

Россия / Акции

МРСК Центра

Рекомендация	Покупать
Целевая цена	0,27 руб.
Текущая цена	0,23 руб.
Потенциал	19%

МРСК Центра: стабильные дивиденды и низкие мультипликаторы

Основные показатели акций

Тикер	MRKC
ISIN	RU000A0JPPL8
Рыночная капитализация	10 млрд руб.
Кол-во обыкн. акций	42,2 млрд
Free float	34%

Мультипликаторы

P/E LTM	3,2
P/E 2020E	3,0
EV/EBITDA LTM	2,9
EV/EBITDA 2020E	3,0
DY 2020E	8,7%

Финансовые показатели, млрд руб.

Показатель	2018	2019
Выручка	93,9	94,6
EBITDA	17,3	19,0
Чистая прибыль акц.	2,9	3,1
Дивиденд, коп.	2,1	2,0П

Финансовые коэффициенты

Показатель	2018	2019
Маржа EBITDA	18,4%	20,0%
Чистая маржа	3,1%	3,3%
Ч. долг / EBITDA	2,3	2,4

Инвестиционная идея

МРСК Центра — сетевая компания, обслуживающая 11 областей общей площадью 450 тыс. кв. км. Протяженность линий электропередачи превышает 375 тыс. км и является максимальной среди МРСК. Основной бизнес — передача электроэнергии, которая формирует 96% всей выручки.

Мы рекомендуем «Покупать» акции МРСК Центра с целевой ценой 0,27 руб. на 12 мес. Акции могут показать рост 19% от низкой базы.

- Передача электроэнергии может оказаться более устойчивой к вирусу, чем многие другие отрасли, и стабильные дивиденды, и низкая оценка по мультипликаторам уменьшают риски для инвесторов. По мультипликаторам акции МРСК торгуются с дисконтом 13% к электросетевому комплексу.
- Прибыль акционеров выросла на 5% за 12м 2019, до 3,1 млрд руб., в основном за счет положительной переоценки основных средств почти на 0,9 млрд руб.
- Прогноз по DPS 2020П — 0,02 руб. с DY 8,7%.
- Компания консолидировала в 4К 2019 Воронежские горэлектросети. Новые клиенты и новые активы в промышленном городе положительно скажутся на финансовых показателях МРСК.
- В этом году мы ожидаем сопоставимой прибыли МРСК около 3,2 млрд руб. по МСФО. Снижение энергопотребления может быть компенсировано консолидацией ВГЭС, улучшением по крупным расходам (передача и покупная энергия), рефинансированием долга. Новые сделки по консолидации маловероятны в этом году.

Краткое описание эмитента

МРСК Центра — сетевая компания, охватывающая 11 областей общей площадью 450 тыс. кв. км. Протяженность линий электропередачи 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 выросла на 5% за 12м 2019, до 3,1 млрд руб., в основном за счет положительной переоценки основных средств почти на 0,9 млрд руб. Скорр. прибыль сократилась на 21%, до 2,4 млрд руб., на фоне снижения отпуска электроэнергии, увеличения амортизационных отчислений, резервов. На показатели отпуска повлияла теплая погода, переход ряда клиентов на оптовые поставки ФСК ЕЭС и замедление экономической активности в регионах присутствия.
- Чистый долг увеличился за год на 14%, до 45 млрд руб., или 2,37х EBITDA, на фоне высоких капитальных затрат и потребности в оборотном капитале. Денежный поток до учета процентов составил 1,5 млрд руб. и -1,3 млрд руб. после их уплаты.

Компания рефинансировала кредитный портфель, в том числе в начале этого года, и эффективная процентная ставка снизилась с 8,3% — до немного выше 7%.

- Компания консолидировала в 4К 2019 Воронежские горэлектросети с отпуском около 1,7 млрд кВт·ч. Новые клиенты и новые активы в промышленном городе в будущем положительно скажутся на финансовых показателях МРСК.
- В этом году мы ожидаем сопоставимой прибыли МРСК около 3,2 млрд руб. по МСФО. Снижение энергопотребления из-за аномально теплой зимы и антивирусных мер может быть компенсировано снижением потерь, консолидацией ВГЭС, улучшением по крупным расходам (передача и покупная энергия), рефинансированием кредитного портфеля и нерегулярным статьям. Инвестпрограмма, скорее всего, будет скорректирована из-за снижения полезного отпуска в 1-м полугодии. Новые сделки по консолидации маловероятны в этом году.

Регуляторные инициативы в плане отмены льготного техприсоединения, введения платы за свободные мощности пока на паузе из-за смены правительства и распространения вируса. Задержки ограничивают интерес инвесторов к электросетевому комплексу, хотя мы не исключаем возврата к этой теме после спада напряженности с COVID-19. Это позволило бы оптимизировать инвестпрограмму и запустить цикл снижения долга, на обслуживание которого МРСК Центра ежегодно тратит около 3,5 млрд руб.

Основные финансовые показатели

Показатель, млн руб., если не указано иное	4К 2019	4К 2018	Изм., %	12м 2019	12м 2018	Изм., %
Выручка	25 952	25 506	1,7%	94 642	93 935	0,8%
ЕБИТДА	5 504	4 265	29,0%	18 966	17 285	9,7%
Маржа ЕБИТДА	21,2%	16,7%	4,5%	20,0%	18,4%	1,6%
Чистая прибыль акционеров	1 158	854	NA	3 082	2 935	5,0%
CFO				11 946	14 437	-17,3%
FCFF				1 504	4 021	-62,6%
FCFF после уплаты процентов				-1 341	1 339	-200,2%
	4К 2019	3К 2019	4К 2018	Изм., к/к	Изм., YTD	
Чистый долг	44 976	42 522	39 603	5,8%	14%	
Чистый долг / EBITDA	2,37	2,40	2,29			

Источник: данные компании, расчеты ГК «ФИНАМ»

Прогноз по ключевым финансовым показателям

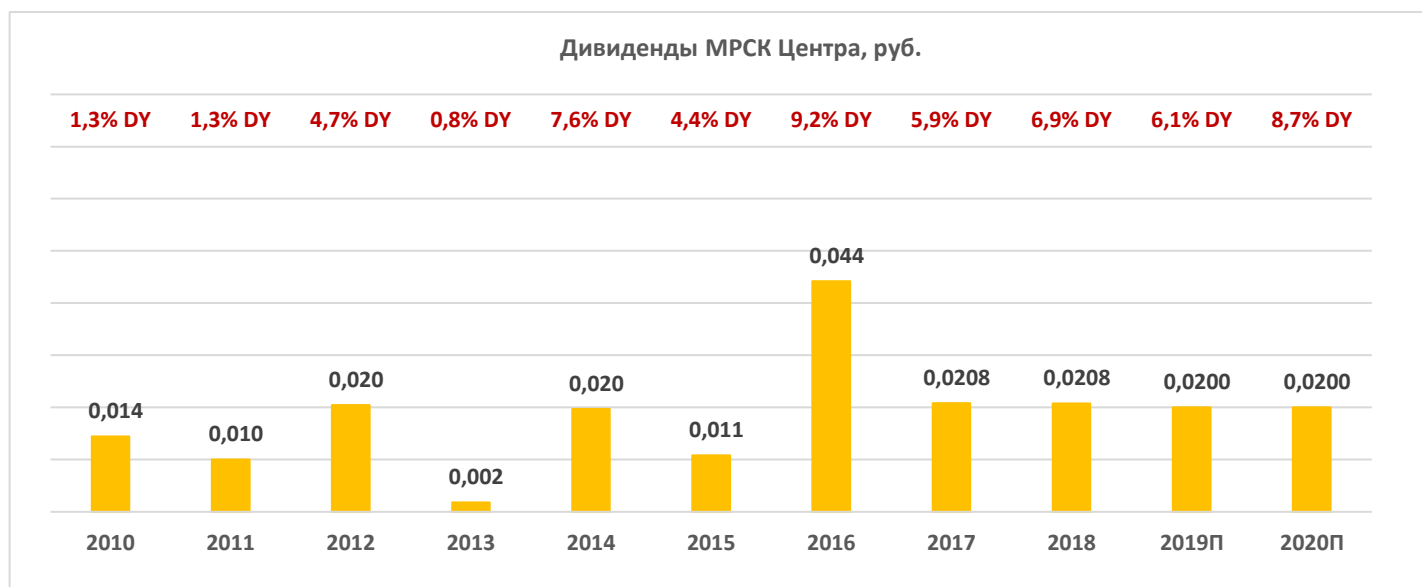
Показатель, млрд руб., если не указано иное	2016	2017	2018	2019П	2020П
Выручка	86,3	91,1	93,9	94,6	96,1
ЕБИТДА	17,9	18,6	17,3	19,0	18,4
Маржа ЕБИТДА	20,8%	20,4%	18,4%	20,0%	19,1%
Чистая прибыль акц.	4,7	2,8	2,9	3,1	3,2
СFO	14,7	14,3	14,4	11,9	14,9
CAPEX	13,1	12,3	13,1	13,3	14,0
FCFF	5,3	5,5	4,0	1,5	2,8
Чистый долг	40,7	40,1	39,6	45,0	44,9
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	0,8	0,8
DPS, руб.	0,044	0,021	0,021	0,020	0,020

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 впервые выплатила промежуточные дивиденды DPS 9м 2019 в объеме 844 млн руб., или 0,02 руб. на акцию, что сопоставимо с платежом за 2018 год и предполагает норму выплат 27% прибыли по МСФО. Дивидендная доходность на дату закрытия реестра в январе составила 6,1%. Финальных дивидендов за 2019 год мы не ожидаем. Наш прогноз по выплатам за 2020 год — 0,02 руб. на акцию с DY 8,7%. Финансовый план от февраля 2020 года подразумевает выплату 967 млн руб.



Источник: данные компании, прогнозы «ГК ФИНАМ»

Оценка

Мы рекомендуем «Покупать» акции МРСК с целевой ценой 0,27 руб. на 12 мес. Потенциал мы оцениваем как 19% от низких уровней в перспективе года. Передача электроэнергии может оказаться более устойчивой к временному экономическому спаду, чем многие другие отрасли экономики, и стабильные дивиденды, и низкая оценка по мультипликаторам уменьшают риски для инвесторов. Подешевевшие бумаги МРСК мы считаем интересной идеей для вложений на год. В среднесрочном периоде положительной переоценке будут способствовать снятие противовирусных мер и восстановление экономической активности.

По мультипликаторам акции МРСК оцениваются с дисконтом в среднем 13% с целевой ценой 0,26 руб. Анализ стоимости по собственной дивидендной доходности подразумевает целевую цену 0,25 руб. при

прогнозом дивиденде за 2020 год 0,02 руб. и целевой доходности 8%. Оценка по собственным историческим мультипликаторам P/E LTM (4,9x), P/E 1Y (4,0x), EV/EBITDA 1Y (3,1x) и EV/EBITDA 1Y (3,1x) предполагает таргет 0,31 руб. Агрегированная целевая цена — 0,27 руб.

Название компании	P/E 2019	P/E 2020E	EV/EBITDA 2019	EV/EBITDA 2020E
МРСК Центра	3,2	3,0	2,9	3,0
ФСК ЕЭС	2,3	2,6	2,7	2,9
МОЭСК	5,7	3,8	3,7	3,2
МРСК Сибири	32,7	9,5	8,7	5,1
МРСК Центра и Приволжья	2,4	2,9	2,6	2,4
МРСК Волги	3,0	3,5	1,8	1,7
Ленэнерго, ао	4,1	3,2	2,5	2,4
МРСК Урала	4,2	12,9	2,6	3,6
МРСК Северо-Запада	3,8	NaN	2,7	3,2
МРСК Юга	NULL	NaN	43,8	4,2
МРСК Сев. Кавказа	NULL	NaN	NULL	NaN
Кубаньэнерго	6,4	NaN	4,4	5,7
ТРК	8,0	18,5	5,5	1,7
Медиана	4,1	3,5	2,8	3,1

Источник: Bloomberg, Thomson Reuters, расчеты ГК «ФИНАМ»

Техническая картина

На недельном графике акции оттолкнулись от минимумов 2016 года 0,20 руб., при стабилизации биржевых настроений могут восстановиться до 0,26–0,27 руб. Идет формирование разворотной фигуры «клин», вероятно переход котировок в боковую динамику в ближайшие месяцы.



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 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.