционной программы, которая сейчас поглощает львиную долю операционного денежного потока.

Название компании	P/E 2019E	P/E 2020E	EV / EBITDA 2019E	EV / EBITDA 2020E	DY 2018E	DY 2020E	DY 2019E
МРСК Центра	3,3	3,0	2,9	2,8	15,4	9,0	7,9
ФСК ЕЭС	2,5	2,5	3,0	2,9	10,0	9,8	9,6
МОЭСК	4,1	3,1	3,2	3,0	10,3	8,2	6,2
МРСК Сибири	44,8	32,9	6,8	7,8	na	96,9	49,4
МРСК Центра и Приволжья	2,9	2,3	2,1	1,8	6,8	7,8	6,2
МРСК Волги	3,7	2,7	1,8	1,5	8,7	9,9	7,4
Ленэнерго-ао	5,2	3,5	2,7	2,1	27,7	22,8	15,6
МРСК Урала	3,9	1,9	2,8	2,1	68,6	11,3	5,4
МРСК Северо-Запада	1,8	5,3	2,6	4,6	22,7	19,1	24,7
МРСК Юга	22,2	14,4	5,5	5,4	8,4	20,8	12,2
МРСК Сев. Кавказа	NA	NA	NA	NA	NA	NA	NA
Кубаньэнерго	7,4	14,4	5,8	6,2	68,1	14,2	21,2
ТРК	NA	NA	NA	NA	NA	NA	NA
Медиана	4,0	3,1	2,9	2,9	12,9	11,3	9,6

Источник: Bloomberg, Thomson Reuters, расчеты ГК ФИНАМ

Техническая картина

На недельном графике акции MRKC консолидировались в диапазоне 0,27-0,32 последние несколько кварталов. Сейчас бумаги тестируют сопротивление 0,32, пробитие которого откроет возможность роста до 0,40. Покупать имеет смысл после пробития и закрепления выше 0,32 либо на поддержках 0,30 и 0,27 с коротким стопом.



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.