

Россия / Акции



МРСК Центра

Рекомендация	Держать
Целевая цена:	0,354 руб.
Текущая цена:	0,338 руб.
Потенциал:	+5%

Ожидаем умеренного прогресса по дивидендам МРСК Центра

Основные показатели акций

Тикер	MRKC
ISIN	RU000A0JPPL8
Рыночная капитализация	14,2 млрд руб.
Кол-во обыкн. акций	42,2 млрд
Free float	34%

Мультипликаторы

P/E, LTM	5,8
P/E, 2018E	3,7
P/B, LFI	0,3
P/S, LTM	0,2
EV/EBITDA, LTM	2,9

Финансовые показатели, млрд. руб.

	2016	2017
Выручка	86,3	91,1
ЕБИТДА	17,9	18,8
Чистая прибыль акц.	4,7	3,0
Дивиденд, коп.	4,4	2,1

Финансовые коэффициенты

	2016	2017
Маржа ЕБИТДА	20,8%	20,6%
Чистая маржа	5,5%	3,3%
ROE	11,5%	6,8%
Долг/ собств. капитал	1,0	0,94



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 начинаем покрытие акций МРСК Центра и рекомендуем инвесторам «держать» бумаги MRKC с расчетом на умеренный прогресс по дивидендам и их довольно хорошую ожидаемую доходность, в среднем ~7,9% в следующие два года. Целевая цена на 12 месяцев 0,354 руб. предполагает потенциал роста 5%.

- Несмотря на снижение прибыли в 1К 2018, по итогам года мы ожидаем увеличение ЕБИТДА на 3% за счет повышения тарифов и сопоставимого полезного отпуска электроэнергии. Прибыль по прогнозам вырастет на 31% также благодаря снижению эффективной ставки налога.
- С этого года компания планирует наращивать капвложения. Это окажет давление на денежный поток и будет держать долговую нагрузку на высоком уровне. По нашим оценкам, чистый долг/ЕБИТДА останется в районе 2,0х в 2018-2019.
- Вместе с тем, правительство ориентирует госкомпанию на повышение выплат, и, по нашим оценкам, МРСК Центра может умеренно повышать дивидендные выплаты на фоне роста прибыли. Прогнозные дивиденды на 2018 и 2019 - 0,025 руб. (DY 7,4%) и 0,028 руб. (DY 8,4%).
- По нашим оценкам, по форвардным мультипликаторам акции МРСК Центра вполне адекватно оценены рынком.

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

Основные финансовые показатели

млн руб., если не указано иное	1К 2018	1К 2017	Изм., %
Выручка	25 444	24 298	4,7%
ЕБИТДА	5 973	6 561	-9,0%
Маржа ЕБИТДА	23,5%	27,0%	-3,5%
Операционная прибыль	3 483	4 194	-17,0%
Маржа опер. прибыли	13,7%	17,3%	-3,6%
Чистая прибыль акционеров	1 903	2 437	-21,9%
Чистая маржа	7,5%	10,0%	-2,5%
EPS, базов. и разводн., руб.	0,045	0,058	-22,4%
CFO	4 897	8 125	-39,7%
FCFF	2 676	6 159	-56,6%
	1К 2018	4К 2017	
Долг	38 961	41 481	-6,1%
Чистый долг	38 201	40 118	-4,8%
Чистый долг/ЕБИТДА	2,10	2,14	-0,04
Долг/ собств. капитал	0,85	0,94	-0,09
ROE	5,4%	6,8%	-1,5%

Источник: данные компании, расчеты ГК ФИНАМ

Прогноз финансовых показателей

млрд руб., если не указано иное	2 017	2018П	2019П
Выручка	91,1	96,1	100,0
ЕБИТДА	18,8	19,3	20,8
Рост, %	4,7%	2,9%	7,5%
Маржа ЕБИТДА	20,6%	20,1%	20,8%
Чистая прибыль акционеров	3,0	3,9	4,9
Рост, %	-36,9%	30,7%	25,1%
Чистая маржа	3,3%	4,1%	4,9%
CFO	14,3	13,7	15,0
CAPEX	12,3	13,0	14,8
FCFF	4,6	3,4	3,1
Чистый долг	40,3	41,2	40,0
Ч.долг/ЕБИТДА	2,14	2,09	1,98
Дивиденды	0,88	1,05	1,19
DPS, руб.	0,021	0,025	0,028
Рост, %	-53%	19%	14%
DY	5,9%	7,4%	8,4%

Источник: прогнозы ГК «ФИНАМ»

МРСК Центра отчиталась о снижении прибыли в 1К 2018 на 22% до 1,9 млрд руб. на фоне снижения производственных показателей и опережающего роста операционных расходов. Ниже приводим основные моменты отчетности:

- Полезный отпуск сократился на 14% г/г в основном вследствие отмены «последней мили» с 1 июля 2017.
- Выручка выросла на 4,7% до 25,4 млрд руб. Выручка от передачи электроэнергии повысилась в I квартале на 4,8% до 24,7 млрд руб. за счет повышения тарифов и увеличения сопоставимого отпуска э/э. Выручка от техприсоединения сократилась на 9,4%, продажа э/э и мощности выросла на 4,8%.
- Показатель ЕБИТДА составил около 6 млрд руб. (-9%), маржа сократилась до 23,5% (27,0%). Помимо снижения отпуска на прибыль негативно повлиял рост крупных статей расходов – покупки э/э для компенсации потерь на 26,4% г/г на фоне роста цен на энергию на оптовом рынке и изменения отражения потерь в отчетности, амортизации на 5,2%, а также расходов услуги по передаче э/э на 6,2%. Всего показатель ОРЕХ вырос в 1К 2018 на 9,6%.
- Чистая прибыль акционеров составила 1,9 млрд руб. (-22%). Операционный денежный поток сократился на 40% до 4,9 млрд руб.
- Чистый долг с начала года снизился на 5% до 38,2 млрд руб. или 2,10х ЕБИТДА.

Несмотря на снижение прибыли в I квартале, по итогам года мы ожидаем увеличения доходов за счет повышения тарифов на передачу электроэнергии и сопоставимого отпуска. ЕБИТДА по прогнозам будет выше на 2,9% и составит 19,3 млрд руб. Чистая прибыль повысится на 31% до 3,9 млрд руб. Эффект роста будет в основном достигнут благодаря снижению налога на прибыль (эффективная ставка налога в 2017 составила 44%, ~30% в 2018 г., по нашим прогнозам).

Инвестиционная программа держит потоки в напряжении. План капзатрат МРСК Центра предполагает увеличение инвестиционной программы с этого года. Капвложения будут оставаться на высоком уровне и «закроют» практически весь операционный денежный поток в 2018-2019 гг. FCFF по нашим оценкам снизится на 26% и 10% в 2018 и 2019 годах.



Источник: прогнозы ГК «ФИНАМ»

Высокий CAPEX также не позволит существенно сократить долг. Чистый долг/EBITDA колеблется в районе 2,1-2,8х EBITDA в последние несколько лет, и на волне CAPEX кредитный показатель останется в районе 2,0х в 2018-2019.

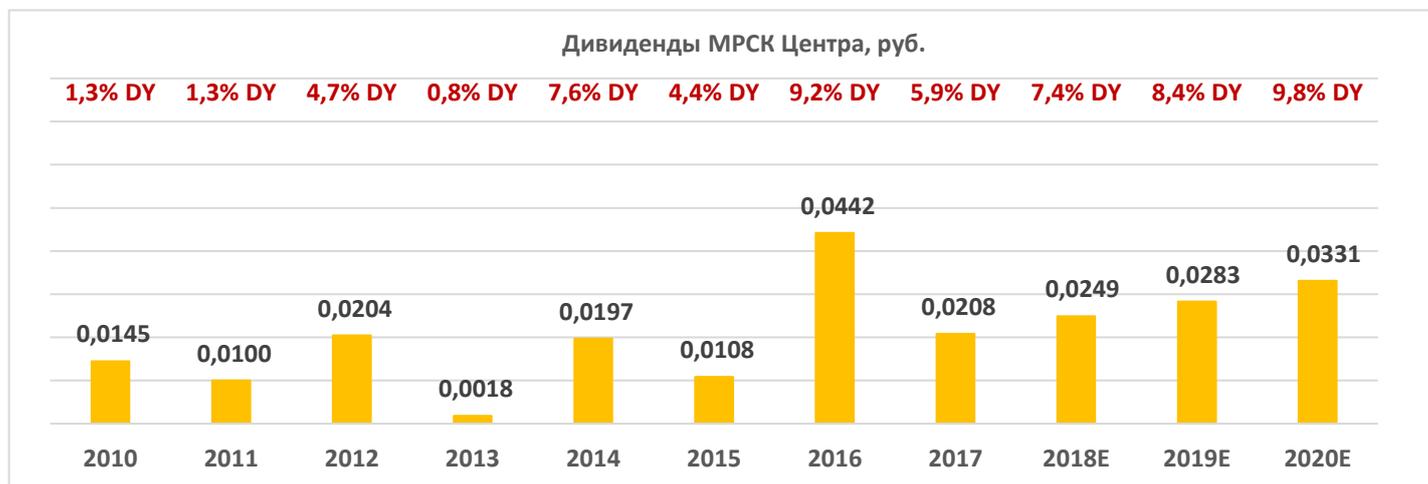
Вместе с тем, мы полагаем, что увеличение капвложений в этом году не должно сильно повлиять на дивидендные выплаты. Правительство продолжает ориентировать госкомпании на повышение выплат, по итогам года ожидается рост прибыли на 31%, и в следующем сезоне, как мы полагаем, по дивидендам будет найден компромисс. По нашим оценкам, с ростом чистой прибыли дивидендный платеж может быть увеличен на 19% или суммарно на 0,17 млрд руб., до 1,05 млрд руб., и это повышение мало повлияет на кредитные метрики МРСК Центра.

В перспективе при более сбалансированных капитальных инвестициях дивидендная история МРСК Центра может стать намного интереснее. Когда компания начнет погашать долг, финансовые расходы, на которые сейчас уходит около 4-4,5% выручки, будут сокращаться, и прибыль будет выше. Хотя, конечно, по нашей модели этот момент наступит еще нескоро - снижение ч.долга/EBITDA ниже 1,5х произойдет в 2022, ниже 1,0х - в 2024.

Дивиденды

В этом году компания приняла новую дивидендную политику, типовую для «дочек» Россетей. 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 итогам 2016 и 2017 гг. компания выплатила 39% и 29% прибыли по МСФО с доходностью на дату закрытия реестра 9,2% и 5,9% соответственно. По итогам 2018 года дивиденд на акцию, по нашим оценкам, будет выше на 19% за счет роста прибыли и составит 0,249 руб. исходя из распределения 27% прибыли по МСФО. Ожидаемая дивидендная доходность 7,4%.



Источник: данные компании, прогнозы «ГК ФИНАМ»

Оценка

При оценке мы ориентировались на российские сетевые компании-аналоги из-за общих регулятивных и экономических факторов, а также среднюю собственную дивидендную доходность MRKC 7,6% за последние 2 года, когда правительство стало ориентировать госкомпании на повышение выплат.

По форвардным мультипликаторам акции МРСК Центра торгуются с умеренным дисконтом (~6%) по отношению к аналогам. Оценка по собственной дивидендной доходности и дивидендным платежам за 2018-2019 годы дает равновесную цену акций в среднем ~0,35 руб.

Агрегированная оценка предполагает целевую цену 0,354 руб., что транслирует потенциал роста 5% в перспективе 12 месяцев. Мы рекомендуем «держаться» акции МРСК Центра с расчетом на повышение дивидендных выплат и их довольно хорошую доходность, в среднем 7,9% в следующие 2 года.

Ключевой риск для рекомендации – это распределение большей доли прибыли на инвестиционную программу и рост операционных расходов сильнее ожиданий.

Название компании	EV / EBITDA, 2018E	EV / EBITDA, 2019E	P/D, 2018E
МРСК Центра	2,8	2,6	13,6
Медиана по аналогам	2,8	2,5	18,3

Источник: Thomson Reuters, расчеты ГК ФИНАМ

Техническая картина

Акции MRKC скорректировались в цене на 40% меньше чем за год. Сейчас котировки консолидируются в районе 200-дневной простой скользящей средней и линии долгосрочной поддержки 0,33. При сломя наклонной линии - понижательного тренда, откроется возможность роста до 0,40.



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 максимальной 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.