

МРСК

Тарифам RAB дан зеленый свет

- Правительство считает тарифы RAB единственным возможным решением.** По сообщению агентства Интерфакс со ссылкой на заявление министра энергетики С. Шматко, российское правительство рекомендует администрациям регионов в 2010 г. перевести электросетевые компании на новую методику расчета тарифов, основанную на норме доходности. По заявлению г-на Шматко: «Принцип такой: правительство у нас консолидировано во мнении, что такой переход [на новую систему тарифообразования] необходим, а сроки перевода еще должны быть обсуждены вместе с регионами». На наш взгляд, комментарии г-на Шматко дают четкий сигнал о том, что МРСК начнут переходить на новую методику в следующем году, принимая во внимание перспективы существенного роста рентабельности и, как мы полагаем, рыночной стоимости.
- Губернаторы уже поддержали инициативу.** На наш взгляд, теперь руководство МРСК может завершить переговоры с губернаторами регионов и мэрами относительно оценки первоначальной регулируемой базы активов и точных дат перехода на новую методику тарифообразования. Исходя из результатов наших бесед с представителями МРСК Холдинга и членами руководства МРСК, мы пришли к выводу, что большая часть договоренностей уже достигнута, и администрации регионов признают, что обеспечение бесперебойного и надежного электроснабжения неизбежно приведет к росту тарифов для потребителей. Оставалось только назначить даты перехода на тарифы RAB. В некоторых регионах, которые особенно пострадали от финансового кризиса, введение новой методики будет отложено до 2011 г.; однако для большинства субъектов РФ новый стимул со стороны государства фактически означает начало перехода на тарифы RAB в следующем году, хотя, как мы полагаем, выход на максимально разрешенный уровень – 12% нормы прибыли после налогообложения – будет постепенным.
- Стоимость компаний существенно ниже вероятной стоимости первоначальной регулируемой базы активов (iRAB).** В последние недели котировки акций МРСК Холдинга и некоторых МРСК демонстрировали значительный рост. Тем не менее, с точки зрения оценки на километр сетей большинство компаний могут похвастаться значительным потенциалом роста стоимости до справедливых уровней. Прежний прогноз относительно возможного уровня стоимости iRAB для распределительных компаний предполагал средний показатель в размере USD9 000/км сетей, однако, по нашим сведениям, независимые оценщики в настоящее время предоставляют оценки стоимости iRAB в USD20 000/км сетей. Как следует из приведенной ниже таблицы по сектору, акции ряда МРСК в настоящее время торгуются на уровне менее USD3 500/км сетей, тогда как распределительные компании во всем мире, как правило, оцениваются с премией к первоначальной стоимости капитала. С этой точки зрения бумаги МРСК обладают чрезвычайно большим потенциалом роста.

Основные данные

Рын. кап. по сектору, USD млн	5 437
Теор. рын. кап., USD млн	19 525
Доля в MSCI, %	0%
Индекс РК, максимум	6 853
Индекс РК, минимум	1 968
Средний по сектору P/E	10.1
Средний по сектору P/S	0.4
Средний по сектору EV/EBITDA	3.3
Средний по сектору P/B	0.6

Оценка стоимости распределительных компаний

Тикер	Компания	Текущая цена, USD	EV/Протяженность сети, USD/км	Теор. цена, USD	Рекомендация	Потенциал роста	Рын. кап., USD млн	iRAB, оценка ФСК, USD млн
MRKP	МРСК Центра и Приволжья	0.0055	3 579	0.0307	Покупка	424%	621	2 257
MRKV	МРСК Волги	0.0033	3 289	0.012	Покупка	253%	590	2 155
MRKC	МРСК Центра	0.0233	3 498	0.0747	Покупка	215%	994	2 921
LSNG	Ленэнерго	0.6721	16 901	0.3956	Продажа	-42%	623	4 119
MRKZ	МРСК Северо-Запада	0.0051	3 551	0.016	Покупка	207%	486	1 566
MRKS	МРСК Сибири	0.0062	2 538	0.0285	Покупка	353%	553	2 055
MRKU	МРСК Урала	0.0063	7 829	0.0233	Покупка	262%	552	3 078
MRKH	МРСК Холдинг	0.083	3 306	0.17	Покупка	108%	3 448	15 111

Источник: оценка Ренессанс Капитала

Рисунок 1. Динамика акций – 52 недели

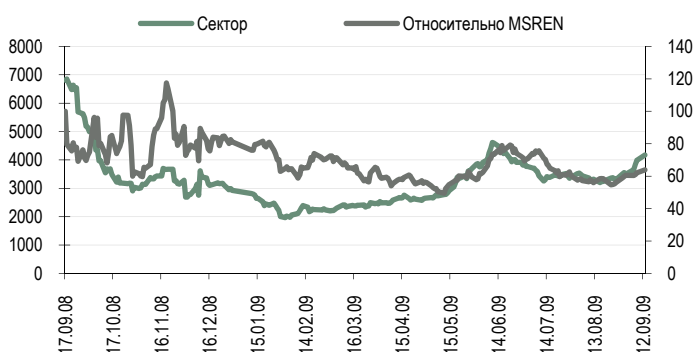
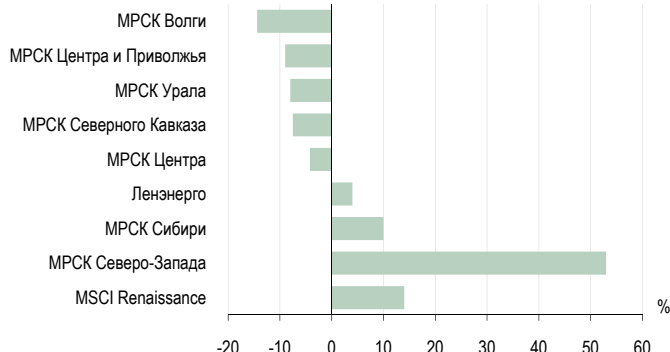


Рисунок 2. Динамика сектора – три месяца



Раскрытие информации

Подтверждение аналитиков и отказ от ответственности

Настоящий отчет подготовлен аналитиком (ами), чье имя (чьи имена) указано (ы) на титульном листе настоящего отчета с целью предоставления справочной информации о компании или компаниях (собираательно «Компания») и ценных бумаг, являющихся предметами настоящего отчета. Каждый аналитик подтверждает, что все позиции, изложенные в настоящем отчете в отношении какой-либо ценной бумаги или эмитента, точно отражают личные взгляды этого аналитика касательно любого анализируемого эмитента/ценной бумаги.

Любые рекомендации или мнения, представленные в настоящем отчете, являются суждением на момент публикации настоящего отчета. Настоящий отчет был подготовлен независимо от Компании, и любые рекомендации и мнения, представленные в настоящем отчете, отражают исключительно точку зрения аналитика. При всей осторожности, соблюдаемой для обеспечения точности изложенных фактов, справедливости и корректности представленных рекомендаций и мнений, ни один из аналитиков, Компания, ее директора и сотрудники не устанавливали подлинность содержания настоящего отчета и, соответственно, ни один из аналитиков, Компания, ее директора и сотрудники не несут какой-либо ответственности за содержание настоящего отчета, в связи с чем информация, представленная в настоящем отчете, не может считаться точной, справедливой и полной.

Ни одно лицо не несет какой-либо ответственности за какие-либо потери, возникшие в результате какого-либо использования настоящего отчета или его содержания, либо возникшие в какой-либо связи с настоящим отчетом. Каждый аналитик и/или связанные с ними лица мог предпринять действия в соответствии либо использовать информацию, содержащуюся в настоящем отчете, а также результаты аналитической работы, на основании которых составлен настоящий отчет, до его публикации. Информация, представленная в настоящем документе, не может служить основанием для принятия инвестиционных решений любым его получателем или иным лицом в отношении ценных бумаг Компании. Настоящий отчет не является оценкой стоимости бизнеса Компании, ее активов либо ценных бумаг для целей, предусмотренных законодательством Российской Федерации и иных стран СНГ в сфере деятельности по оценке стоимости.

Каждый аналитик подтверждает, что никакая часть полученного вознаграждения не была, не является и не будет связана прямо или косвенно с определенной рекомендацией (ями) или мнением (ями), представленными в данном отчете. Вознаграждение аналитикам определяется в зависимости от деятельности и услуг, направленных на обеспечение выгоды инвесторам, являющимся клиентами Renaissance Securities (Cyprus) Limited, RenCap Securities, Inc., Renaissance Capital Limited, а также дочерних компаний («Фирма»). Как и все сотрудники Фирмы, аналитики получают вознаграждение в зависимости от рентабельности деятельности Фирмы, которая включает выручку от ведения прочих видов деятельности подразделениями Фирмы.

Каждый аналитик, аффилированные компании либо иные лица являются или могут являться членами группы андеррайтеров в отношении предлагаемых к продаже ценных бумаг Компании. Каждый аналитик имеет право в будущем участвовать в публичном выпуске ценных бумаг Компании.

Рекомендации аналитического департамента РК

Диапазон инвестиционных рейтингов аналитического отдела РК		
Покупка	131	37%
Держать	55	15%
Продажа	15	4%
UR	24	7%
NR	131	37%
	356	

Диапазон инвестиционных рейтингов по электроэнергетическим компаниям		
Покупка	13	41%
Держать	1	3%
Продажа	3	9%
UR	0	0%
NR	15	47%
	32	

Рекомендации по компаниям, являющимся клиентами инвестиционно-банковского департамента*

Диапазон инвестиционных рейтингов аналитического отдела РК		
Покупка	6	50%
Держать	2	17%
Продажа	1	8%
UR	2	17%
NR	1	8%
	12	

Диапазон инвестиционных рейтингов по электроэнергетическим компаниям		
Покупка	0	0%
Держать	0	0%
Продажа	0	0%
UR	0	0%
NR	0	0%
	0	

* Компании, от которых Ренессанс Капитал получил вознаграждение за последние 12 месяцев.

Инвестиционный рейтинг

Инвестиционная рекомендация представляет прогноз Ренессанс Капитала по совокупной доходности (прогнозное повышение стоимости и дивидендная доходность на следующие 12 месяцев, если в отчете прямо не указано иное).

Инвестиционные рекомендации могут быть: Покупка (ожидаемая совокупная доходность 15% и более); Держать (ожидаемая совокупная доходность 0-15%); Продажа (отрицательная ожидаемая совокупная доходность). В отдельных случаях стандартные диапазоны доходности не применимы к ценным бумагам эмитентов, представляющих развивающиеся рынки, и рекомендации могут быть присвоены на основании суждения аналитика о ценных бумагах.

Инвестиционные рекомендации присваиваются в момент начала аналитического освещения деятельности эмитента долевых ценных бумаг либо в момент изменения теоретической цены по тем или иным долевым ценным бумагам эмитента. За исключением указанных случаев ожидаемая совокупная доходность может в результате изменения курсовой стоимости выходить за рамки диапазонов, актуальных в момент присвоения рекомендации и предусмотренных соответствующей рекомендацией. Такие временные отклонения допустимы, но подлежат рассмотрению руководством Аналитического управления. Может возникнуть необходимость временно присвоить рейтинг «рекомендация пересматривается», и в этот период ранее присвоенная рекомендация может не отражать актуальное суждение аналитиков.

Применительно к эмитентам, в отношении которых Ренессанс Капитал не выразил прямо намерение освещать деятельность на регулярной основе, в целях информирования аналитики могут подготовить отчеты, освещающие значимые события или содержащие информацию общего характера, без присвоения инвестиционной рекомендации.

Решение о покупке или продаже ценных бумаг должно основываться на собственных инвестиционных целях инвестора и должно приниматься после оценки ожидаемого изменения стоимости ценных бумаг и риска.

Ренессанс Капитал

Ренессанс Капитал

123317, Москва
Пресненская набережная, 10
Тел.: + 7 (495) 258 7777
Факс: + 7 (495) 258 7778
www.rencap.com

Аналитическое управление

**Руководитель аналитического
управления**
Роланд Нэш
+ 7 (495) 258 7916
RNash@rencap.com

Начальник отдела анализа акций
Александр Бурганский
+ 7 (495) 258 7904
ABurgansky@rencap.com

**Начальник отдела макроэкономики
и анализа долговых обязательств**
Алексей Моисеев
+ 7 (495) 258 7946
AMoisseev@rencap.com

Рынок акций – Россия
Наталья Загвоздина
+ 7 (495) 258 7753
NZagvozdina@rencap.com

Стратегия на рынке акций
+ 7 (495) 258 7916
Роланд Нэш
RNash@rencap.com
Томас Манди
Oванес Оганисян

Банковский сектор
+ 7 (495) 258 7748
Дэвид Нангл
DNangle@rencap.com
Милена Иванова-Вентурини

Медиа и ИТ, сектор недвижимости
+ 7 (495) 258 4350
Дэвид Фергусон
DFerguson@rencap.com

Металлургия
+ 7 (495) 258 7743
Роб Эдвардс
REdwards@rencap.com
Борис Красноженов

Нефть и газ
+ 7 (495) 258 7904
Александр Бурганский
ABurgansky@rencap.com
Ирина Елиневская

**Потребительский сектор
и сельское хозяйство**
+ 7 (495) 258 7753
Наталья Загвоздина
NZagvozdina@rencap.com
Ульяна Тилсина

Телекоммуникации и транспорт
+ 7 (495) 258 7902
Александр Казбеги
AKazbegi@rencap.com
Иван Ким

Химия и машиностроение
+ 7 (495) 783 5653
Марина Алексеенкова
MAlexeenkova@rencap.com

Электротехника
+ 44 (20) 7367 7793
Дерек Уивинг
DWeaving@rencap.com
Владимир Склад

**Макроэкономика и рынок
долговых обязательств**
+ 7 (495) 258 7946
Алексей Моисеев
AMoisseev@rencap.com
Николай Подгузов
Петр Гришин
Максим Раскоснов
Андрей Марков
Антон Никитин

Рынок Средней Азии
+ 7 (727) 244 1544
Милена Иванова-Вентурини

Рынок Украины
+ 38 (044) 492 7383
Анастасия Головач

**Редакционно-издательский отдел,
выпуск на английском языке**
+ 7 (495) 258 7785
Александра Волдман
AWaldman@rencap.com
Патриция Сомервиль
Мичико Фокс
Марк Портер
Иван Алешин

**Редакционно-издательский отдел,
выпуск на русском языке**
+ 7 (495) 258 7770 x4001
Екатерина Малахова
EMalakhova@rencap.com
Станислав Захаров
Мария Дунаева
Анна Ковтун

Административная поддержка
+ 7 (495) 725 5216
Юлия Полова
Екатерина Лизунова

© 2009 ООО «Ренессанс Капитал – Финансовый Консультант» (далее «РК»). Все права защищены. Настоящая публикация носит исключительно информационный характер и не является предложением о продаже или попыткой со стороны РК купить или продать какие-либо ценные бумаги, на которые в публикации может содержаться ссылка, или предоставить какие-либо инвестиционные рекомендации или услуги. Такие предложения могут быть сделаны исключительно в соответствии с применимым законодательством. Прошлая доходность не является показателем доходности инвестиций в будущем. Настоящая публикация основана на информации, которую мы считаем надежной, однако мы не утверждаем, что все приведенные сведения абсолютно точны. Мы не несем ответственности за использование клиентами информации, содержащейся в настоящей публикации, а также за операции с ценными бумагами, упоминающимися в ней. Мы не берем на себя обязательство регулярно обновлять информацию, которая содержится в настоящей публикации или исправлять возможные неточности. РК и его аффилированные лица, директора, партнеры и сотрудники, в том числе лица, участвующие в подготовке и выпуске этого материала, имеют право покупать и продавать упоминающиеся в материале ценные бумаги и производные инструменты от них. На ценные бумаги номинированные в иностранной валюте могут оказывать влияние обменные курсы валют, изменение которых может вызвать снижение стоимости инвестиций в эти активы. Инвесторы в Американские депозитарные расписки также подвергаются риску изменения обменного курса валют. Инвестирование в российские ценные бумаги несет значительный риск, и инвесторы должны проводить собственное исследование надежности эмитентов.