

# МРСК Центра: Начало аналитического покрытия и присвоение рекомендации

24 сентября 2012

Тикер:	MRKC
Капитализация, \$ млн	852
Кол-во акций, млн штук	42 218
Текущая цена, \$:	0,020186
Целевая цена, \$:	0,033061
Потенциал:	64%
Рекомендация:	ПОКУПАТЬ

**Мы начинаем аналитическое покрытие МРСК Центра и по результатам нашей оценки присваиваем акциям компании рекомендацию "ПОКУПАТЬ" с целевой ценой \$0,033 (1,033 руб.) за одну обыкновенную акцию.**

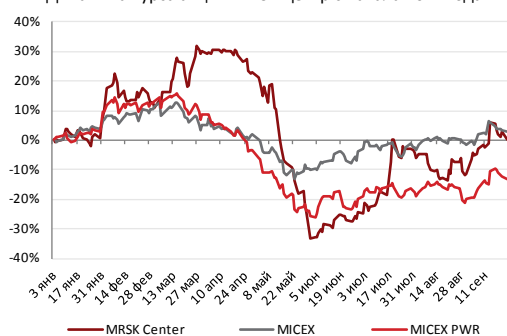
## Потенциал роста составляет 64%

МРСК Центра является одной из 11 межрегиональных компаний сетевого комплекса РФ и осуществляет деятельность на двух основных рынках: на рынке передачи и распределения электроэнергии, а также на рынке технологического присоединения (подключения клиентов к электрическим сетям напряжением 0,4-110 кВ). Компания объединяет 11 филиалов, расположенных в центральной части РФ. Контролирующим акционером, владеющим 50,4% уставного капитала компании, является Холдинг МРСК, подконтрольный государству.

## Основные характеристики эмитента

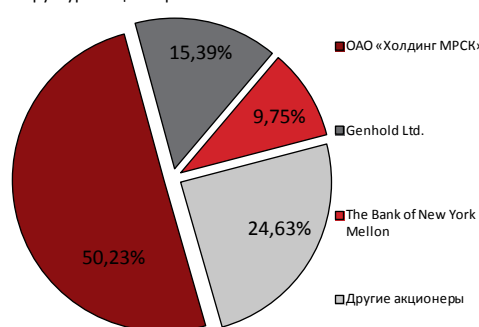
- занимает 2-е место среди МРСК по капитализации и по объему выручки, генерируемой от оказания услуг по передаче электроэнергии;
- общая протяженность линий по состоянию на конец 2011 составляет 383,2 тыс. км, мощность подстанций - 48 895 МВА;
- доля компании на рынке передачи электроэнергии на территории присутствия составляет 67,8% в натуральном и 82,9% в денежном выражении;
- доля компании на рынке технологического присоединения составляет порядка 88%;
- все филиалы компании в 2011 г. перешли на систему тарифообразования, основанную на методологии RAB (в настоящий момент идет "перезагрузка" RAB, в результате которой 7 филиалов оставлены на RAB, 2 филиала ждут решения ФСТ, 2 филиала переведены на индексный метод);
- основными конкурентами компании являются территориальные сетевые организации (ТСО, МУП) в Брянской, Воронежской, Курской, Липецкой, Орловской, Тамбовской, Тверской и Ярославской областях. В Белгородской, Костромской и Смоленской областях городские электрические сети находятся в аренде либо собственности у МРСК Центра, и доля компании на рынке составляет 100% без учета крупных потребителей, имеющих свои электрические сети.

Динамика курса акций МРСК Центр с начала 2012 года



Источник: Bloomberg

Структура акционерного капитала по состоянию на 04.07.2012



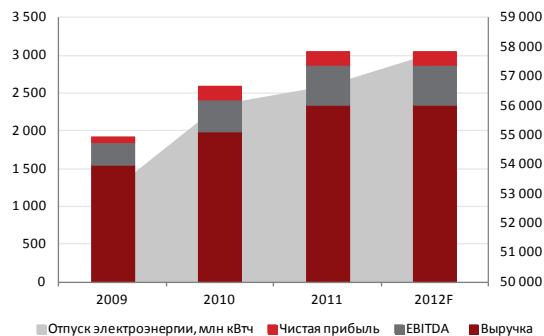
Источник: данные компании

**Жданов Дмитрий**

+7 (812) 329 8181 (доб. 1241)

d.zhdanov@bfa.ru

Динамика основных производственных и финансовых показателей



Источник: отчеты компании, расчеты Банка БФА

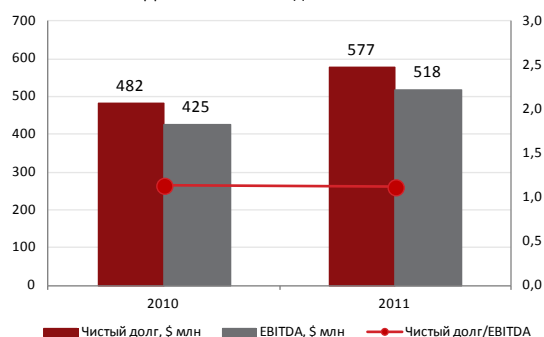
## Итоги 2011 года

Основные финансовые и производственные показатели

	\$ млн	2011	2010	Изм.
Выручка		2 349	1 996	18%
EBITDA		518	425	22%
EBITDA Margin		22%	21%	+1 п.п.
Чистая прибыль		188	168	12%
Net Margin		8%	8%	0 п.п.
Чистый долг		577	482	20%
Полезный отпуск э/э, млн кВтч		56 667	56 029	1%
Потери э/э, %		9,93%	10,01%	-0,08 п.п.
Объемы технологического присоединения, МВт		946	582	62%

Источник: данные компании, расчеты Банка БФА

Динамика чистого долга и EBITDA



Источник: данные компании, расчеты Банка БФА

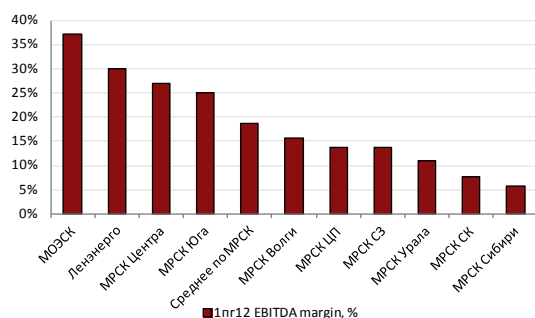
Компания завершила 2011 г. довольно неплохо, продемонстрировав рост итоговых финансовых показателей. Выручка компании повысилась на 18%, составив \$2,35 млрд. В структуре выручки на сегмент передачи электроэнергии приходится порядка 95% всех доходов компании. Рост данной статьи был обусловлен как улучшением операционных показателей (компания удалось увеличить полезный отпуск электроэнергии в 2011 г. на 1% до 56,7 млрд кВтч), так и ростом тарифов на передачу электроэнергии. Помимо услуг по передаче электроэнергии, компания оказывает услуги по технологическому присоединению. Несмотря на то, что объемы данного направления деятельности возросли в 2011 г. на 62% в натуральном выражении с 582 МВт до 946 МВт, в денежном выражении компания показала сокращение данной статьи доходов. С 1 января 2011 г. затраты сетевых организаций на развитие существующей инфраструктуры были исключены из тарифов на услуги по технологическому присоединению и включены в тариф на услуги по передаче электроэнергии в соответствии с требованиями 35-ФЗ «Об электроэнергетике», что привело к снижению средней ставки платы за технологическое присоединение на территории деятельности МРСК Центра. Однако, в силу незначительности этого вида доходов (на него приходится лишь 2% доходов компании), влияния на итоговую выручку это не оказало.

Одной из основных статей затрат компании являются затраты на покупку электроэнергии в целях компенсации ее потерь при доставке потребителям. В 2011 г. потери составили 9,93 % от поступления электроэнергии в сети. На их компенсацию было затрачено порядка \$300 млн. По итогам года компания отразила чистую прибыль в размере \$188 млн, что на 12% больше \$168 млн, полученных в 2010 г. Показатель net margin компании остался без изменений на уровне 8%.

По итогам 2011 г. компания увеличила долговую нагрузку. Ее чистый долг вырос на 20% до \$577 млн с \$482 млн в конце 2010 г. Однако, ввиду пропорционального роста EBITDA, показатель соотношения чистого долга к EBITDA сохранился неизменным на достаточно комфортном уровне в 1,1x, позволяющем компании и в дальнейшем без особых проблем привлекать и использовать заемное финансирование на реализацию своей инвестиционной программы.

По итогам 2011 финансового года дивидендные выплаты по обыкновенным акциям составили \$14,4 млн, или 7,6% от чистой прибыли, полученной в отчетном периоде.

EBITDA margin дочерних компаний Холдинга МРСК в 1пг12\*, %



\*- показатели по МРСК Юга и МОЭСК рассчитаны согласно данным РСБУ, остальные - по МСФО

Источник: отчеты компании, расчеты Банка БФА

## Результаты работы в 1пг12

	\$ млн	1пг12	1пг11	Изм.
Выручка		1 116	1 230	-9%
EBITDA		300	308	-2%
EBITDA Margin		27%	25%	+2 п.п.
Чистая прибыль		113	134	-16%
Net Margin		10%	11%	-1 п.п.
Полезный отпуск э/э, млн кВтч		29 200	28 500	2,5%

Источник: данные компании, расчеты Банка БФА

По итогам деятельности в 1пг12 компания сократила выручку на 9% в долларовом выражении до \$1,12 млрд по сравнению с \$1,23 млрд за аналогичный период годом ранее. Снижение выручки было связано в первую очередь с ослаблением отечественной валюты, а также со снижением тарифов на электроэнергию, затронувшим практически все компании сетевого сегмента отрасли. Темпы снижения операционных затрат оказались ниже темпов снижения выручки в том числе и за счет увеличившихся на 7% объемов амортизационных отчислений в отчетном периоде. Совокупность данных факторов стала причиной снижения чистой прибыли компании в 1пг12 на 16% до \$113 млн по сравнению со \$134 млн за аналогичный период прошлого года. Рентабельность компании по EBITDA увеличилась на 2 п.п. с 25% до 27%, оказавшись значительно выше среднеотраслевого показателя, равного 19%. При этом стоит отметить, что среднеотраслевой показатель несколько “завышается” значениями EBITDA margin таких компаний, как МОЭСК и Ленэнерго, которые достигаются за счет высокой доли доходов от более рентабельных услуг по техприсоединению. По итогам полугодия компании удалось увеличить полезный отпуск электроэнергии на 2,5% до 29 200 млн кВтч с 28 500 млн кВтч годом ранее. Данная динамика была обусловлена увеличением отпуска электроэнергии крупным промышленным потребителям: ГОКам, машиностроительным заводам, а также предприятиям переработки сельскохозяйственной продукции Белгородской и Воронежской областей.

Весь электросетевой сегмент с конца 2011 г. находился под определенным давлением из-за сдерживания тарифов на передачу электроэнергии, что несколько негативно сказалось на финансовых показателях компаний, в том числе и МРСК Центра, даже несмотря на рост операционных показателей. Однако, начиная со 2пг12 тарифы на услуги компании начали постепенно восстанавливаться, что, по нашему мнению, позволит ей показать по итогам года финансовые результаты на уровне прошлогодних значений.

## РАВ-регулирование в компании

МРСК Центра одной из первых среди распределительных компаний перевела все свои филиалы на систему регулирования тарифов на основе РАВ. Данная система предусматривает расчет долгосрочных тарифов на передачу электроэнергии и их предельные уровни с учетом нормы доходности на инвестированный капитал. Тарифы рассчитываются ФСТ и региональными регуляторами на базе утвержденных инвестпрограмм компаний. В настоящий момент продолжается т.н. “перезагрузка” РАВ для отдельных филиалов компании, таких как Воронежэнерго и Липецкэнерго, которая должна завершиться 1 ноября 2012 г. Если они не будут удовлетворять критериям РАВ, их переведут на регулирование методом долгосрочной индексации выручки, ограничивающий объем CAPEX компании 12% необходимой валовой выручки. По данному методу сейчас работают Брянскэнерго и Тверьэнерго, переведенные на долгосрочную индексацию из-за необходимости снижения базы капитала ниже остаточной стоимости по бухгалтеру. В настоящий момент по большинству филиалов компании “перезагрузка” завершилась установлением роста тарифов в 2012-17 гг. в пределах 10%, “рекомендованных” государством.

## Ставка на приватизацию

Пока государство разбирается с условиями объединения Холдинга МРСК и ФСК ЕЭС, хорошим драйвером для роста курсовой стоимости акций распределительных компаний в конце года могут стать озвученные летом намерения Минэнерго, в лице его главы А.Новака, провести в 1кв13 “пилотную” приватизацию одной из дочерних структур Холдинга МРСК, соответствующей критериям “средней” компании в сетевом сегменте. На наш взгляд, МРСК Центра, как, впрочем, и МРСК Центра и Приволжья могут подходить на эту роль. Однако, учитывая специфику отечественного рынка акций, можно предположить, что перечисленные компании вполне могут стать локомотивами роста всего распределительного сегмента в случае, если сценарий со ставкой на приватизацию оправдается.

### Расчет WACC

#### Расчет стоимости обслуживания капитала

Безрисковая ставка	3,96%
Страновая бета	1,66
Бета эмитента	1,23
Премия за рыночный риск	4,39%
<b>Re</b>	<b>12,92%</b>

### Расчет WACC

Доля капитала	0,58
Стоимость обслуживания капитала	12,92%
Доля долга	0,42
Стоимость обслуживания долга	6,68%
<b>WACC</b>	<b>10,27%</b>

Источник: Bloomberg, расчеты Банка БФА

## Оценка методом DCF

Наша оценка стоимости компании основывалась на консервативном прогнозе изменения цен на передачу электроэнергии в 2012 г. и строилась с учетом операционных и финансовых результатов, продемонстрированных компаниями в 1пг12 по МСФО. Для целей прогноза будущих денежных потоков мы исходили из следующих предположений:

- учитывая, что регулирование тарифов на основе RAB в настоящий момент носит больше имиджевый для отрасли характер и не в полной мере соответствует экономической сути метода, мы закладываем прогнозный рост по регулируемым тарифам сетевых организаций в соответствии с прогнозами МЭР; на 2012 год изменений не ожидаем, на 2013-17 гг. среднегодовой рост тарифов на передачу электроэнергии прогнозируем на уровне 8,9%;

- рост полезного отпуска электроэнергии в 2012 г. составит 2%, на 2013-16 гг. мы закладываем равномерный рост на уровне 1,8% ежегодно согласно прогнозу АБПЭ по росту потребления электроэнергии в зоне “Центр”;

- инвестиционная программа компании на 2012-17 гг. до сих пор не утверждена и находится в статусе пересмотра, поэтому мы прогнозируем объем капитальных вложений на уровне 16 090 млн руб. в 2012 г., согласно скорректированному бизнес-плану, и 15 000 млн руб. ежегодно на период 2013-17 гг.;

- мы предполагаем, что компания будет направлять на дивиденды 10% от чистой прибыли ежегодно;

- долгосрочный рост денежного потока мы закладываем на уровне 2%.

### Расчет справедливой стоимости, \$ млн

РV совокупного денежного потока	352
Долгосрочный рост денежного потока	2%
Остаточная стоимость	2 645
РV остаточной стоимости	1 622
Стоимость компании (EV)	1 974
Чистый долг	-577
Оценка стоимости акционерного капитала	1 396
Количество обыкновенных акций, млн	42 218
<b>Справедливая стоимость акции, \$</b>	<b>0,033061</b>
<b>Справедливая стоимость акции, руб.</b>	<b>1,032837</b>
<b>Потенциал роста</b>	<b>64%</b>

Источник: Bloomberg, расчеты Банка БФА

## Приложения

## ПРОГНОЗНЫЙ БАЛАНС, \$ МЛН

	2011A	2012F	2013F	2014F	2015F	2016F
<b>Активы</b>						
Денежные средства и эквиваленты	82	205	386	606	859	1 144
Дебиторская задолженность	261	286	316	351	387	427
Запасы	45	50	55	61	68	75
Прочие оборотные активы	14	16	18	19	21	24
<b>Всего оборотные активы</b>	<b>403</b>	<b>556</b>	<b>775</b>	<b>1 038</b>	<b>1 335</b>	<b>1 669</b>
Основные средства	1 932	2 234	2 463	2 664	2 840	2 996
Нематериальные активы	29	29	29	29	29	29
Инвестиции и финансовые активы	17	23	26	29	32	35
Прочие внеоборотные активы	5	6	7	7	8	9
<b>Всего внеоборотные активы</b>	<b>1 983</b>	<b>2 292</b>	<b>2 524</b>	<b>2 729</b>	<b>2 909</b>	<b>3 069</b>
<b>Всего активы</b>	<b>2 386</b>	<b>2 849</b>	<b>3 300</b>	<b>3 767</b>	<b>4 245</b>	<b>4 738</b>
<b>Обязательства</b>						
Кредиты и займы	36	49	60	72	84	95
Торговая и проч. кредиторская задолж-ть	301	317	350	389	429	473
Обязательства по финансовой аренде	14	23	26	29	32	35
<b>Всего кр.-ср.обязательства</b>	<b>352</b>	<b>389</b>	<b>437</b>	<b>490</b>	<b>545</b>	<b>604</b>
Кредиты и займы	623	861	1 082	1 303	1 525	1 746
Торговая и проч. кредиторская задолж-ть	200	223	247	274	302	333
Обязательства по финансовой аренде	12	14	15	17	18	20
<b>Всего долг.-ср.обязательства</b>	<b>836</b>	<b>1 097</b>	<b>1 344</b>	<b>1 594</b>	<b>1 845</b>	<b>2 099</b>
<b>Всего обязательства</b>	<b>1 188</b>	<b>1 486</b>	<b>1 780</b>	<b>2 084</b>	<b>2 390</b>	<b>2 703</b>
<b>Собственный капитал</b>						
Акционерный капитал	131	131	131	131	131	131
Добавочный капитал	3	3	3	3	3	3
Нераспределенная прибыль	1 064	1 228	1 385	1 548	1 721	1 901
<b>Всего акционерный капитал</b>	<b>1 198</b>	<b>1 363</b>	<b>1 519</b>	<b>1 683</b>	<b>1 855</b>	<b>2 036</b>
<b>Всего обязательства и капитал</b>	<b>2 386</b>	<b>2 849</b>	<b>3 300</b>	<b>3 767</b>	<b>4 245</b>	<b>4 738</b>

Источник: Данные компании, расчеты Банка БФА

## ПРОГНОЗНЫЙ ОТЧЕТ О ПРИБЫЛЯХ И УБЫТКАХ, \$ МЛН

	2011A	2012F	2013F	2014F	2015F	2016F
Выручка	2 349	2 346	2 596	2 884	3 179	3 505
Операционные расходы	1 426	1 782	2 078	2 112	2 337	2 595
Прочие опер. доходы	32	62	50	50	50	50
<b>Операционная прибыль</b>	<b>304</b>	<b>297</b>	<b>310</b>	<b>338</b>	<b>368</b>	<b>400</b>
Амортизация	214	234	271	299	323	345
<b>ЕВИТДА</b>	<b>518</b>	<b>531</b>	<b>581</b>	<b>637</b>	<b>691</b>	<b>745</b>
Налог на прибыль	63	45	44	45	48	50
<b>Чистая прибыль</b>	<b>188</b>	<b>179</b>	<b>175</b>	<b>181</b>	<b>191</b>	<b>200</b>

Источник: Данные компании, расчеты Банка БФА

## ПРОГНОЗНЫЙ ОТЧЕТ О ДВИЖЕНИИ ДЕНЕЖНЫХ СРЕДСТВ, \$ МЛН

	2011A	2012F	2013F	2014F	2015F	2016F
Чистая прибыль		179	175	181	191	200
Амортизация материальных активов		234	271	299	323	345
Изменение оборотного капитала		-6	-1	-1	-1	-2
Изменение др. долгоср. активов		-7	-3	-4	-4	-4
Изменение др. долгоср. обязательств		24	25	29	30	33
<b>Операционный денежный поток</b>	<b>436</b>	<b>423</b>	<b>466</b>	<b>504</b>	<b>538</b>	<b>571</b>
Инвестиционный денежный поток						
CAPEX (покупка ОС)		-536	-500	-500	-500	-500
<b>Инвестиционный денежный поток</b>	<b>-529</b>	<b>-536</b>	<b>-500</b>	<b>-500</b>	<b>-500</b>	<b>-500</b>
Финансовый денежный поток						
Изменение в кредитах и займах		250	233	233	233	233
Дивиденды		-14	-18	-17	-18	-19
<b>Финансовый денежный поток</b>	<b>174</b>	<b>236</b>	<b>215</b>	<b>215</b>	<b>215</b>	<b>214</b>
<b>Чистый денежный поток</b>		<b>123</b>	<b>182</b>	<b>219</b>	<b>253</b>	<b>285</b>
<b>Денежные средства на начало года</b>		<b>82</b>	<b>205</b>	<b>386</b>	<b>606</b>	<b>859</b>
<b>Денежные средства на конец года</b>	<b>82</b>	<b>205</b>	<b>386</b>	<b>606</b>	<b>859</b>	<b>1 144</b>

Источник: Данные компании, расчеты Банка БФА

## МОДЕЛЬ DCF, \$ МЛН

	2012F	2013F	2014F	2015F	2016F
Чистая прибыль	179	175	181	191	200
Налог на прибыль	45	45	44	45	48
Расходы на выплату процентов	78	97	118	136	158
ЕБИТ	297	310	338	368	400
НОРАТ	237	248	271	294	320
(-)CAPEX	536	500	500	500	500
(+)Амортизация	234	271	299	323	345
(-)Изменение оборотного капитала	-6	-1	-1	-1	-2
<b>Свободный денежный поток (FCF)</b>	<b>-58</b>	<b>20</b>	<b>71</b>	<b>119</b>	<b>167</b>

Источник: Данные компании, расчеты Банка БФА

## АНАЛИЗ ЧУВСТВИТЕЛЬНОСТИ

		WACC				
		11,3%	10,8%	10,3%	9,8%	9,3%
Долгосрочный темп роста	2,6%	0,034153	0,035216	0,036309	0,037430	0,038582
	2,3%	0,032542	0,033569	0,034624	0,035707	0,036819
	2,0%	0,031049	0,032042	0,033061	0,034108	0,035184
	1,7%	0,029660	0,030621	0,031608	0,032622	0,033663
	1,4%	0,028365	0,029296	0,030253	0,031236	0,032245

Источник: Данные компании, расчеты Банка БФА

## GROWTH &amp; MARGIN RATIOS, \$

	2012F	2013F	2014F	2015F	2016F
Sales growth	0%	11%	11%	10%	10%
COGS growth	2%	11%	11%	10%	10%
EBITDA growth	3%	9%	10%	8%	8%
CFO growth	-3%	10%	8%	7%	6%
Net income growth	-5%	-2%	4%	5%	5%
EPS	0,0042	0,0041	0,0043	0,0045	0,0047
EBIT margin	13%	12%	12%	12%	11%
EBITDA margin	23%	22%	22%	22%	21%
Net income margin	8%	7%	6%	6%	6%

Источник: Данные компании, расчеты Банка БФА

## Инвестиционная компания БФА

197101, Санкт-Петербург,  
Петроградская наб., д. 36, лит. А, б/ц «Линкор»  
Тел.: +7 (812) 329 81 81 (основной)  
Факс: +7 (812) 329 81 80  
info@bfa.ru  
www.broker.bfa.ru

### Отдел брокерских операций

<b>Иванов Николай</b> Начальник отдела	доб. 1235 n.ivanov@bfa.ru
<b>Мишарев Андрей</b> заместитель начальника отдела	доб. 1199 a.misharev@bfa.ru

## Банк БФА

197101, Санкт-Петербург,  
Петроградская наб., д. 36, лит. А, б/ц «Линкор»  
Тел.: +7 (812) 458-54-54 (основной)  
Факс: +7 (812) 458-54-54  
mail@bfa.ru  
www.bank.bfa.ru

### Аналитический отдел

<b>Дёмин Денис</b> начальник отдела	доб. 1284 d.demin@bfa.ru
<b>Моисеев Алексей</b> заместитель начальника отдела	доб. 1286 a.moiseev@bfa.ru
<b>Куриленко Кирилл</b> ведущий аналитик	доб. 1280 k.kurilenko@bfa.ru
<b>Жданов Дмитрий</b> ведущий аналитик	доб. 1241 d.zhdanov@bfa.ru
<b>Новожилов Яков</b> аналитик	доб. 1222 j.novozhilov@bfa.ru
<b>Ониксимова Юлия</b> аналитик	доб. 1281 j.oniximova@bfa.ru
<b>Настыч Мария</b> специалист	доб. 1154 m.nastych@bfa.ru

## Клиентский отдел

client@bfa.ru  
прямой +7 (812) 329 81 73

<b>Лексина Елена</b> начальник отдела	доб. 1196 e.leksina@bfa.ru
<b>Щекина Елена</b> ведущий специалист	доб. 1174 e.schekina@bfa.ru
<b>Ермолина Анастасия</b> специалист	доб. 1173 a.ermolina@bfa.ru
<b>Дымникова Светлана</b> специалист	доб. 1073 s.dymnikova@bfa.ru
<b>Кросс Анна</b> специалист	доб. 1087 a.kross@bfa.ru

### Отдел продаж

прямой +7 (812) 326 93 61

<b>Кирко Константин</b> начальник отдела	доб. 1337 k.kirko@bfa.ru
---	-----------------------------

### Отдел рынков акций

прямой +7 (812) 329 81 92

<b>Каюмов Виталий</b> начальник отдела	доб. 1477 v.kaumov@bfa.ru
<b>Деордиев Александр</b> старший трейдер	доб. 1092 a.deordiev@bfa.ru
<b>Широков Станислав</b> трейдер	доб. 1053 s.shirokov@bfa.ru

### Отдел товарных рынков

прямой +7 (812) 329 81 98

<b>Народовый Роман</b> начальник отдела	доб. 1144 r.narodovyy@bfa.ru
<b>Казанцев Сергей</b> трейдер	доб. 1168 s.kazantsev@bfa.ru

Настоящий документ подготовлен аналитическим отделом ОАО «Банк БФА» и носит исключительно информационный характер. Все оценки и мнения, высказанные в отчете, представляют собой независимое суждение аналитиков на дату выхода отчета. Вознаграждение авторов отчета ни прямым, ни косвенным образом не увязано с представленными в отчете точками зрения. ОАО «Банк БФА» оставляет за собой право изменять высказанные оценки и мнения в любое время без предварительного уведомления. Информация, содержащаяся в отчете, получена из источников, признаваемых нами достоверными, однако не существует никаких гарантий, что указанная информация является полной и точной, и, соответственно, она не должна рассматриваться как полная и точная. Мы оставляем за собой право не обновлять информацию на основе новых данных либо полностью отказаться от ее освещения. ОАО «Банк БФА» и его сотрудники могут инвестировать, выступать маркет-мейкером или совершать иные сделки в качестве принципала с инвестиционными инструментами, упомянутыми в настоящем отчете. ОАО «Банк БФА» проводит внутреннюю политику, направленную на предотвращение потенциальных конфликтов интересов. ОАО «Банк БФА» и его сотрудники не несут ответственности за прямой или косвенный ущерб, наступивший в результате использования настоящей публикации или ее содержания.