

Россия / Акции



МРСК Центра

Рекомендация	Покупать
Целевая цена	0,35 руб.
Текущая цена	0,26 руб.
Потенциал	35%

МРСК Центра — недооцененный дивидендный вариант

Основные показатели акций

Тикер	MRKC
ISIN	RU000A0JPPL8
Рыночная капитализация	11 млрд руб.
Кол-во обыкн. акций	42,2 млрд
Free float	34%

Мультипликаторы

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

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 подтверждаем рекомендацию «Покупать» по акциям МРСК Центра и повышаем целевую цену с 0,27 до 0,35 руб. на 12 мес. на фоне улучшения операционной рентабельности в сезонно сильном 1-м квартале и ожиданий повышения дивидендов. Потенциальная доходность — 35%.

- Прибыль акционеров выросла в 1К 2020 на 46%, до 2,1 млрд руб., EBITDA — на 11%, до 6,2 млрд руб. Прибыль по итогам года может составить 3,3 млрд руб. (+7% г/г).
- Планы Россетей относительно повышения нормы выплат до 75% прибыли по РСБУ открывают возможность для увеличения выплат со стороны прибыльных «дочек». Мы ожидаем умеренное повышение DPS 2020 на 14%, до 0,023 руб. Текущая доходность 9% выглядит интересно при низких процентных ставках и уменьшении пула дивидендных акций на рынке.
- Сектор электроэнергетики менее уязвим к кризису, и акции МРСК можно считать защитным активом при стабильных дивидендах и нетребовательных мультипликаторах.
- Дисконт по мультипликаторам по отношению к российским сетевым аналогам оцениваем в среднем в 55%.

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

- **Отчет МРСК по МСФО за 1К 2020 отразил рост показателей прибыли на фоне улучшения операционной рентабельности.** Прибыль акционеров выросла на 46%, до 2,1 млрд руб., EBITDA — на 11%, до 6,2 млрд руб. Положительный эффект оказали снижение потерь, уменьшение операционных затрат и роспуск резервов. По части операционных расходов существенная экономия достигнута по статьям оплаты потерь и передачи электроэнергии.
- **Выручка от передачи электроэнергии повысилась на 0,4%** на фоне индексации тарифа, консолидации ВГЭС и снижения показателей отпуска на фоне теплой погоды и снижения энергопотребления на фоне антивирусных мер.
- **Чистый долг снизился на 4% к/к, до 43,2 млрд руб.**, или 2,21x EBITDA. Компания рефинансировала кредитный портфель, что позволило сэкономить на финансовых расходах около 100 млн руб.
- **Прогноз по прибыли 2020П по МСФО 3,3 млрд руб. (+7% г/г).** Снижение энергопотребления из-за аномально теплой зимы и антивирусных мер может быть компенсировано сокращением потерь, консолидацией ВГЭС, улучшением по крупным расходам (передача и покупная энергия), рефинансированием кредитного портфеля и нерегулярными статьями. Инвестпрограмма, скорее всего, будет скорректирована из-за ослабления операционных показателей. 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	1К 2020	1К 2019	Изм., %	12м 2019	12м 2018	Изм., %
Выручка	25 294	25 110	0,7%	94 642	93 935	0,8%
EBITDA	6 183	5 569	11,0%	18 966	17 285	9,7%
Маржа EBITDA	24,4%	22,2%	2,3%	20,0%	18,4%	1,6%
Чистая прибыль акционеров	2 140	1 470	45,6%	3 082	2 935	5,0%
CFO	-	-	-	11 946	14 437	-17,3%
FCFF	-	-	-	1 504	4 021	-62,6%
FCFF после процентов	-	-	-	-1 341	1 339	NA
	1К 2020	4К 2019	4К 2018	Изм., к/к		
Чистый долг	43 243	44 976	39 603	-3,9%		
Чистый долг / EBITDA	2,21	2,37	2,29			

Источник: данные компании, расчеты ГК «ФИНАМ»

Прогноз по ключевым финансовым показателям

Показатель, млрд руб., если не указано иное	2016	2017	2018	2019	2020П
Выручка	86,3	91,1	93,9	94,6	95,3
ЕБИТДА	17,9	18,6	17,3	19,0	18,5
Маржа ЕБИТДА	20,8%	20,4%	18,4%	20,0%	19,4%
Чистая прибыль акц.	4,7	2,8	2,9	3,1	3,3
СFO	14,7	14,3	14,4	11,9	14,2
CAPEX	13,1	12,3	13,1	13,3	12,3
FCFF	5,3	5,5	4,0	1,5	3,7
Чистый долг	40,7	40,1	39,6	45,0	44,0
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	1,0
DPS, руб.	0,044	0,021	0,021	0,020	0,023

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.

Планы Россетей относительно повышения нормы выплат до 75% прибыли по РСБУ открывают возможность для увеличения выплат со стороны прибыльных «дочек». Мы ожидаем умеренного повышения DPS 2020 на 14%, до 0,023 руб. (964 млн руб. при выплате 28% прибыли по МСФО). Финансовый план подразумевает выплату 967 млн руб. Текущая доходность 9% выглядит интересно при низких процентных ставках и уменьшении пула дивидендных акций на рынке.



Источник: данные компании, прогнозы ГК «ФИНАМ»

Оценка

Мы подтверждаем рекомендацию «Покупать» акции МРСК и повышаем целевую цену на 12 мес. с 0,27 до 0,35 руб. на фоне улучшения операционной рентабельности в сезонно сильном 1-м квартале и ожиданий повышения дивидендов, которые могут принести инвесторам доходность 9% на фоне низких процентных

ставок. Потенциал мы оцениваем в 35%. Кроме того, сектор электроэнергетики менее уязвим к кризису, и акции МРСК можно считать защитным активом при стабильных дивидендах и нетребовательных мультипликаторах.

По мультипликаторам акции МРСК оцениваются с дисконтом в среднем 55% с целевой ценой 0,40 руб. Анализ стоимости по собственной дивидендной доходности подразумевает целевую цену 0,29 руб. при прогнозируемой дивиденде за 2020 год 0,023 руб. и целевой доходности 8%. Оценка по собственным историческим мультипликаторам P/E LTM (4,6x), P/E 1Y (4,0x), EV/EBITDA 1Y (3,1x) и EV/EBITDA 1Y (3,0x) предполагает таргет 0,35 руб. Агрегированная целевая цена — 0,35 руб.

Название компании	P/E LTM	P/E 2020E	EV/EBITDA LTM	EV/EBITDA 2020E
МРСК Центра	2,9	3,3	2,8	2,9
ФСК ЕЭС	2,9	3,0	3,0	3,0
МОЭСК	7,0	6,5	4,0	3,8
МРСК Сибири	23,8	NA	2,9	7,5
МРСК Центра и Приволжья	2,8	2,7	9,5	2,3
МРСК Волги	3,7	4,6	1,9	2,3
Ленэнерго ао	6,4	5,8	3,0	2,8
МРСК Урала	6,4	16,8	2,9	3,7
МРСК Северо-Запада	5,4	NA	2,9	3,4
МРСК Юга	NA	NA	33,0	5,9
МРСК Сев. Кавказа	NA	NA	NA	NA
Кубаньэнерго	8,0	NA	5,2	7,7
ТРК	5,3	13,3	3,6	1,6
Медиана	5,4	5,2	3,0	3,2

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

Техническая картина

Котировки консолидируются около ключевого уровня поддержки 0,26. При пробитии линии нисходящего тренда акции могут реализовать потенциал разворотной фигуры клин. В этом случае целью в перспективе года будет выступать диапазон 0,32–0,35.



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.