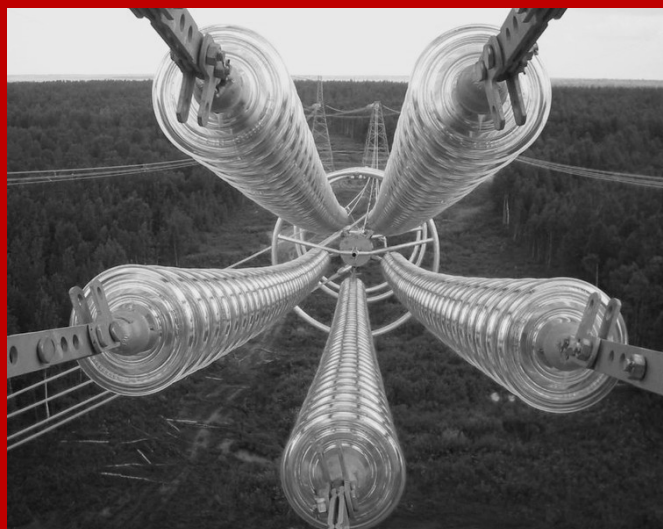




Электросетевые компании



МРСК – акции с фиксированной доходностью

Введение

В 2008 г. в результате реформирования электроэнергетики российские инвесторы получили новые инструменты для вложения – акции сетевых компаний МРСК. Как и компании генерации, сетевой сегмент в настоящее время переживает ряд преобразований, ключевым из которых является переход на новый принцип тарифообразования, основанный на принципе возврата инвестированного капитала (RAB).

Новое регулирование предполагает, что тарифы рассчитываются исходя из двух основных параметров: размера инвестированного капитала и нормы доходности на капитал. Предполагается, что переход на прозрачные и ясные принципы регулирования позволит сделать работу сетевой компании более предсказуемой и стабильной. Согласно RAB, чистая прибыль компании зависит не от текущей деятельности компании или спроса на энергию, а от размера инвестированного капитала.

Успешный переход на RAB-регулирование способен приблизить акции сетевых компаний по своей сути к инструментам с фиксированной доходностью. Более того, доходность сетевых компаний будет гарантироваться государством. Предлагаемая сейчас Правительством норма доходности инвестиционного капитала для сетевых компаний составляет 6 % в первый год регулирования, 9 % во второй и 12 % в третий и последующие годы.

В свете перехода на новое регулирование ключевым параметром оценки стоимости компаний является первоначальная база капитала iRAB, оценкой которой в настоящее время занимается Холдинг МРСК. В качестве базы iRAB мы использовали данные самих компаний, а в случае их отсутствия оценка проводилась исходя из наименьшего коэффициента переоценки, озвученного ранее руководством Холдинга МРСК.

Оценка стоимости акций Холдинга МРСК, как и любого холдинга, производилась по сумме составных частей. Метод дисконтирования денежных потоков DCF нами применялся лишь для оценки акций ФСК, на фоне остальных сетевых компаний перегруженной инвестиционной программой и уже имеющей новые параметры RAB.

С данным обзором мы начинаем покрытие акций сетевых компаний, выставляя целевые уровни цены на конец 2010 г.

	Текущая цена, \$	Целевая цена, \$	Потенциал, %	Рекомендация	Текущий EV/RAB	Целевой EV/RAB
ФСК ЕЭС	0.011	0.02	80	Покупать	0.38	0.55
Холдинг МРСК	0.12	0.17	46	Покупать	0.32	0.35
МОЭСК	0.04	0.055	38	Покупать	0.39	0.48
Ленэнерго	0.86	1.1	25	Держать	0.39	0.43
МРСК Центра	0.024	0.023	-3	Продавать	0.43	0.42
МРСК СК	2.76	5.44	97	Покупать	0.12	0.20
МРСК ЦП	0.0058	0.0088	53	Покупать	0.32	0.44
МРСК Сибири	0.0080	0.0087	8	Держать	0.42	0.44
МРСК Урала	0.008	0.010	28	Держать	0.36	0.44
МРСК Волги	0.0034	0.0061	81	Покупать	0.27	0.45
МРСК Юга	0.0061	0.0073	20	Держать	0.34	0.37
МРСК СЗ	0.0069	0.011	60	Покупать	0.29	0.44

Содержание

Сетевой комплекс России.....	4
Создание сектора.....	4
Операционная деятельность	5
Инвестпрограмма	6
Сетевые компании на рынке акций	7
Ценообразование на услуги сетей	9
Тарифы.....	9
РАВ-регулирование.....	10
Параметры нового регулирования	10
Оценка сетевых компаний	12
Первоначальная база капитала iRAB	12
Норма доходности и WACC	13
Оценка МРСК.....	13
Оценка Холдинга МРСК	14
Оценка ФСК.....	14
Чувствительность стоимости МРСК.....	14
Основные риски отрасли.....	15
ФСК ЕЭС	16
Холдинг МРСК.....	20
МОЭСК.....	21
Ленэнерго	23
МРСК Центра.....	25
МРСК Центра и Приволжья.....	27
МРСК Сибири	29
МРСК Урала	31
МРСК Волги.....	33
МРСК Юга	35
МРСК Северо-Запада	37
МРСК Северного Кавказа	39

Сетевой комплекс России

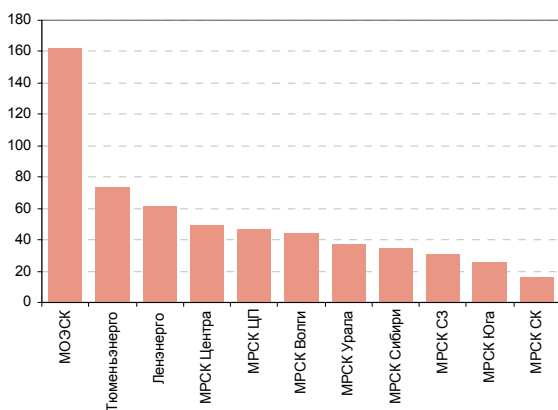
Создание сектора

Передача электроэнергии в России законодательно отделена от генерации, и эти функции запрещено совмещать на единой территории обслуживания. После разделения вертикально интегрированных компаний по виду деятельности сетевые компании перестали участвовать в рынке электроэнергии (за исключением закупок энергии для компенсации потерь) и, таким образом, практически не зависят от динамики цены на топливо. Большая территория Российской Федерации диктует необходимость большой протяженности линий электропередач: протяженность магистральных сетей высокого напряжения составляет более 200 тыс. км, длина распределительных сетей низкого напряжения – свыше 2 млн км.

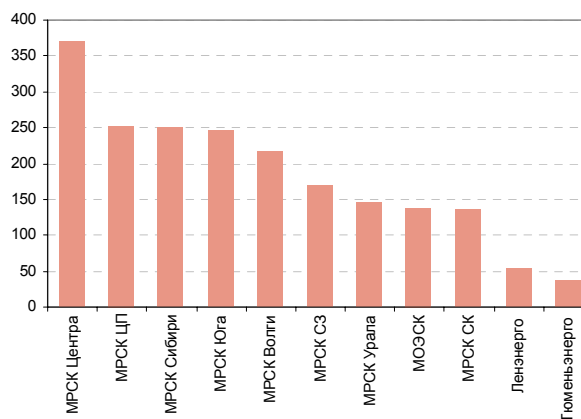
Российская Единая энергетическая система состоит из семи объединенных энергосистем (ОЭС), разделенных по принципу административно-территориального деления РФ: Центральная, Северо-Западная, Волжская, Южная, Уральская, Сибири и Дальнего Востока. При этом из-за низкой пропускной способности распределительных сетей свободный переток электроэнергии между данными регионами ограничен. Ограничение существует как между системами, так и внутри них. Так, система Сибири, не являясь полностью изолированной, с европейской частью страны соединена линией электропередачи, проходящей через территорию соседнего Казахстана. Регионы также сильно различаются по структуре конечных потребителей: в промышленных регионах Урала, Сибири и севера России велика доля тяжелой промышленности, а доля населения в выручке компаний – не более 5-7 %. В то же время в городах федерального значения (Москве, Санкт-Петербурге), а также сельских регионах юга доля населения в потреблении может превышать 30 %. Различие в структуре потребителей приобрело особое значение в условиях кризиса, когда население практически не снижает потребление по сравнению с 15-20%-ным падением спроса со стороны промышленности.

При реструктуризации отрасли принцип территориальной сопряженности был одним из ключевых для создания новых компаний. В рамках реформирования распределительных сетей была одобрена конфигурация из одиннадцати межрегиональных распределительных сетевых компаний (МРСК), созданных в целях обеспечения распределения и перетока производимой электроэнергии. Объединение сетей в МРСК производилось по территориальному признаку.

Стоимость основных средств, млрд. руб (РСБУ)



Протяженность ЛЭП, тыс. км

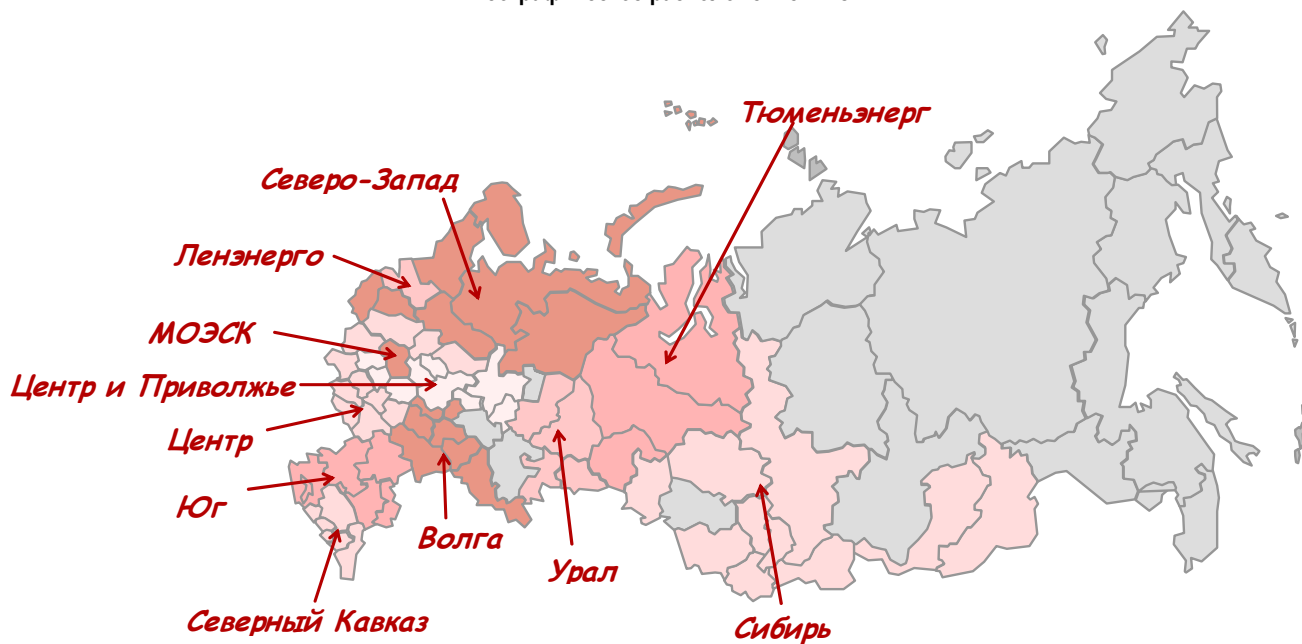


Источники: данные компании, оценки Аналитического департамента Банка Москвы

Три региональные компании пока не вошли в состав МРСК из-за позиции миноритарных акционеров. Первоначальная конфигурация предполагала включение Кубаньэнерго в состав МРСК Юга, Курганэнерго в состав МРСК Урала и Томской РСК в состав МРСК Сибири. После объединения сетевых компаний на базе отдельных МРСК контрольные пакеты во всех МРСК были переданы государством в управляющую компанию – Холдинг МРСК.

Кроме принципа территориальной сопряженности объединение сетей происходило по типу напряжения. Федеральная сетевая компания (ФСК) была сформирована на базе магистральных сетей для управления единой национальной энергетической сетью, основу которой составляют подстанции и линии электропередачи напряжением 220 кВ и выше, объединяющие основные электростанции и узлы нагрузки, а также обеспечивающие связь с энергосистемами других стран. 1 июля 2008 г. к ФСК были присоединены 54 из 56 магистральных сетевых компаний (МСК), 7 межрегиональных магистральных сетевых компаний (ММСК) и другие активы. В управление ФСК также должны быть переданы магистральные сети независимых энергокомпаний.

Географическое расположение МРСК

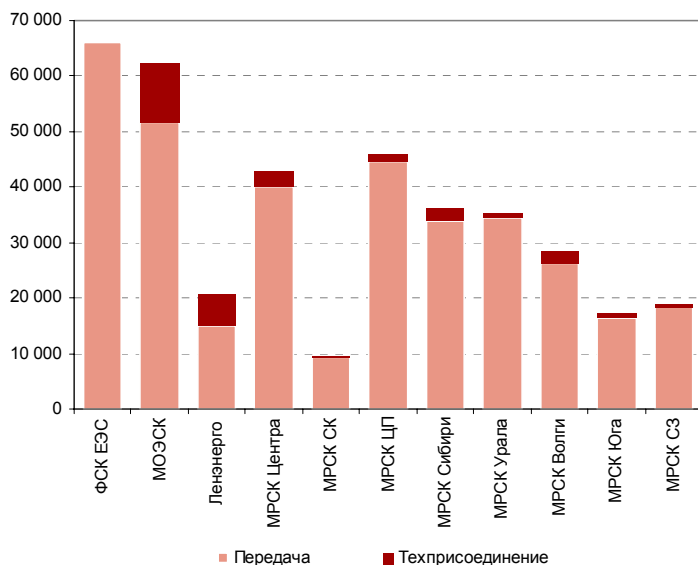


Источники: данные компании, оценки Аналитического департамента Банка Москвы

Операционная деятельность

Основными бизнес-сегментами сетевых компаний являются строительство и обслуживание сетевой инфраструктуры, включающей в себя линии электропередач и подстанции. Основную часть выручки сетевой компании формируют поступления от услуг по передаче электроэнергии (около 90%). Второй составляющей доходов является подключение мощностей новых потребителей, которые должны оплачивать дополнительные затраты сетей на техническое присоединение. Высокая доля поступлений от техприсоединения характерна для регионов с высокой загруженностью сетей. В результате для подключения нового потребителя часто необходимо приобретение нового дорогостоящего оборудования, что отражается на высокой стоимости работ по присоединению.

Структура выручки, млн руб. (РСБУ)



Источники: данные компании, оценки Аналитического департамента Банка Москвы

Работы по присоединению могут длиться в течение нескольких лет после заключения договора. В результате структура доходов может меняться год от года. Кроме того, в основном сетевые компании отчитываются по российским стандартам бухгалтерской отчетности, что с учетом длительности процесса присоединения и неравномерности поступления доходов/списания расходов делает практически невозможным оценку доходности услуг

техприсоединения для сетевой компании. Так, год от года компании показывают различную рентабельность присоединения, от 0 до 50 %. В то же время активы, введенные за счет платы за техприсоединение, передаются на баланс сетевой компании, а стоимость их ремонта и обслуживания включается в тариф на передачу электроэнергии. Одновременно после введения, новые активы, за счет амортизации, уменьшают налоги. Таким образом, компания имеет возможность получать прибыль от нового оборудования в течение всего срока эксплуатации.

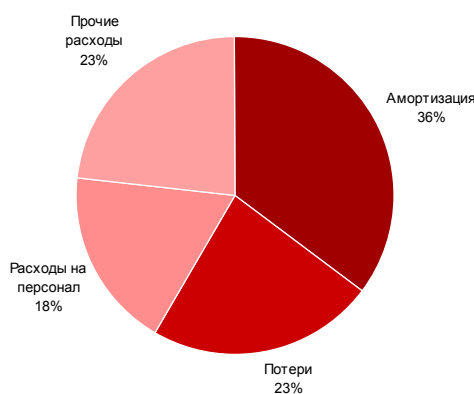
Крупнейшими клиентами распределительных компаний являются сбытовые компании, которые перепродают электроэнергию конечным потребителям и отвечают за сбор платежей. Доля сетевых компаний в конечной цене электроэнергии напрямую зависит от напряжения и находится в диапазоне от 3 % до 40 %. Оплата конечными потребителями передачи энергии без посредников возможна лишь на временной основе в исключительных случаях, таких как банкротство сбытовой компании. Денежные расчеты сетевых компаний непосредственно с конечными потребителями происходят только при договорах присоединения.

Крупнейшей составляющей расходов сетевых компаний является покупка электроэнергии. При транспортировке энергии сетевые компании несут дополнительные расходы, связанные с компенсацией потерь. Суммарно затраты на приобретение электроэнергии составляют около 19 % от совокупных затрат сетевой компании и зависят от уровня и состояния сетевого хозяйства. Увеличение доли сетевых издержек при передаче электроэнергии по сетям низкого напряжения связано с технологическими особенностями их работы – более высокий процент потерь электроэнергии при передаче.

Структура расходов МРСК



Структура расходов ФСК



Источники: данные компаний, Аналитический департамент Банка Москвы

Помимо компенсации потерь к крупнейшим статьям расходов сетевых компаний относятся оплата передачи по сетям сторонних организаций и амортизация – все эти расходы, формируя более половины от совокупных издержек, считаются «неподконтрольными» и рассматриваются регулирующим органом как постоянные расходы. Соответственно, текущая структура затрат сетевых компаний примерно одинакова и не сильно зависит от объема выполняемых работ.

Удельные затраты на поддержание сетей в работоспособном состоянии особенно высоки в регионах с низкой плотностью населения, которая приводит к большой протяженности линий электропередачи и низкому коэффициенту использования сетевых мощностей. При этом сетевые компании не имеют возможности самостоятельно повышать стоимость своих тарифов до экономически оправданного уровня – деятельность сетей, являющихся естественной монополией, продолжает регулироваться правительственными постановлениями.

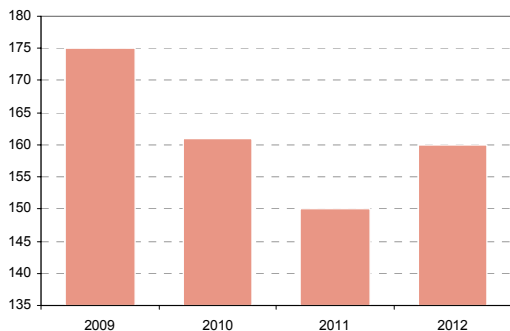
Инвестпрограмма

Будучи «артерией» российской экономики, поддержание хорошего состояния в сетевом комплексе является важной государственной задачей. В этой связи, как и при реформировании генерирующего сектора, основной задачей преобразований в сетевом комплексе стало привлечение инвестиций, которые необходимы для развития модернизации отрасли. По оценкам АПБЭ, до 2015 г. совокупные инвестиции в сетевое хозяйство составят 3.1 трлн, что необходимо для введения 69 тыс. км линий электропередач и строительства подстанций общей мощностью 117 тыс МВт.

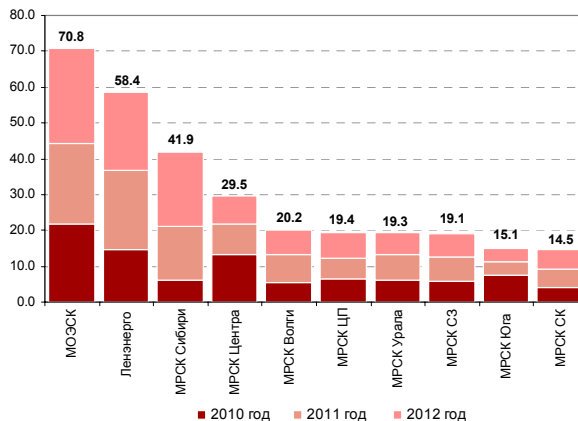
В сетевом хозяйстве страны важно не только создание возможностей для подключения новых потребителей, повышение надежности энергосистемы и сокращение уровня технологических потерь, но и обеспечение перетоков энергии между регионами. Авария на Саяно-Шушенской ГЭС в августе 2009 г. еще раз подчеркнула важность устранения сетевых ограничений, которые создают зависимые от работы отдельных станций регионы. Даже на фоне кризиса и спада объемов потребления инвестиционная программа ФСК на 2010 год не претерпела

изменений, а инвестиционные расходы МРСК Сибири даже были увеличены. Планируемый размер капитальных затрат остальных МРСК в 2009 г. был сокращен, что во многом связано с переносом масштабных программ вложений в расширение сетей, часть которых в условиях кризиса может быть не востребована.

Инвестиционная программа ФСК, млрд руб.



Инвестиционная программа МРСК, млрд руб.



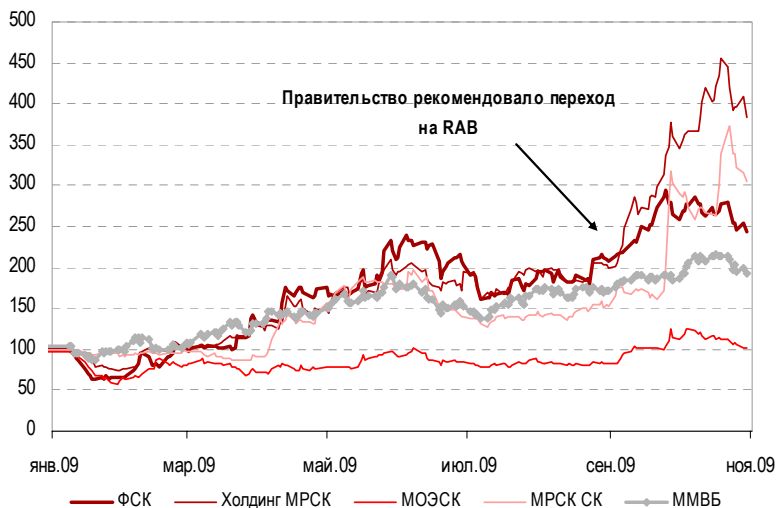
Источники: данные компаний, Аналитический департамент Банка Москвы

В отличие от приватизированных генерирующих компаний, сети не получали средств от новых собственников через проведение доэмиссий, и главными источниками финансирования инвестпрограмм остаются собственные средства и внешнее кредитование. Таким образом, сетевые компании становятся заложниками тарифного образования, от которого будут зависеть инвестиционные возможности сектора.

Сетевые компании на рынке акций

До начала реструктуризации сетевые компании электроэнергетики на рынке акций были представлены только региональными АО-энерго. За исключением акций Ленэнерго и МОЭСК, выделенной из Мосэнерго, одним из результатов реформирования сектора стало прекращение торгов по всем региональным компаниям в начале 2008 г. Акции Ленэнерго и МОЭСК без перерыва продолжают торговаться вплоть до настоящего времени. Акции новых сетевых компаний, сформированных в результате консолидации региональных активов, появились на бирже только после завершения реорганизации и формирования целевой структуры сетевой отрасли. В середине 2008 г. одной из первых компаний, включенных в котировальные списки РТС, стала МРСК Центра. Вслед за ней на биржу вышли ФСК, Холдинг МРСК и остальные межрегиональные сетевые компании. Единственной МРСК, не получившей доступ на биржу, стала Тюменьэнерго, 100 % акций которой принадлежит Холдингу МРСК.

Динамика стоимости сетевых компаний и индекса ММВБ, %

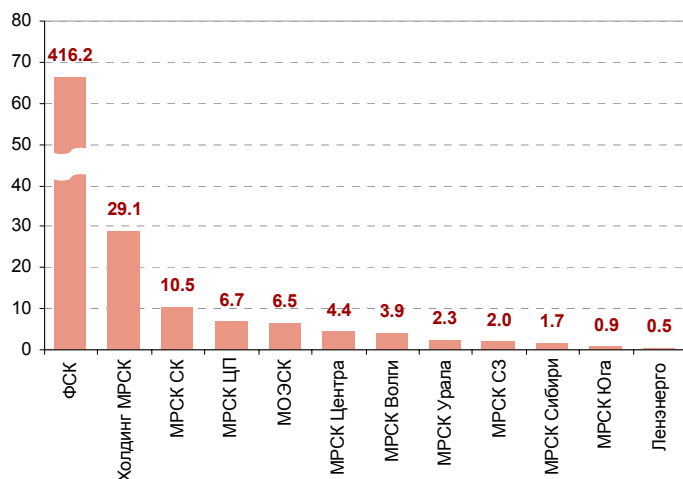


Источники: оценки Аналитического департамента Банка Москвы

До сентября 2009 г. динамика акций большинства сетевых компаний в целом совпадала с изменением стоимости остальных российских компаний. Значительную переоценку сектор пережил в сентябре, после рекомендаций Правительства органам регулирования осуществить начиная с 2010 г. поэтапный переход сетевых компаний на RAB-регулирование. Наибольший рост с начала года отмечается в стоимости акций Холдинга МРСК (в 4 раза) и МРСК Северного Кавказа (в 3 раза). Переход на RAB-регулирование сейчас является основной движимой силой сектора, так как новая методика тарифообразования приблизит акции МРСК к инструментам с фиксированной доходностью.

Сразу после выхода на биржу акции ФСК стали одними из самых высоколиквидных на российском рынке. Так, с начала 2009 г. средний ежедневный оборот акциями ФСК на ММВБ составил свыше 416 млн руб. Ликвидность остальных сетевых компаний пока намного ниже, и суммарный дневной оборот акций всех сетей без ФСК не превышает 70 млн руб. Наиболее ликвидными из этого числа являются акции Холдинга МРСК (29 млн руб.), МРСК Северного Кавказа (10.5 млн руб.) и МРСК Центра и Приволжья (6.7 млн руб.).

Среднедневной оборот акций сетевых компаний, млн руб.



Источники: ММВБ, оценки Аналитического департамента Банка Москвы

Ценообразование на услуги сетей

Тарифы

Регулирование сетей в России во многом определяется уровнем напряжения – регулирование магистральных сетей высокого напряжения осуществляется федеральными органами власти, регулирование распределительных сетей низкого напряжения происходит на региональном уровне. Тариф магистральных сетей зависит от размера заявленной присоединенной мощности и един для всей страны. В результате установления фиксированного тарифа выручка магистральных сетей в течение года постоянна и не меняется от уровня потребления. Между тем регулирование распределительных сетей позволяет для каждого региона устанавливать собственные, индивидуальные тарифы. В отличие от магистральных сетей, тариф распределительных сетей в настоящее время рассчитывается исходя из объемов переданной электроэнергии. В результате падения потребления энергии в текущем году, вызванного кризисом, финансовое состояние распределительных компаний заметно ухудшилось по сравнению с предыдущими прогнозами регулятора.

Еще одной особенностью сложившегося регулирования является массовый перевод компаний на так называемый котловой принцип расчета тарифа. После получения платежей от конечных потребителей сбытовая компания перечисляет все деньги за передачу энергию крупнейшей распределительной компании (в «котел»), которая, в свою очередь, оплачивает услуги магистральных и территориальных муниципальных сетей. Таким образом, до половины выручки могут составлять трансфертные платежи, не влияющие на прибыль сетевой компании. Хотя перевод на «котловые» тарифы позволяет упростить собираемость платежей, в то же время он ставит компании-владельцы «котла» в несколько более привилегированное положение по сравнению с остальными сетевыми компаниями.

Исторически регулируемые тарифы всех компаний электроэнергетики устанавливаются на основе планируемых издержек (метод регулирования «затраты плюс») и подлежат ежегодному пересмотру. Практика применения метода регулирования на основе «затраты плюс» в российских условиях продемонстрировала ряд серьезных его недостатков, в том числе:

- Отсутствие стимулов для повышения эффективности работы. Утверждение тарифов сроком на один год не дает компаниям достаточных стимулов для снижения своих издержек, так как сокращение издержек в текущем году ведет к снижению тарифов на следующий год.
- Решение регулятора не учитывает многих факторов и в большинстве случаев искусственно ограничивает рост тарифов уровнем потребительской инфляции. Например, увеличение реальной стоимости ремонтных работ в последние годы было выше уровня потребительской инфляции в несколько раз.
- Ограниченный уровень инвестиционных возможностей компаний сектора. Базируясь на текущих расходах, регулируемые тарифы не дают возможности генерировать дополнительную прибыль, необходимую для покрытия инвестиционных расходов.

Недостаточность инвестиций в сети на протяжении долгого времени можно также частично объяснить тем фактом, что ранее сетевые компании не являлись независимыми и входили в состав вертикально интегрированных компаний, для которых вопросы передачи энергии были второстепенными по сравнению с основной деятельностью – генерацией энергии. В результате к моменту проведения преобразований в отрасли высокий износ сетевого хозяйства, отсутствие нового строительства привели к невозможности присоединения новых потребителей либо высокой стоимостью подключения. Например, стоимость подключения в Москве достигает 4000 \$/кВт, превышая стоимость строительства собственной генерации.

После выделения сетей в независимые компании Правительство движется навстречу потребностям сетевой отрасли, и на протяжении последних лет тарифы сетевых компаний растут быстрее тарифов генкомпаний. В качестве временной меры, частично решающей проблему недостаточности инвестиций, в большинстве регионов в дополнение к платежам за передачу энергии введена плата за техническое присоединение. Новые потребители должны оплачивать дополнительные работы по подключению и расширению сетевой инфраструктуры.

Из других решений регулирования, направленных на получение дополнительных средств сетевыми компаниями, можно выделить так называемую проблему «последней мили», которая по своей сути представляет скрытое кросс-субсидирование. В советский период в условиях центрального планирования многие крупнейшие промышленные предприятия подключались к генерирующим компаниям напрямую, минуя какие-либо сети. Тем не менее, такие предприятия в настоящее время вынуждены оплачивать передачу электроэнергии как по магистральным, так и по распределительным сетям. Решением регулятора сетевые компании получили в аренду оборудование между генерирующей компаний и потребителем

(например, один переключатель), что приводит к необходимости оплачивать услуги МРСК. Доля объема энергии, передаваемой через систему «последней мили», в некоторых регионах превышает 20 %.

RAV-регулирование

Осознавая проблемы существующего тарифообразования на основе «затраты плюс», в 2009 г. несколько регионов перешли на принципы нового прогрессивного RAV-регулирования (от Regulatory Asset Base – регулируемая база капитала). RAV-метод был впервые применен в 90-х годах прошлого столетия в Великобритании и затем успешно зарекомендовал себя во многих странах. Он представляет собой систему долгосрочного тарифного регулирования, при котором сэкономленные средства остаются в пользовании предприятий на протяжении нескольких лет, что дает компаниям дополнительные стимулы к снижению издержек. Система расчета тарифов предполагает постепенный возврат инвестированных средств, включая проценты на привлеченный капитал. Такой постепенный возврат вложений, растянутый на много лет, позволяет одновременно решить задачи привлечения инвестиций и предотвращения резкого роста тарифов. В первый долгосрочный срок регулирования тарифы устанавливаются на 3 года, затем пересматриваются каждые 5 лет.

Новое регулирование предполагает, что тарифы рассчитываются исходя из двух основных параметров: размера инвестированного капитала и нормы доходности на капитал. Оплата технического присоединения в новой системе регулирования не предусмотрена, соответственно, чистую прибыль компании можно определить формулой:

$$\text{Чистая прибыль} = \text{«возврат на капитал»} + \text{«возврат капитала»} - \text{«налоги»}$$

, где:

«возврат на капитал» равен стоимости капитала, умноженного на норму доходности;

«возврат капитала» осуществляется линейным способом и аналогичен расчету амортизации.

Предполагается, что переход на прозрачные и ясные принципы регулирования позволит сделать деятельность сетевой компании более предсказуемой и стабильной. Согласно формуле, чистая прибыль компании зависит не от текущей деятельности компании или спроса на энергию, а от размера инвестированного капитала.

Параметры нового регулирования

Сроки перехода

Так как основной задачей RAV-метода является привлечение инвестиций, то скорость перехода на новое регулирование в основном определяется потребностями региона в расширении и модернизации сетевой инфраструктуры. Первые пилотные проекты по переходу на RAV были запланированы на начало 2009 г., однако в условиях начавшегося финансового кризиса некоторые пилотные внедрения, включая Москву и Ленинградскую область, были отложены на неопределенный срок. В качестве примеров успешного перехода на новое регулирование можно привести Астраханскую, Белгородскую, Оренбургскую, Тверскую, Пермскую, Ростовскую и Курганские области.

Новый импульс для ускорения перехода на RAV был дан в сентябре 2009 г., когда Правительство рекомендовало органам регулирования осуществить начиная с 2010 г. поэтапный переход сетевых компаний на метод регулирования на основе доходности инвестированного капитала. В это же время Правительством было принято принципиальное решение о переводе магистральных сетей высокого напряжения на RAV в 2010 г. Однако, согласно законопроекту об энергоэффективности, который в ближайшее время будет рассмотрен Государственной думой РФ, окончательный процесс перехода на новую систему должен завершиться в 2014 г. Мы предполагаем, что распредсети смогут окончательно перейти на RAV не ранее 2012 г., и в своих оценках денежных потоков компаний исходим из этого срока. Наиболее вероятными кандидатами на скорейший переход на новое регулирование, на наш взгляд, остаются МОЭСК, а также Ленэнерго. Обе компании могут перейти на RAV в течение следующего года. Кроме того, о частичной готовности перехода на RAV объявила МРСК Сибири (пять из девяти филиалов) и МРСК Центра и Приволжья (Калугаэнерго).

Регулируемая база капитала (RAV) и срок возврата

Расчет параметров новой системы тарифообразования описан в Методических указаниях по регулированию тарифов с применением метода доходности инвестированного капитала, утвержденных ФСТ в 2008 г. Согласно опубликованным Методическим указаниям, размер инвестированного капитала устанавливается на основании независимой оценки. Оценка

капитала включает в себя два параметра: полный размер капитала (стоимость восстановления активов без учета физического износа) и остаточная стоимость капитала iRAB (стоимость восстановления активов с учетом физического износа). Срок возврата капитала ограничен 35 годами и зависит от степени износа активов. В пилотных проектах срок возврата на существующие активы (так называемый старый капитал) составляет от 9 лет в Тверской области до 15 лет в Белгородской. Нетрудно подсчитать, что срок возврата на капитал в 15 лет при нормативном сроке эксплуатации активов в 35 лет соответствует в среднем 60%-ному физическому износу. На наш взгляд, такой же диапазон показателя износа будет установлен и для остальных распределителей.

Так как бухгалтерская отчетность компаний отражает историческую стоимость основных средств и не учитывает инфляцию, то размер iRAB ожидается выше, чем балансовая стоимость активов. Размер базы капитала ФСК оказался больше балансовой стоимости основных средств в 2.7 раза. Руководство Холдинга МРСК оценивает изменение коэффициента переоценки основных средств в диапазоне от 1.8 до 4.0 (в среднем 2.0).

В качестве примера мы приводим уже известные коэффициенты переоценки в пилотных проектах внедрения RAB.

Утвержденный iRAB в пилотных проектах

	Стоимость основных средств		
	(RAS) млн руб.	iRAB млн руб.	RAS/iRAB
Астрахань	2 136	5 700	2.7
Белгород	8 642	19 928	2.3
Тверь	2 787	13 398	4.8
Оренбург	6 252	13 200	2.1
Пермь	8 146	21 000	2.6
Калуга	3 418	9 818	2.9
В среднем			2.6

Источники: данные компании, оценки Аналитического департамента Банка Москвы

В среднем в пилотных проектах коэффициент переоценки для iRAB составил 2.6. В своих расчетах RAB мы используем более консервативный коэффициент переоценки, равный 1.8.

Регулируемая норма доходности

В соответствии с целевой моделью, норма доходности для сетевых компаний рассчитывается в виде средневзвешенной стоимости капитала. Целевая структура предполагает, что доля собственных средств в RAB составит 70 %, заемных – 30 %. Стоимость акционерного капитала рассчитывается как сумма доходности рублевых гособлигаций и премии за риск участия в акционерном капитале.

Для сглаживания роста тарифов в пилотных проектах норма доходности на «старый» капитал составила 6 % в первый год регулирования, 9 % во второй год и 12 % в третий год. Норма доходности для распределительных магистральных сетей предполагается единой.

Предлагаемая государством норма доходности в 12 % ниже рыночной ставки, которую требуют инвесторы от распределителей. В качестве примера можно указать, что норма доходности рублевых облигаций распределителей, выданных на срок более года, составляет от 13 % до 16 %. Поэтому инвесторы вправе ожидать ставку привлечения акционерного капитала выше, чем для менее рискованных и более защищенных облигаций. В то же время можно отметить, что при единой норме доходности в более выигрышной ситуации находятся магистральные сети, стоимость капитала которых, по всей видимости, будет ниже. Так, облигации ФСК в настоящее время торгуются на уровне доходности в 8-9.6 %.

Прочее

Другими обязательными параметрами регулирования являются необходимая валовая выручка, размер инвестиций, индекс эффективности операционных расходов, коэффициент эластичности операционных расходов по количеству активов и пр. Необходимая валовая выручка является основным показателем для определения конечных тарифов на передачу энергии и представляет собой сумму утвержденных операционных расходов, инвестиций и необходимой доходности. Показатели эффективности расходов служат для стимулирования компаний снижать свои издержки. Мы предполагаем, что регуляторы заинтересованы в успешной работе сетей, и регулируемые показатели по повышению эффективности не приведут к убыткам компаний.

Оценка сетевых компаний

Первоначальная база капитала iRAB

Ключевым параметром оценки стоимости МРСК является первоначальная база капитала iRAB. При этом база капитала не соответствует остаточной стоимости основных средств сетевых компаний, а наличие огромного перечня оборудования с разным износом делает невозможной самостоятельную оценку параметров iRAB. Ранее ряд компаний уже предпринимали попытки самостоятельно оценить базу капитала: так, в 2008 г. оценки iRAB-сетей выполняла ФСК, которая до передачи своих функций управляющей компании Холдингу МРСК руководила распределительным сетевым комплексом. Оценки ФСК устарели с учетом несоответствия прогнозов, закладываемых в оценку, фактам.

В настоящее время Холдинг МРСК проводит новую оценку всех распределительных сетей. По словам представителей Холдинга, коэффициент переоценки (отношения iRAB к балансовой стоимости основных средств) ожидается в диапазоне от 1.8 до 3.0.

Оценки первоначальной базы капитала, млрд руб.

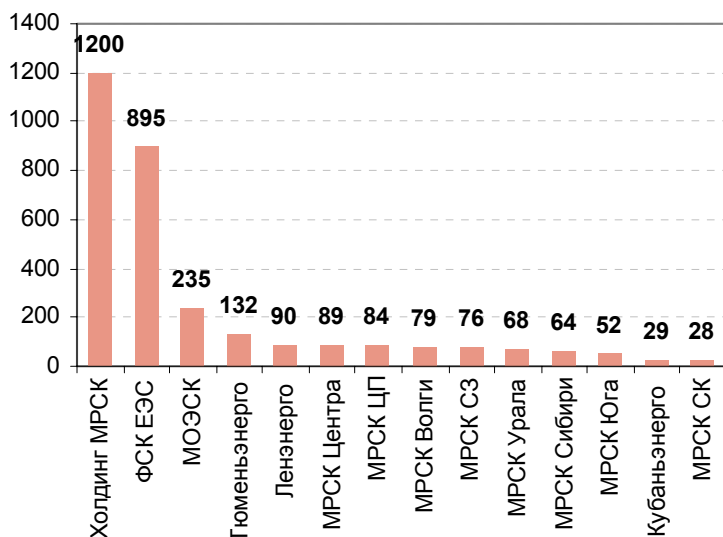
	Балансовая стоимость по РСБУ	Оценка iRAB		
		ФСК	МРСК	Холдинг МРСК *
ФСК ЕЭС	328	619	895	
Холдинг МРСК	606	775	1 200	1 090
МОЭСК	162	195	235	292
Ленэнерго	61	100	89	89
МРСК Центра	50	73	н/д	89
МРСК С. Кав.	16	16	н/д	28
МРСК Ц и Прив.	47	57	н/д	84
МРСК Сибири	35	55	н/д	64
МРСК Урала	38	67	н/д	68
МРСК Волги	44	52	н/д	79
МРСК Юга	26	37	н/д	47
МРСК С-З	30	42	115	55

*- нижняя граница коэффициента переоценки

Источники: данные компании, оценки Аналитического департамента Банка Москвы

В качестве базы iRAB мы использовали данные самих компаний, а в случае их отсутствия оценка проводилась исходя из наименьшего коэффициента переоценки, озвученного ранее руководством Холдинга МРСК. Единственным исключением из этого правила стала база капитала Северо-Западной МРСК, оценки менеджмента которой выглядят, на наш взгляд, завышенными. Мы оцениваем базы капитала этой компаний в 76 млрд руб., ограничивая коэффициент возможной переоценки значением 2.5.

Оценка первоначальной базы капитала, млрд руб.



Источники: данные компании, оценки Аналитического департамента Банка Москвы

Норма доходности и WACC

- **Регулируемая норма доходности.** Наш базовый сценарий развития отрасли предполагает переход большинства компаний на RAB в 2012 г. и постепенное увеличение нормы доходности на вложенный капитал с 6 % до 12 %, что соответствует целевой модели RAB-регулирования, предложенной Правительством.
- **Оценка ставки дисконтирования WACC.** Для расчета WACC мы используем утвержденную ФСТ структуру: 30 % долг и 70 % собственный капитал.
 - Стоимости заимствования сетевых компаний оценивались нами исходя из текущих уровней ставок на рынке облигаций, скорректированных на уровень долга. В результате, средняя стоимость долга МРСК составила 15 %.
 - Расчет стоимости собственного капитала проводился с учетом бездисконтовой ставки 7.8 % и премии за риск рынка акций 4.9 %.

Значение WACC для МРСК

	Специфический риск эмитента	Бэта	Стоимость долга	WACC
ФСК ЕЭС	0.25%	1.25	10.0%	13.9%
Холдинг МРСК	0.50%	1.5	12.0%	15.9%
МОЭСК	0.50%	1.75	13.0%	16.9%
Ленэнерго	0.50%	1.75	13.5%	17.5%
МРСК Центра	0.50%	1.75	15.0%	17.9%
МРСК С.Кав.	1.50%	1.75	20.0%	20.7%
МРСК Ц и Прив	0.50%	1.75	15.0%	17.9%
МРСК Сибири	0.50%	1.75	15.0%	17.9%
МРСК Урала	0.50%	1.75	15.0%	17.9%
МРСК Волги	0.50%	1.75	15.0%	17.9%
МРСК Юга	0.75%	1.75	16.5%	18.7%
МРСК С-3	0.50%	1.75	15.0%	17.9%

Источники: данные компании, Аналитический департамент Банка Москвы

Оценка МРСК

Большинство сетевых компаний мы оценили с помощью матрицы чувствительности справедливой стоимости компаний к RAB, подставив предполагаемые значения срока перехода и WACC. Для крупнейших компаний с большими инвестиционными программами мы установили более быстрый срок перехода на новое регулирование (2011 год для МОЭСК и Ленэнерго). Такая оценка не учитывает денежные потоки компаний до начала 2012 г., кроме того, размер инвестиций предполагается равным амортизации.

Принимая во внимание сделанные нами предположения, мы выставляем следующие рекомендации и целевые уровни по акциям компаний:

Компания	Текущая цена, \$	Целевая цена, \$	Потенциал роста, %	Рекомендация
МОЭСК	0.040	0.055	38	Покупать
Ленэнерго	0.86	1.1	25	Держать
МРСК Центра	0.024	0.023	-3	Продавать
МРСК СК	2.76	5.44	97	Покупать
МРСК ЦП	0.0058	0.0088	53	Покупать
МРСК Сибири	0.008	0.0087	8	Держать
МРСК Урала	0.0078	0.01	28	Держать
МРСК Волги	0.0034	0.0061	81	Покупать
МРСК Юга	0.0061	0.0073	20	Держать
МРСК СЗ	0.0069	0.011	60	Покупать

Источники: данные компании, оценки Аналитического департамента Банка Москвы

Оценка Холдинга МРСК

Оценка стоимости акций Холдинга МРСК производилась по сумме составных частей, предполагая, что стоимость Холдинга МРСК будет соответствовать суммарной стоимости дочерних компаний. Отметим, что мы не применяем дисконта к стоимости составных частей, как это обычно делается при оценке холдингов. Отсутствие дополнительного дисконта объясняется следующим.

При расчете базы капитала МРСК мы использовали коэффициент переоценки 1.8, исходя из которого, суммарный iRAB Холдинга МРСК составит 1 039 млрд. руб. Данная величина на 13.4 % ниже оценки, озвученной ранее главой Холдинга МРСК. Соответственно, наш метод расчета стоимости Холдинга МРСК и так является консервативным, и уже учитывает 13 % дисконт к справедливой стоимости совокупной базы капитала МРСК.

В результате стоимость акций Холдинга МРСК оценена нами в \$ 0.17, что предполагает потенциал роста в 46 %. Рекомендация по акциям компании – «покупать».

Расчет стоимости Холдинга МРСК, млрд. руб

	IRAB, млрд руб	Целевая стоимость, млрд руб	Доля Холдинга МРСК, %	Стоимость доли Холдинга МРСК, млрд. руб.
МОЭСК	234.9	76.8	51	39.2
Ленэнерго	89.6	28.3	50	14.1
МРСК Центра	89.2	27.8	50	13.9
МРСК СК	28.4	4.6	58	2.7
МРСК ЦП	83.7	28.5	50	14.2
МРСК Сибири	63.6	22.2	53	11.7
МРСК Урала	67.8	25.0	51	12.7
МРСК Волги	79.4	31.3	68	21.3
МРСК Юга	51.8	10.4	52	5.4
МРСК СЗ	75.8	30.1	57	17.2
Кубаньэнерго	28.7	4.6	49	2.3
Курганэнерго	14.4	5.6	49	2.7
Тюменьэнерго	131.6	47.0	100	47.0
ВСЕГО	1 039.1			204.5

Источник: оценки Аналитического департамента Банка Москвы

Оценка ФСК

Так как параметры регулирования ФСК уже известны (срок перехода на новое регулирование – 2010 год, база капитала – 895 млрд руб.), оценку ФСК мы проводили на основе метода дисконтируемых денежных потоков. Кроме того, использование матрицы чувствительности для расчета справедливой стоимости ФСК затруднено большой ежегодной инвестпрограммой компании, превышающей размер амортизации в несколько раз. Применяя метод DCF, мы оцениваем справедливую стоимость одной акции ФСК в \$ 0.016, что соответствует рекомендации «покупать».

Чувствительность стоимости МРСК

Успешный переход на RAB-регулирование способен приблизить акции сетевых компаний к инструментам с фиксированной доходностью. Более того, доходность сетевых компаний будет гарантироваться государством. Предлагаемая сейчас Правительством норма доходности инвестиционного капитала для сетевых компаний составляет 6 % в первый год регулирования, 9 % во второй и 12 % в третий и последующие годы.

В случае равенства ставки дисконтирования WACC и регулируемой нормы доходности стоимость денежных потоков должна соответствовать базе капитала iRAB. Приведенная сумма денежных потоков на конец 2010 г. при условии перехода компании на RAB в начале 2010 г. также была бы равна iRAB. Соответственно, оценка стоимости сетевых компаний наиболее чувствительна к двум параметрам: отклонение ставки дисконтирования от нормы доходности, учитываемой в iRAB, и срок ввода нового регулирования.

Наш базовый сценарий предполагает переход на RAB в начале 2012 г., рублевую ставку дисконтирования WACC в 18 % и постепенное увеличение нормы доходности с 6 % до 12 %. В этом случае отношение справедливой стоимости компании к стоимости капитала компании (EV/RAB) в среднем составит 0.44.

Анализ чувствительности показателя EV/RAB к изменению нормы доходности

		Ставка дисконтирования (WACC)							
		14.0%	15.0%	16.0%	17.0%	18.0%	19.0%	20.0%	21.0%
Максим. норма доходности	9.0%	0.463	0.423	0.388	0.358	0.331	0.307	0.285	0.266
	10.0%	0.515	0.470	0.431	0.397	0.367	0.341	0.317	0.296
	11.0%	0.566	0.517	0.474	0.437	0.404	0.375	0.349	0.325
	12.0%	0.618	0.564	0.518	0.477	0.441	0.409	0.380	0.355
	13.0%	0.669	0.611	0.561	0.516	0.477	0.443	0.412	0.384
	14.0%	0.721	0.658	0.604	0.556	0.514	0.477	0.444	0.414
	15.0%	0.772	0.705	0.647	0.596	0.551	0.511	0.475	0.444

Источник: оценки Аналитического департамента Банка Москвы

Анализ чувствительности показателя EV/RAB к изменению года ввода RAB

		Ставка дисконтирования (WACC)							
		14.0%	15.0%	16.0%	17.0%	18.0%	19.0%	20.0%	21.0%
Год перехода на RAB	2010	0.803	0.746	0.696	0.653	0.614	0.579	0.548	0.519
	2011	0.704	0.649	0.600	0.558	0.520	0.487	0.456	0.429
	2012	0.618	0.564	0.518	0.477	0.441	0.409	0.380	0.355
	2013	0.542	0.491	0.446	0.407	0.374	0.344	0.317	0.293
	2014	0.475	0.427	0.385	0.348	0.317	0.289	0.264	0.242
	2015	0.417	0.371	0.332	0.298	0.268	0.243	0.220	0.200
	2016	0.366	0.323	0.286	0.254	0.227	0.204	0.183	0.166

Источник: оценки Аналитического департамента Банка Москвы

Основные риски отрасли

Основным риском отрасли в настоящее время является задержка реформы регулирования, а также неопределенность относительно размера первоначальной базы капитала и нормы доходности. Размер базы капитала напрямую влияет на доходность компании – при прочих равных компания с более высоким размером капитала получает более высокую прибыль. Поэтому в случае занижения регулятором первоначальной базы капитала компании опять столкнутся с проблемами недостатка средств и ухудшения качества активов.

К основным рискам отрасли можно также отнести большую инвестиционную программу, которая может потребовать дополнительные эмиссии для финансирования капитальных вложений. В частности, на необходимости такой доэмиссии сетей настаивает Газпром при реализации проекта по строительству Калининградской ТЭЦ. Кроме того, не исключена ситуация, при которой часть вновь вводимых сетевых мощностей станет избыточной и не сможет войти в расчет регуляторной базы капитала. Принятая ранее Генсхема размещения энергообъектов основывалась на оптимистичном прогнозе среднегодового роста потребления энергии в более чем 5%. Фактический рост потребления ниже прогнозируемого уровня может привести к появлению активов с низкими коэффициентами загрузки.

Еще одним риском является возможность дальнейшей консолидации отрасли. В настоящее время Правительство рассматривает вариант, при котором все распределительные сети будут консолидированы в Холдинге МРСК или в ФСК. В этом случае рыночная стоимость компаний будет во многом определяться коэффициентами обмена, что несет дополнительные риски для миноритарных акционеров.

ФСК ЕЭС

Преимущества

- Компания является наиболее вероятным кандидатом для перехода на RAB-регулирование в 2010 г.
- Тариф ФСК устанавливается на федеральном уровне и не требует согласования с местными властями.
- Стабильные денежные потоки, независимость от уровня потребления в течение года.
- Невысокая доля услуг компании в конечной цене электроэнергии упрощает возможность повышения тарифов.
- Высокая ликвидность акций, компания входит в состав индекса развивающихся рынков MSCI Russia.
- Компания признана системообразующим предприятием.
- Государство имеет 75%-ный контроль в компании, что усиливает переговорные позиции компании при утверждении тарифов.

Недостатки

- Самая крупная инвестиционная программа, негативные денежные потоки в ближайшие несколько лет.
- Высокие риски допэмиссий. Возможное размещение акций по текущим (ниже справедливых уровней) ценам, размытие долей миноритарных акционеров.
- Возможные проблемы с привлечением кредитов для нового строительства. Переход на RAB-регулирование делает инвестпрограмму обязательной к исполнению. В то же время рост кредитных ставок может оказаться выше, чем предусмотрено регулирующими органами.

Анализ чувствительности акций ФСК, \$

	Год внедрения RAB						
	2010	2011	2012	2013	2014	2015	2016
10.9%	0.034	0.033	0.030	0.027	0.024	0.022	0.019
11.9%	0.028	0.026	0.024	0.021	0.019	0.016	0.013
12.9%	0.023	0.022	0.019	0.017	0.014	0.011	0.009
13.9%	0.020	0.018	0.016	0.013	0.010	0.008	0.006
14.9%	0.017	0.015	0.013	0.010	0.008	0.005	0.003
15.9%	0.014	0.012	0.010	0.008	0.005	0.003	0.001
16.9%	0.012	0.010	0.008	0.006	0.004	0.002	0.000

Основные данные

Код РТС	FEES
Цена акции \$	0.011
Капитализация млн. \$	12 569
EV млн. \$	12 569
Целевая цена \$	0.020
Потенциал %	80%
Рекомендация	Покупать

Динамика акций



Финансы и прогнозы

в млн. \$	2008П	2009П	2010П
Выручка	3 546	3 743	5 889
ЕБИТДА	1 643	1 939	3 551
Прибыль	175	276	898
EV/ЕБИТДА	7.65	6.48	3.54
EV/S	3.54	3.36	2.13
P/E	71.92	45.48	13.99
Рентабельность			
По ЕБИТДА	46.3%	51.8%	60.3%
Чистая	4.9%	7.4%	15.3%

Акционеры

	Доля %
Российская Федерация	79
Прочие	21

Модель доходов и расходов

	2009 П	2010 П	2011 П	2012 П	2013 П	2014 П	2015 П	2016 П	2017 П
Выручка всего	88 194	119 022	168 424	237 726	309 448	340 692	367 963	389 273	406 547
Передача эл. энергии (НВВ)	85 030	116 025	164 966	233 635	304 767	335 383	361 998	382 757	399 497
Прочее	2 804	2 997	3 458	4 090	4 681	5 309	5 965	6 516	7 051
Операционные расходы	69 644	84 954	100 072	112 450	124 597	135 994	146 776	155 933	164 107
Покупка электроэнергетики на покрытие потерь	14 904	20 155	23 564	26 334	29 010	31 809	34 717	37 182	39 442
Ремонт и ТО	13 243	16 440	19 854	22 626	24 942	26 878	28 497	29 828	30 934
Износ основных средств	22 310	27 580	33 212	38 652	43 264	47 274	50 792	53 886	56 620
Зарплата, включая ЕСН	10 492	10 964	12 130	13 555	14 933	16 374	17 870	19 139	20 303
Прочие операционные расходы	8 696	9 815	11 311	11 283	12 449	13 659	14 900	15 898	16 807
Операционная прибыль	18 550	34 068	68 352	125 276	184 851	204 698	221 187	233 340	242 440
Рентабельность, %	21%	29%	41%	53%	60%	60%	60%	60%	60%
ЕБИТДА	40 859	61 648	101 564	163 927	228 115	251 972	271 979	287 226	299 061

Модель DCF

Прогноз денежного потока

в млрд. руб	2009 П	2010 П	2011 П	2012 П	2013 П	2014 П	2015 П	2016 П	2017 П
Выручка	88	119	168	238	309	341	368	389	407
Темп роста (%)	29%	35%	42%	41%	30%	10%	8%	6%	4%
ЕБИТДА	41	62	102	164	228	252	272	287	299
Рентабельность (%)	46%	52%	60%	69%	74%	74%	74%	74%	74%
ЕБИТ	19	34	68	125	185	205	221	233	242
Рентабельность (%)	21%	29%	41%	53%	60%	60%	60%	60%	60%
-Налоги на прибыль	3.8	7.1	12.3	21.4	33.0	37.0	40.5	43.2	45.2
НОРАТ	15	27	56	104	152	168	181	190	197
+ Амортизация	22	28	33	39	43	47	51	54	57
- Капвложения	-156	-171	-186	-162	-146	-133	-123	-113	-105
(Увеличение)/Уменьшение об. капитала	-3	-5	-4	-8	-8	-3	-2	-2	-1
Чистый денежный поток	-122	-122	-101	-27	41	79	107	130	147

Основные предположения

WACC	13.9%
Конечный темп роста	4.0%
Ставка налогообложения	20%

Расчет WACC

Безрисковая ставка:	7.8%
Доходность ОФЗ 5 лет	7.8%
Риск рынка акций	4.9%
Риск эмитента	0.25%
Целевой уровень D/(E+D)	30.0%
Бэта	1.25
Бэта с учетом долга	1.68
Стоимость капитала	16.4%
Стоимость долга	10.0%
Стоимость долга после налогов	8.0%
WACC	13.9%

Специфический риск эмитента

	0.25%
Отношения с государством	0.00%
Корпоративное управление	0.25%
Конфликт акционеров	0.00%
Налоговые угрозы	0.00%
Финансовая устойчивость	0.00%

Оценка DCF

Дисконтированный денежный поток	17
Конечная стоимость	1 550
Приведенная конечная стоимость	624
Стоимость денежных потоков	641
Текущий чистый долг (наличность)	-4
Чистая стоимость компании	645
Количество акций (млн.)	1 153 514
Цель на начало 2010 г., руб	0.56
\$/руб, прогноз 2010 г.	28.6
Цель на начало 2010 г., \$	0.020

Анализ чувствительности FEES

Конечный темп роста (%)	Ставка дисконтирования (WACC)						
	12.4%	12.9%	13.4%	13.9%	14.4%	14.9%	15.4%
5.5%	0.90	0.81	0.73	0.67	0.61	0.55	0.51
5.0%	0.84	0.76	0.69	0.63	0.57	0.52	0.48
4.5%	0.78	0.71	0.65	0.59	0.54	0.50	0.46
4.0%	0.73	0.67	0.61	0.56	0.51	0.47	0.43
3.5%	0.69	0.63	0.58	0.53	0.49	0.45	0.41
3.0%	0.65	0.60	0.55	0.51	0.47	0.43	0.40
2.5%	0.62	0.57	0.52	0.48	0.44	0.41	0.38

Расчет бэта

Средний оборот, \$ '000	Бэта
больше 50 000	1.00
больше 10 000	1.25
меньше 1000	1.50
меньше 100	1.75
0 / непубличный бизнес	2.00

Отчетность ФСК по МСФО и прогнозы

Отчет о прибылях и убытках

в млн. руб	2009 П	2010 П	2011 П	2012 П	2013 П	2014 П	2015 П	2016 П	2017 П
Выручка	88 194	119 022	168 424	237 726	309 448	340 692	367 963	389 273	406 547
Операционные расходы	69 644	84 954	100 072	112 450	124 597	135 994	146 776	155 933	164 107
Амортизация	22 310	27 580	33 212	38 652	43 264	47 274	50 792	53 886	56 620
Операционная прибыль	18 550	34 068	68 352	125 276	184 851	204 698	221 187	233 340	242 440
ЕБИТДА	40 859	61 648	101 564	163 927	228 115	251 972	271 979	287 226	299 061
Чистые процентные расходы	- 4 940	1 549	7 021	18 107	20 093	19 793	18 513	17 337	16 247
Прочие доходы (расходы)	- 12 855	3 182	-	-	-	-	-	-	-
Прибыль до налогов	10 635	35 701	61 331	107 169	164 758	184 905	202 674	216 002	226 193
Налоги на прибыль	3 761	7 140	12 266	21 434	32 952	36 981	40 535	43 200	45 239
Доля миноритариев	-	-	-	-	-	-	-	-	-
Чистая прибыль	6 874	28 561	49 065	85 735	131 807	147 924	162 139	172 802	180 955

Баланс

в млн. руб	2009 П	2010 П	2011 П	2012 П	2013 П	2014 П	2015 П	2016 П	2017 П
Денежные средства и эквиваленты	57 367	22 383	25 869	12 829	40 795	86 554	138 003	204 438	288 666
Дебиторская задолженность	170 812	153 731	138 358	124 522	112 070	100 863	90 777	81 699	73 529
Запасы	2 956	4 427	4 310	4 843	5 366	5 857	6 321	6 715	7 067
Прочие оборотные активы	2 321	2 112	1 906	1 728	1 569	1 425	1 297	1 181	1 077
Основные средства	615 736	764 378	923 125	1 051 997	1 159 655	1 249 697	1 324 982	1 386 869	1 438 283
Прочие внеоборотные активы	50 000	25 000	1 000	1 000	1 000	1 000	1 000	1 000	1 000
Итого активы	899 192	972 032	1 094 567	1 196 918	1 320 454	1 445 396	1 562 379	1 681 902	1 809 622
Кредиторская задолженность	68 159	61 343	55 209	49 688	44 719	40 247	36 222	32 600	29 340
Краткосрочный долг	19 952	27 849	42 301	48 784	50 247	47 581	45 130	42 877	40 771
Прочие краткосрочные обязательства	377	33 302	35 573	32 394	29 110	27 508	26 099	24 915	23 909
Долгосрочный долг	33 160	64 748	122 558	148 491	154 344	143 679	133 875	124 860	116 436
Прочие долгосрочные обязательства	842	74 377	79 449	72 349	65 015	61 437	58 291	55 647	53 399
Капитал и резервы	681 852	710 413	759 477	845 212	977 019	1 124 943	1 262 762	1 401 003	1 545 767
Итого пассивы	899 192	972 032	1 094 567	1 196 918	1 320 454	1 445 396	1 562 379	1 681 902	1 809 622

Отчет о движении денежных средств

в млн. руб	2009 П	2010 П	2011 П	2012 П	2013 П	2014 П	2015 П	2016 П	2017 П
Операционная прибыль	207	583	1 191	2 570	4 913	7 424	8 321	9 028	9 543
Налоги на прибыль	69	118	250	461	841	1 323	1 503	1 654	1 767
Амортизация	703	702	964	1 249	1 516	1 737	1 922	2 073	2 204
Изменение оборотного капитала	- 278	- 92	- 187	- 151	- 304	- 326	- 114	- 96	- 71
Денежные потоки от операций	563	1 074	1 719	3 206	5 284	7 512	8 626	9 351	9 909
Капиталовложения	- 5 476	- 4 906	- 5 977	- 7 005	- 6 356	- 5 876	- 5 419	- 5 002	- 4 608
Прочие доходы (инвестиции)	-	-	1 598	1 477	-	-	-	-	-
Денежные потоки от инвестиций	- 5 476	- 4 906	- 4 379	- 5 528	- 6 356	- 5 876	- 5 419	- 5 002	- 4 608
Свободные денежные потоки	- 4 913	- 3 832	- 2 661	- 2 322	- 1 073	1 636	3 207	4 349	5 300
Изменение долга	148	596	1 381	2 717	1 271	294	542	500	461
Процентные расходы	178	155	54	264	710	807	805	756	709
Поступления от эмиссии акций	-	-	-	-	-	-	-	-	-
Дивиденды	-	-	-	-	-	-	-	993	1 413
Прочие доходы (расходы)	- 137	- 404	111	-	-	-	-	-	-
Чистые денежные потоки	- 4 725	- 3 485	- 1 223	131	511	1 123	1 860	2 100	2 717

Холдинг МРСК

Преимущества

- Крупнейшая распределительная сетевая компания, которая управляет всеми остальными МРСК.
- Высокая ликвидность акций компании.
- Диверсификация рисков при вложении средств, акции компании представляют собой «индекс» региональных сетей.
- Отсутствие рисков при консолидации распределительных сетей, так как объединение, вероятнее всего, произойдет на основе Холдинга МРСК.

Недостатки

- Возможное размещение акций по текущим (ниже справедливых уровней) ценам, размытие долей миноритарных акционеров.
- Более высокая доля услуг компании в конечных тарифах по сравнению с магистральными сетями, что затрудняет возможность повышения тарифов.
- Инвесторы имеют возможность выбирать наиболее перспективные МРСК и инвестировать средства в их акции напрямую, минуя промежуточную структуру в лице Холдинга. Акционеры Холдинга не имеют непосредственного доступа к денежным потокам дочерних компаний.
- Неопределенность относительно дивидендной политики.
- Риски перехода на единую акцию и объединения с ФСК. Обладая более высокой долей в ФСК, государству выгодны низкие коэффициенты конвертации акций Холдинга.

Основные данные

Код РТС	MRKH
Цена акции \$	0.12
Капитализация млн. \$	4 889
EV млн. \$	13 861
Целевая цена \$	0.17
Потенциал %	47%
Рекомендация	Покупать

Динамика акций



Финансы и прогнозы

в млн. \$	2007	2008
Выручка	12 594	15 996
ЕБИТДА	2 094	2 668
Прибыль	297	444
EV/ЕБИТДА	25.55	20.05
EV/S	4.25	3.34
P/E	89.62	59.99
Рентабельность		
По ЕБИТДА	16.6%	16.7%
Чистая	2.4%	2.8%

Акционеры

	Доля %
Российская Федерация	51
Прочие	49

МОЭСК

Преимущества

- Обслуживание столичного региона с высокими потенциальными темпами роста.
- Независимость от отдельных предприятий, высокая доля населения и мелкого бизнеса в объемах потребления. Так, сокращение отпуска энергии МОЭСК за первые 9 месяцев составило лишь 3 % по сравнению с 9%-ным снижением в среднем по стране.
- Крупнейшая среди МРСК компания по объему выручки и размеру активов.
- Высокая ликвидность акций компании.
- Руководство активно принимает меры по переводу филиалов на RAB. Компания является одним из наиболее вероятных кандидатов на переход на RAB в 2010-2011 гг.
- Наличие стратегического инвестора в лице Газпрома, обладающего блокирующим пакетом акций, что снижает риски при консолидации компании с Холдингом МРСК или ФСК.
- Меньшая неопределенность относительно первоначального размера RAB.

Недостатки

- Более высокая доля услуг компании в конечных тарифах по сравнению с магистральными сетями, что затрудняет возможность повышения тарифов.
- Отсутствие территориальной диверсификации – компания работает только в пределах Москвы и Московской области. Высокая зависимость от решений властей одного региона.
- Повышенная стоимость строительства в условиях мегаполиса, необходимость использования дорогостоящего оборудования. Например, возможно только использование кабельных линий вместо воздушных. Кроме того, территория строительства часто обременена другими объектами, что требует большего числа согласований и дополнительных работ.

Анализ чувствительности акций МОЭСК, \$

Ставка WACC	Год внедрения RAB							
	2010	2011	2012	2013	2014	2015	2016	2017
13.9%	0.111	0.094	0.079	0.066	0.055	0.045	0.037	0.029
14.9%	0.101	0.084	0.070	0.058	0.047	0.037	0.029	0.022
15.9%	0.092	0.076	0.062	0.050	0.040	0.031	0.023	0.016
16.9%	0.085	0.069	0.055	0.043	0.033	0.025	0.017	0.011
17.9%	0.078	0.062	0.049	0.038	0.028	0.020	0.013	0.007
18.9%	0.072	0.057	0.044	0.032	0.023	0.015	0.009	0.003
19.9%	0.067	0.052	0.039	0.028	0.019	0.012	0.005	0.000

Основные данные

Код РТС	MSRS
Цена акции \$	0.040
Капитализация млн. \$	1 948
EV млн. \$	3 197
Целевая цена \$	0.055
Потенциал %	38%
Рекомендация	Покупать

Динамика акций



Финансы и прогнозы

в млн. \$	2008	2009П	2010П
Выручка	2 627	2 607	3 178
ЕБИТДА	743	920	1 053
Прибыль	289	276	235
EV/ЕБИТДА	4.62	3.73	3.26
EV/S	1.31	1.32	1.08
P/E	7.55	7.92	9.29
Рентабельность			
По ЕБИТДА	28.3%	35.3%	33.1%
Чистая	11.0%	10.6%	7.4%

Акционеры

	Доля %
Холдинг МРСК	51
Газпром	27
Прочие	22

Модель доходов и расходов

млн. руб	2008	2009 П	2010 П	2011 П	2012 П
Выручка всего	65 332	82 909	94 309	108 410	145 933
Услуги по передачи эл.энергии	51 604	75 304	86 599	99 589	134 806
Услуги по технологическому присоединению	10 648	6 605	6 605	7 596	9 757
Прочее	3 080	1 000	1 104	1 225	1 371
Операционные расходы	55 503	64 903	69 903	81 568	97 136
Затраты на компенсацию потерь	6 561	7 545	8 633	9 968	10 996
Услуги ФСК ЕЭС	4 954	5 982	9 193	13 109	19 555
Услуги распределительных компаний	14 137	16 531	19 087	21 762	25 017
Износ основных средств	8 654	11 242	11 870	12 504	13 204
Зарплата, включая ЕСН	8 055	8 697	9 567	10 428	11 314
Прочие операционные расходы	13 142	14 905	11 553	13 797	17 051
Операционная прибыль	9 829	18 006	24 406	26 843	48 797
Рентабельность, %	15%	22%	26%	25%	33%
ЕБИТДА	18 482	29 248	36 276	39 346	62 001
Чистые процентные расходы	254	3 407	7 876	6 931	5 324
Прочие доходы (расходы)	-1 657	1 430	0	0	0
Прибыль до налогов	7 918	11 964	16 530	19 911	43 473
Налоги на прибыль	728	4 407	4 881	5 369	9 759
Доля миноритариев	-452	0	0	0	0
Чистая прибыль	7 190	7 557	11 648	14 543	33 714

Баланс

млн. руб	2008	2009 П	2010 П	2011 П	2012 П
Денежные средства и эквиваленты	6 153	12 670	22 151	29 187	47 934
Дебиторская задолженность	22 936	25 229	23 968	22 770	21 631
Запасы	2 850	3 394	3 589	4 188	4 988
Прочие оборотные активы	10	11	11	11	10
Основные средства	172 627	182 685	192 479	202 634	215 934
Прочие внеоборотные активы	14 938	18 956	21 563	24 787	33 367
Итого активы	219 513	242 946	263 762	283 577	323 864
Кредиторская задолженность	65 867	72 454	68 831	65 390	62 120
Краткосрочный долг	19 797	19 797	20 097	19 193	18 188
Прочие краткосрочные обязательства	860	7 952	12 469	17 761	25 731
Долгосрочный долг	36 464	36 464	37 664	34 049	30 029
Прочие долгосрочные обязательства	9 732	11 928	18 703	26 642	38 597
Капитал и резервы	86 793	94 350	105 999	120 541	149 198
Итого пассивы	219 513	242 946	263 762	283 577	323 864

Ленэнерго

Преимущества

- Работа в регионе с высокими потенциальными темпами роста.
- Руководство активно принимает меры по переходу филиалов на RAB. Половина бизнеса компании сосредоточена в Ленинградской области, которая готова перейти на RAB в 2010 г.
- Меньшая неопределенность относительно первоначального размера RAB.

Недостатки

- Отсутствие территориальной диверсификации – компания работает только в пределах Ленинградской области и Санкт-Петербурга.
- Высокая стоимость строительства в условиях мегаполиса. Территория строительства часто обременена другими объектами, что требует большего числа согласований и дополнительных работ.
- Одна из самых маленьких компаний среди МРСК по объемам отпуска энергии.
- Низкая ликвидность, небольшая доля акций в свободном обращении.
- Более высокая доля услуг компании в конечных тарифах по сравнению с магистральными сетями, что затрудняет возможность повышения тарифов.

Основные данные

Код РТС	LSNG
Цена акции \$	0.86
Капитализация млн. \$	872
EV млн. \$	1 205
Целевая цена \$	1.07
Потенциал %	25%
Рекомендация	Держать

Динамика акций



Финансы и прогнозы

в млн. \$	2008П	2009П	2010П
Выручка	867	807	922
ЕБИТДА	207	249	231
Прибыль	75	118	43
EV/ЕБИТДА	5.81	4.83	5.22
EV/S	1.39	1.49	1.31
P/E	11.7	7.4	20.1
Рентабельность			
По ЕБИТДА	23.9%	30.9%	25.0%
Чистая	8.6%	14.6%	4.7%

Акционеры

	Доля %
Холдинг МРСК	50
Правительство г. Санкт-Петербурга	25
Прочие	25

Анализ чувствительности акций Ленэнерго, \$

Ставка WACC	Год внедрения RAB							
	2010	2011	2012	2013	2014	2015	2016	2017
14.5%	2.03	1.73	1.47	1.24	1.04	0.87	0.71	0.58
15.5%	1.87	1.57	1.32	1.09	0.90	0.74	0.59	0.47
16.5%	1.73	1.44	1.18	0.97	0.78	0.62	0.49	0.37
17.5%	1.60	1.31	1.07	0.86	0.68	0.53	0.40	0.29
18.5%	1.49	1.20	0.96	0.76	0.59	0.44	0.32	0.22
19.5%	1.39	1.11	0.87	0.67	0.51	0.37	0.25	0.16
20.5%	1.30	1.02	0.79	0.60	0.44	0.31	0.20	0.10

Модель доходов и расходов

в млн. руб	2007	2008	2009 П	2010 П	2011 П	2012 П
Выручка всего	33 141	43 727	49 836	57 451	67 138	97 039
Услуги по передачи эл. энергии	29 343	40 151	48 052	55 481	64 951	94 593
Услуги по технологическому присоединению	2 623	2 801	1 246	1 376	1 527	1 708
Прочее	1 175	775	538	594	659	738
Операционные расходы	29 159	38 842	43 706	55 160	64 878	78 585
Затраты на компенсацию потерь	6 540	7 528	7 168	7 744	8 506	9 418
Услуги ФСК ЕЭС	5 803	6 383	7 182	11 038	15 740	23 479
Услуги распределительных компаний	814	6 631	7 461	8 615	9 822	11 291
Износ основных средств	2 765	3 743	3 937	4 205	4 702	5 384
Зарплата, включая ЕСН	7315	6984	9 921	10 913	11 896	12 907
Прочие операционные расходы	5 922	7 573	8 036	12 645	14 211	16 106
Операционная прибыль	3 982	4 885	6 130	2 291	2 260	18 454
Рентабельность, %	12%	11%	12%	4%	3%	19%
ЕБИТДА	6 747	8 628	10 067	6 496	6 962	23 838
Чистые процентные расходы	701	1 193	1 105	1 694	2 144	2 862
Прочие доходы (расходы)	317	685	111	0	0	0
Прибыль до налогов	3 598	4 376	4 914	597	116	15 592
Налоги на прибыль	1 340	1 618	1 378	458	452	3 691
Доля миноритариев	0	0	0	0	0	0
Чистая прибыль	2 258	2 759	3 536	139	-336	11 901

Баланс

в млн. руб	2007	2008	2009 П	2010 П	2011 П	2012 П
Денежные средства и эквиваленты	369	75	286	1 682	1 055	5 919
Дебиторская задолженность	2 931	4 558	5 014	5 989	6 999	10 116
Запасы	1 189	1 363	1 499	1 936	2 277	2 758
Прочие оборотные активы	749	764	840	1 022	1 197	1 661
Основные средства	33 246	41 345	44 092	49 801	61 980	68 486
Прочие внеоборотные активы	1 930	1 882	2 070	2 386	2 788	4 030
Итого активы	40 414	49 986	53 801	62 816	76 295	92 969
Кредиторская задолженность	1 877	3 851	4 236	5 469	6 432	7 791
Краткосрочный долг	3 205	5 402	5 946	7 099	9 249	9 249
Прочие краткосрочные обязательства	3 492	4 701	5 171	5 998	6 925	8 430
Долгосрочный долг	3 312	3 980	6 155	10 770	19 369	19 369
Прочие долгосрочные обязательства	5 226	5 963	6 560	7 608	8 784	10 693
Капитал и резервы	23 303	26 088	25 733	25 872	25 536	37 437
Итого пассивы	40 414	49 985	53 801	62 816	76 295	92 969

МРСК Центра

Преимущества

- Обладает крупнейшей среди МРСК протяженностью линий электропередачи (350 тыс. км).
- Руководство предпринимает активные шаги по переводу филиалов на RAB. Три филиала (Белгородская, Липецкая и Тверская область) перешли на новые принципы регулирования начиная с 2009 г.

Недостатки

- Более высокая доля услуг компании в конечных тарифах по сравнению с магистральными сетями, что затрудняет возможность повышения тарифов.
- Одна из самых дорогих компаний по финансовым показателям, включая EV/RAB.
- Риски перехода на единую акцию с МРСК Холдингом или с ФСК.

Анализ чувствительности акций МРСК Центра, \$

Ставка WACC	Год внедрения RAB								
	2010	2011	2012	2013	2014	2015	2016	2017	
14.9%	0.046	0.039	0.032	0.027	0.022	0.018	0.014	0.011	
15.9%	0.042	0.035	0.029	0.024	0.019	0.015	0.012	0.009	
16.9%	0.039	0.032	0.026	0.021	0.016	0.012	0.009	0.006	
17.9%	0.036	0.029	0.023	0.018	0.014	0.010	0.007	0.005	
18.9%	0.033	0.026	0.021	0.016	0.012	0.008	0.005	0.003	
19.9%	0.031	0.024	0.019	0.014	0.010	0.007	0.004	0.002	
20.9%	0.029	0.022	0.017	0.012	0.008	0.005	0.003	0.000	

Основные данные

Код РТС	MRKC
Цена акции \$	0.024
Капитализация млн. \$	1 004
EV млн. \$	1 331
Целевая цена \$	0.023
Потенциал %	-3%
Рекомендация	Продавать

Динамика акций



Финансы и прогнозы

в млн. \$	2008	2009П	2010П
Выручка	1 758	1 567	2 009
ЕБИТДА	347	317	227
Прибыль	111	111	5
EV/ЕБИТДА	6.40	7.01	9.77
EV/S	1.26	1.42	1.10
P/E	17.1	17.0	389.7
Рентабельность			
По ЕБИТДА	19.7%	20.2%	11.3%
Чистая	6.3%	7.1%	0.2%

Акционеры

	Доля %
Холдинг МРСК	50
Jamica Limited	16
Прочие	34

Модель доходов и расходов

в млн. руб	2007	2008	2009 П	2010 П	2011 П	2012 П
Выручка всего	33 141	43 727	49 836	57 451	67 138	97 039
Услуги по передаче эл.энергии	29 343	40 151	48 052	55 481	64 951	94 593
Услуги по технологическому присоединению	2 623	2 801	1 246	1 376	1 527	1 708
Прочее	1 175	775	538	594	659	738
Операционные расходы	29 159	38 842	43 706	55 160	64 878	78 585
Затраты на компенсацию потерь	6 540	7 528	7 168	7 744	8 506	9 418
Услуги ФСК ЕЭС	5 803	6 383	7 182	11 038	15 740	23 479
Услуги распределительных компаний	814	6 631	7 461	8 615	9 822	11 291
Износ основных средств	2 765	3 743	3 937	4 205	4 702	5 384
Зарплата, включая ЕСН	7315	6984	9 921	10 913	11 896	12 907
Прочие операционные расходы	5 922	7 573	8 036	12 645	14 211	16 106
Операционная прибыль	3 982	4 885	6 130	2 291	2 260	18 454
Рентабельность, %	12%	11%	12%	4%	3%	19%
ЕБИТДА	6 747	8 628	10 067	6 496	6 962	23 838
Чистые процентные расходы	701	1 193	1 105	1 694	2 144	2 862
Прочие доходы (расходы)	317	685	111	0	0	0
Прибыль до налогов	3 598	4 376	4 914	597	116	15 592
Налоги на прибыль	1 340	1 618	1 378	458	452	3 691
Доля миноритариев	0	0	0	0	0	0
Чистая прибыль	2 258	2 759	3 536	139	-336	11 901

Баланс

в млн. руб	2007	2008	2009 П	2010 П	2011 П	2012 П
Денежные средства и эквиваленты	369	75	286	1 682	1 055	5 919
Дебиторская задолженность	2 931	4 558	5 014	5 989	6 999	10 116
Запасы	1 189	1 363	1 499	1 936	2 277	2 758
Прочие оборотные активы	749	764	840	1 022	1 197	1 661
Основные средства	33 246	41 345	44 092	49 801	61 980	68 486
Прочие внеоборотные активы	1 930	1 882	2 070	2 386	2 788	4 030
Итого активы	40 414	49 986	53 801	62 816	76 295	92 969
Кредиторская задолженность	1 877	3 851	4 236	5 469	6 432	7 791
Краткосрочный долг	3 205	5 402	5 946	7 099	9 249	9 249
Прочие краткосрочные обязательства	3 492	4 701	5 171	5 998	6 925	8 430
Долгосрочный долг	3 312	3 980	6 155	10 770	19 369	19 369
Прочие долгосрочные обязательства	5 226	5 963	6 560	7 608	8 784	10 693
Капитал и резервы	23 303	26 088	25 733	25 872	25 536	37 437
Итого пассивы	40 414	49 985	53 801	62 816	76 295	92 969

МРСК Центра и Приволжья

Преимущества

- Руководство компании принимает активные меры по переводу филиалов на RAB. Два дочерние компании, Рязаньэнерго и Тулэнерго, работают на новых принципах регулирования начиная с 2009 г.

Недостатки

- Более высокая доля услуг компании в конечных тарифах по сравнению с магистральными сетями, что затрудняет возможность повышения тарифов.
- Работает в регионах, где в кризис произошло существенное снижение потребления энергии.
- Риски перехода на единую акцию с Холдингом МРСК или с ФСК.

Основные данные

Код РТС	MRKP
Цена акции \$	0.0058
Капитализация млн. \$	650
EV млн. \$	951
Целевая цена \$	0.0088
Потенциал %	53%
Рекомендация	Покупать

Динамика акций



Финансы и прогнозы

в млн. \$	2008П	2009П	2010П
Выручка	1 240	1 848	1 683
ЕБИТДА	237	215	292
Прибыль	56	7	86
EV/ЕБИТДА	4.11	4.54	3.34
EV/S	0.79	0.53	0.58
P/E	12.04	98.53	7.80
Рентабельность			
По ЕБИТДА	19.1%	11.6%	17.3%
Чистая	4.5%	0.4%	5.1%

Акционеры

	Доля %
Холдинг МРСК	50
Jamica Limited	17
Прочие	33

Анализ чувствительности акций МРСК ЦП, \$

Ставка WACC	Год внедрения RAB							
	2010	2011	2012	2013	2014	2015	2016	2017
14.9%	0.0168	0.0143	0.0121	0.0102	0.0085	0.0070	0.0058	0.0047
15.9%	0.0155	0.0130	0.0109	0.0090	0.0074	0.0060	0.0048	0.0038
16.9%	0.0144	0.0119	0.0098	0.0080	0.0064	0.0051	0.0040	0.0030
17.9%	0.0133	0.0109	0.0088	0.0071	0.0056	0.0043	0.0033	0.0024
18.9%	0.0124	0.0100	0.0080	0.0063	0.0049	0.0037	0.0026	0.0018
19.9%	0.0116	0.0092	0.0072	0.0056	0.0042	0.0031	0.0021	0.0013
20.9%	0.0109	0.0085	0.0066	0.0050	0.0036	0.0025	0.0016	0.0009

Модель доходов и расходов

млн. руб	2008	2009 П	2010 П	2011 П	2012 П
Выручка всего	31 686	45 970	53 510	62 520	76 832
Услуги по передачи эл.энергии	29 529	44 591	51 485	60 273	74 319
Услуги по технологическому присоединению	1 811	1 379	2 025	2 247	2 514
Прочее	346	0	0	0	0
Операционные расходы	28 464	43 988	47 710	55 343	65 876
Затраты на компенсацию потерь	6 304	9 742	7 031	7 716	8 536
Услуги ФСК ЕЭС	4 314	5 209	8 005	11 415	17 027
Услуги распределительных компаний	4 940	7 634	8 815	10 050	11 553
Износ основных средств	2 833	3 356	3 480	3 669	3 855
Зарплата, включая ЕСН	5 049	7 544	8 298	9 045	9 814
Прочие операционные расходы	5 024	10 503	12 082	13 448	15 091
Операционная прибыль	3 222	1 982	5 799	7 177	10 956
Рентабельность, %	10%	4%	11%	11%	14%
ЕБИТДА	6 055	5 338	9 279	10 846	14 811
Чистые процентные расходы	399	778	1 895	2 063	1 906
Прочие доходы (расходы)	430	457	0	0	0
Прибыль до налогов	2 393	746	3 905	5 113	9 050
Налоги на прибыль	964	576	1 160	1 435	2 191
Доля миноритариев	0	0	0	0	0
Чистая прибыль	1 429	170	2 745	3 678	6 859

Баланс

млн. руб	2008	2009 П	2010 П	2011 П	2012 П
Денежные средства и эквиваленты	2 428	1 764	7 223	12 222	17 469
Дебиторская задолженность	9 231	9 348	15 589	18 214	22 383
Запасы	1 359	1 916	2 278	2 642	3 145
Прочие оборотные активы	74	134	213	248	304
Основные средства	45 607	46 515	49 382	51 686	54 950
Прочие внеоборотные активы	5 480	785	914	1 068	1 312
Итого активы	59 256	60 462	75 598	86 079	99 563
Кредиторская задолженность	6 275	7 053	10 518	12 201	14 523
Краткосрочный долг	405	946	1 678	2 051	2 051
Прочие краткосрочные обязательства	0	422	878	1 447	2 197
Долгосрочный долг	10 424	12 588	15 517	17 007	17 007
Прочие долгосрочные обязательства	0	1 997	4 157	6 846	10 399
Капитал и резервы	39 883	40 105	42 850	46 528	53 387
Итого пассивы	60 566	60 462	75 598	86 079	99 563

МРСК Сибири

Преимущества

- Самая крупная компания среди МРСК по объемам передаваемой энергии.
- Компания планирует переход 5 филиалов на новое регулирование в следующем 2010 г.
- Низкий процент потерь.
- Одна из самых низких долей услуг компании в конечных тарифах, что увеличивает вероятность повышения тарифов.

Недостатки

- Работает в регионах, в которых в кризис произошло существенное снижение потребления энергии.
- Большая доля предприятий, подключенных по схеме «последней мили», которые могут впоследствии отказаться от услуг МРСК.
- Риски перехода на единую акцию с Холдингом МРСК или с ФСК.
- Наличие убыточных проблемных филиалов. Так, убытки Алтайэнерго в 2007 г. составили 3.8 млрд руб.
- Повышение инвестпрограммы в связи с аварией на Саяно-Шушенской ГРЭС может привести к негативным денежным потокам на протяжении нескольких лет.

Основные данные

Код РТС	MRKS
Цена акции \$	0.0080
Капитализация млн. \$	718
EV млн. \$	929
Целевая цена \$	0.0087
Потенциал %	8%
Рекомендация	Держать

Динамика акций



Финансы и прогнозы

в млн. \$	2008П	2009П	2010П
Выручка	1 429	1 570	1 466
ЕБИТДА	182	160	58
Прибыль	6	51	69
EV/ЕБИТДА	5.04	5.76	15.82
EV/S	0.64	0.59	0.63
P/E	115	отр.	отр.
Рентабельность			
По ЕБИТДА	12.8%	10.2%	4.0%
Чистая	0.4%	отр.	отр.

Акционеры

	Доля %
Холдинг МРСК	53
СУЭК	28
Прочие	19

Анализ чувствительности акций МРСК Сибири, \$

Ставка WACC	Год внедрения RAB								
	2010	2011	2012	2013	2014	2015	2016	2017	
14.9%	0.0163	0.0139	0.0118	0.0099	0.0083	0.0070	0.0057	0.0047	
15.9%	0.0151	0.0127	0.0106	0.0088	0.0073	0.0060	0.0048	0.0038	
16.9%	0.0140	0.0116	0.0096	0.0078	0.0064	0.0051	0.0040	0.0031	
17.9%	0.0130	0.0107	0.0087	0.0070	0.0056	0.0044	0.0033	0.0025	
18.9%	0.0121	0.0098	0.0079	0.0062	0.0049	0.0037	0.0027	0.0019	
19.9%	0.0113	0.0090	0.0072	0.0056	0.0042	0.0031	0.0022	0.0015	
20.9%	0.0106	0.0084	0.0065	0.0050	0.0037	0.0026	0.0018	0.0011	

Модель доходов и расходов

млн. руб	2008	2009 П	2010 П	2011 П	2012 П
Выручка всего	36 526	39 058	46 605	54 379	86 685
Услуги по передачи эл.энергии	33 826	37 796	43 640	51 089	83 005
Услуги по технологическому присоединению	2 177	781	2 434	2 701	3 022
Прочее	523	480	531	589	659
Операционные расходы	34 711	38 060	47 924	58 484	73 838
Затраты на компенсацию потерь	3 784	5 768	4 194	4 589	5 060
Услуги ФСК ЕЭС	8 782	9 976	15 331	21 863	32 612
Услуги распределительных компаний	6 263	6 604	7 625	8 694	9 994
Износ основных средств	2 846	2 974	3 167	3 915	4 671
Зарплата, включая ЕСН	6 213	6 206	6 827	7 441	8 073
Прочие операционные расходы	6 823	6 532	10 780	11 983	13 428
Операционная прибыль	1 815	998	-1 319	-4 105	12 847
Рентабельность, %	5%	3%	-3%	-8%	15%
ЕБИТДА	4 661	3 972	1 847	-190	17 518
Чистые процентные расходы	440	828	863	2 423	4 540
Прочие доходы (расходы)	1 025	1 249	0	0	0
Прибыль до налогов	349	-1 079	-2 183	-6 528	8 307
Налоги на прибыль	192	192	0	0	2 569
Доля миноритариев	0	0	0	0	0
Чистая прибыль	157	-1 271	-2 183	-6 528	5 737

Баланс

млн. руб	2008	2009 П	2010 П	2011 П	2012 П
Денежные средства и эквиваленты	35	66	2 565	6 917	10 820
Дебиторская задолженность	5 875	7 222	7 496	8 746	13 942
Запасы	1 193	1 455	1 647	2 010	2 538
Прочие оборотные активы	85	97	102	120	184
Основные средства	35 844	35 340	47 132	63 926	70 689
Прочие внеоборотные активы	928	1 022	1 219	1 423	2 268
Итого активы	43 960	45 202	60 162	83 142	100 441
Кредиторская задолженность	5 157	6 513	7 120	8 689	10 970
Краткосрочный долг	735	2 776	5 581	10 623	11 464
Прочие краткосрочные обязательства	48	189	468	749	1 270
Долгосрочный долг	4 790	3 390	14 610	34 778	38 143
Прочие долгосрочные обязательства	1 301	1 650	4 087	6 535	11 088
Капитал и резервы	31 928	30 479	28 296	21 768	27 506
Итого пассивы	43 959	45 202	60 162	83 142	100 441

МРСК Урала

Преимущества

- Два из четырех регионов обслуживания перешли на RAB-регулирование в 2009 г. Доля средств, получаемых на основе принципов RAB-регулирования, в выручке этого года может составить 30 %.

Недостатки

- До сих пор не решен вопрос с присоединением Курганэнерго.
- Работает в регионах, в которых в кризис имело место существенное снижение потребления энергии.
- Большая доля предприятий, подключенных по схеме «последней мили», которые могут впоследствии отказаться от услуг МРСК.
- Риски перехода на единую акцию с Холдингом МРСК или с ФСК.
- Более высокая доля услуг компании в конечных тарифах по сравнению с магистральными сетями, что затрудняет возможность повышения тарифов.

Основные данные

Код РТС	MRKU
Цена акции \$	0.0078
Капитализация млн. \$	681
EV млн. \$	859
Целевая цена \$	0.0100
Потенциал %	28%
Рекомендация	Держать

Динамика акций



Финансы и прогнозы

в млн. \$	2008П	2009П	2010П
Выручка	1 465	1 399	1 678
ЕБИТДА	158	209	138
Прибыль	35	0	32
EV/ЕБИТДА	5.52	4.17	6.29
EV/S	0.59	0.62	0.52
P/E	20	2 014	отр.
Рентабельность			
По ЕБИТДА	10.8%	15.0%	8.3%
Чистая	2.4%	0.0%	отр.

Акционеры

	Доля %
Холдинг МРСК	51
Прочие	49

Анализ чувствительности МРСК Урала, \$

Ставка WACC	Год внедрения RAB							
	2010	2011	2012	2013	2014	2015	2016	2017
14.9%	0.0183	0.0157	0.0134	0.0114	0.0096	0.0081	0.0068	0.0056
15.9%	0.0169	0.0143	0.0121	0.0101	0.0085	0.0070	0.0058	0.0047
16.9%	0.0157	0.0132	0.0110	0.0091	0.0075	0.0061	0.0049	0.0039
17.9%	0.0147	0.0121	0.0100	0.0082	0.0066	0.0053	0.0042	0.0032
18.9%	0.0137	0.0112	0.0091	0.0073	0.0058	0.0046	0.0035	0.0026
19.9%	0.0129	0.0104	0.0083	0.0066	0.0052	0.0040	0.0030	0.0021
20.9%	0.0121	0.0096	0.0076	0.0059	0.0046	0.0034	0.0025	0.0017

Модель доходов и расходов

млн. руб	2008	2009 П	2010 П	2011 П	2012 П
Выручка всего	35 965	41 112	49 578	58 068	81 601
Услуги по передаче эл.энергии	34 437	39 875	48 149	56 479	79 843
Услуги по технологическому присоединению	896	907	1 047	1 164	1 289
Прочее	632	331	382	424	470
Операционные расходы	33 947	37 035	47 584	57 382	70 837
Затраты на компенсацию потерь	7 499	5 902	6 295	6 693	7 070
Услуги ФСК ЕЭС	6 766	9 073	14 582	20 836	30 748
Услуги распределительных компаний	8 051	10 797	13 037	14 894	16 939
Износ основных средств	1 855	2 069	2 098	2 187	2 277
Зарплата, включая ЕСН	3 875	4 359	4 795	5 227	5 671
Прочие операционные расходы	5 901	4 833	6 776	7 545	8 133
Операционная прибыль	2 018	4 078	1 994	685	10 764
Рентабельность, %	6%	10%	4%	1%	13%
ЕБИТДА	3 873	6 147	4 092	2 873	13 041
Чистые процентные расходы	436	674	1 036	1 340	1 541
Прочие доходы (расходы)	-293	-3 359	-1 500	-500	-500
Прибыль до налогов	1 288	44	-542	-1 155	8 723
Налоги на прибыль	426	34	399	137	2 153
Доля миноритариев	0	0	0	0	0
Чистая прибыль	862	10	-941	-1 292	6 571

Баланс

млн. руб	2008	2009 П	2010 П	2011 П	2012 П
Денежные средства и эквиваленты	599	2 386	272	706	1 903
Дебиторская задолженность	6 702	6 894	9 239	10 821	15 207
Запасы	1 084	1 260	1 519	1 832	2 261
Прочие оборотные активы	45	47	62	73	101
Основные средства	29 789	30 619	33 351	36 181	39 303
Прочие внеоборотные активы	2 555	2 920	3 522	4 125	5 797
Итого активы	40 773	44 127	47 966	53 738	64 573
Кредиторская задолженность	3 631	5 744	5 090	6 138	7 578
Краткосрочный долг	1 207	1 406	2 160	3 008	3 172
Прочие краткосрочные обязательства	196	208	295	387	543
Долгосрочный долг	5 197	5 995	9 010	12 401	13 058
Прочие долгосрочные обязательства	3 580	3 802	5 380	7 066	9 899
Капитал и резервы	26 961	26 971	26 030	24 738	30 323
Итого пассивы	40 773	44 127	47 966	53 738	64 573

МРСК Волги

Преимущества

- При консолидации отрасли высокая доля МРСК Холдинга (68 %) в уставном капитале делает выгодными для контролирующего акционера высокие коэффициенты конвертации.

Недостатки

- Существенное снижение отпуска энергии в кризис.
- Большая доля предприятий, подключенных по схеме «последней мили», которые могут впоследствии отказаться от услуг МРСК.
- Более высокая доля услуг компании в конечных тарифах по сравнению с магистральными сетями, что затрудняет возможность повышения тарифов.

Основные данные

Код РТС	MRKV
Цена акции \$	0.0034
Капитализация млн. \$	603
EV млн. \$	741
Целевая цена \$	0.0061
Потенциал %	81%
Рекомендация	Покупать

Динамика акций



Финансы и прогнозы

в млн. \$	2008	2009П	2010П
Выручка	1 212	896	1 203
ЕБИТДА	251	165	41
Прибыль	47	1	102
EV/ЕБИТДА	2.98	4.53	18.15
EV/S	0.62	0.83	0.62
P/E	13	420	отр.
Рентабельность			
По ЕБИТДА	20.7%	18.4%	3.4%
Чистая	3.8%	0.2%	отр.

Акционеры

	Доля %
Холдинг МРСК	68
Прочие	32

Анализ чувствительности акций МРСК Волги, \$

Ставка WACC	Год внедрения RAB							
	2010	2011	2012	2013	2014	2015	2016	2017
14.9%	0.0109	0.0094	0.0081	0.0069	0.0059	0.0051	0.0043	0.0036
15.9%	0.0101	0.0086	0.0073	0.0062	0.0053	0.0044	0.0037	0.0031
16.9%	0.0094	0.0080	0.0067	0.0056	0.0047	0.0039	0.0032	0.0026
17.9%	0.0088	0.0074	0.0061	0.0051	0.0042	0.0034	0.0028	0.0023
18.9%	0.0083	0.0068	0.0056	0.0046	0.0038	0.0030	0.0024	0.0019
19.9%	0.0078	0.0064	0.0052	0.0042	0.0034	0.0027	0.0021	0.0016
20.9%	0.0073	0.0059	0.0048	0.0038	0.0030	0.0024	0.0018	0.0014

Модель доходов и расходов

млн. руб	2008	2009 П	2010 П	2011 П	2012 П
Выручка всего	30 152	28 489	34 418	40 156	63 841
Услуги по передачи эл.энергии	26 388	27 862	32 170	37 661	61 050
Услуги по технологическому присоединению	2 011	627	2 248	2 495	2 791
Прочее	1 754	0	0	0	0
Операционные расходы	26 536	26 656	36 691	43 481	53 233
Затраты на компенсацию потерь	5 732	6 083	6 343	6 933	7 638
Услуги ФСК ЕЭС	5 466	6 091	9 361	13 349	19 912
Услуги распределительных компаний	0	2 909	3 359	3 829	4 402
Износ основных средств	3 241	3 412	3 452	3 718	3 937
Зарплата, включая ЕСН	5 384	4 665	5 131	5 593	6 069
Прочие операционные расходы	6 712	3 497	9 046	10 058	11 276
Операционная прибыль	3 617	1 833	-2 273	-3 325	10 608
Рентабельность, %	12%	6%	-7%	-8%	17%
ЕБИТДА	6 858	5 245	1 179	393	14 545
Чистые процентные расходы	457	630	641	1 054	1 418
Прочие доходы (расходы)	1 077	472	0	0	0
Прибыль до налогов	2 082	730	-2 915	-4 379	9 190
Налоги на прибыль	1 005	684	0	0	2 122
Доля миноритариев	0	0	0	0	0
Чистая прибыль	1 157	46	-2 915	-4 379	7 068

Баланс

млн. руб	2008	2009 П	2010 П	2011 П	2012 П
Денежные средства и эквиваленты	612	588	55	61	5 839
Дебиторская задолженность	3 281	3 557	3 746	4 370	6 947
Запасы	1 111	1 136	1 536	1 820	2 228
Прочие оборотные активы	104	75	84	99	147
Основные средства	45 143	44 121	48 326	51 597	54 446
Прочие внеоборотные активы	360	395	477	556	884
Итого активы	50 610	49 872	54 223	58 504	70 492
Кредиторская задолженность	3 324	3 606	4 597	5 447	6 669
Краткосрочный долг	1 240	157	998	2 077	2 077
Прочие краткосрочные обязательства	5	17	58	106	179
Долгосрочный долг	4 554	4 424	7 787	12 102	12 102
Прочие долгосрочные обязательства	703	859	2 891	5 258	8 883
Капитал и резервы	40 783	40 807	37 893	33 514	40 582
Итого пассивы	50 610	49 871	54 223	58 504	70 492

МРСК Юга

Преимущества

- Обслуживание быстроразвивающихся регионов с положительной динамикой роста населения.
- Диверсификация бизнеса, высокая устойчивость к снижению потребления отдельными предприятиями.
- Два из четырех регионов обслуживания перешли на RAB-регулирование в 2009 г. Доля средств, регулируемых RAB-методом, в выручке компании может составить 30 %.
- Более ровная структура потребления энергии в течение года. В регионах присутствия наблюдаются благоприятные климатические условия, что приводит к умеренному росту потребления зимой и необходимости использования кондиционеров летом.

Недостатки

- Риски консолидации с Кубаньэнерго. В связи с большой программой строительства олимпийских объектов в Краснодарском крае предыдущие коэффициенты обмена акций Кубаньэнерго на акции МРСК могут быть пересмотрены. Акционеры Кубаньэнерго могут получить до 50 % акций МРСК Юга.
- Более высокая доля услуг компании в конечных тарифах по сравнению с магистральными сетями, что затрудняет возможность повышения тарифов.

Анализ чувствительности акций МРСК Юга, \$

Ставка WACC	Год внедрения RAB								
	2010	2011	2012	2013	2014	2015	2016	2017	
15.7%	0.0169	0.0138	0.0110	0.0087	0.0066	0.0049	0.0033	0.0020	
16.7%	0.0154	0.0123	0.0096	0.0073	0.0054	0.0037	0.0023	0.0010	
17.7%	0.0141	0.0110	0.0084	0.0062	0.0043	0.0027	0.0013	0.0002	
18.7%	0.0129	0.0099	0.0073	0.0052	0.0033	0.0018	0.0005	-0.0006	
19.7%	0.0119	0.0089	0.0064	0.0043	0.0025	0.0010	-0.0002	-0.0012	
20.7%	0.0109	0.0079	0.0055	0.0035	0.0018	0.0004	-0.0008	-0.0018	
21.7%	0.0100	0.0071	0.0047	0.0027	0.0011	-0.0002	-0.0013	-0.0022	

Основные данные

Код РТС	MRKU
Цена акции \$	0.0061
Капитализация млн. \$	303
EV млн. \$	618
Целевая цена \$	0.0073
Потенциал %	20%
Рекомендация	Держать

Динамика акций



Финансы и прогнозы

в млн. \$	2008	2009П	2010П
Выручка	702	574	735
ЕБИТДА	168	96	26
Прибыль	26	34	94
EV/ЕБИТДА	3.67	6.42	23.45
EV/S	0.88	1.08	0.84
P/E	12	от р.	от р.
Рентабельность			
По ЕБИТДА	23.9%	16.8%	3.6%
Чистая	3.7%	отр.	отр.

Акционеры

	Доля %
Холдинг МРСК	52
ООО «Менеджмент - консалт инг»	21
Прочие	27

Модель доходов и расходов

млн. руб	2008	2009 П	2010 П	2011 П	2012 П
Выручка всего	17 457	18 251	21 030	24 546	39 550
Услуги по передаче эл.энергии	16 369	17 164	19 818	23 200	38 045
Услуги по технологическому присоединению	829	829	927	1 029	1 151
Прочее	258	258	285	316	354
Операционные расходы	15 077	17 223	22 403	26 366	31 816
Затраты на компенсацию потерь	2 716	3 196	3 359	3 681	4 065
Услуги ФСК ЕЭС	3 019	3 281	5 042	7 190	10 726
Износ основных средств	1 672	2 032	2 126	2 379	2 480
Зарплата, включая ЕСН	2 402	3 662	4 028	4 391	4 764
Прочие операционные расходы	5 268	5 053	7 847	8 725	9 781
Операционная прибыль	2 379	1 028	-1 373	-1 820	7 734
Рентабельность, %	14%	6%	-7%	-7%	20%
ЕБИТДА	4 051	3 060	753	559	10 214
Чистые процентные расходы	772	1 507	1 321	1 949	2 033
Прочие доходы (расходы)	309	450	0	0	0
Прибыль до налогов	1 298	-929	-2 693	-3 769	5 701
Налоги на прибыль	650	148	0	0	1 547
Доля миноритариев	0	0	0	0	0
Чистая прибыль	648	-1 077	-2 693	-3 769	4 155

Баланс

млн. руб	2008	2009 П	2010 П	2011 П	2012 П
Денежные средства и эквиваленты	493	323	146	124	2 293
Дебиторская задолженность	6 976	11 033	8 404	9 808	15 804
Запасы	1 385	1 419	2 058	2 422	2 923
Прочие оборотные активы	44	36	30	36	55
Основные средства	26 270	25 908	31 340	32 548	34 003
Прочие внеоборотные активы	512	519	598	698	1 125
Итого активы	35 680	39 238	42 576	45 636	56 202
Кредиторская задолженность	4 612	8 215	6 853	8 065	9 733
Краткосрочный долг	2 113	2 113	3 474	4 292	4 570
Прочие краткосрочные обязательства	112	99	318	661	1 413
Долгосрочный долг	7 191	7 322	12 766	16 038	17 152
Прочие долгосрочные обязательства	354	342	1 100	2 283	4 882
Капитал и резервы	21 297	20 759	18 066	14 297	18 451
Итого пассивы	35 679	39 238	42 576	45 636	56 202

МРСК Северо-Запада

Преимущества

- Наличие крупных миноритарных акционеров повышает уровень корпоративного управления. Одна из самых информационно открытых сетевых компаний.
- Компания объявила высокие оценки RAB, коэффициент переоценки основных средств может составить свыше 400 %.
- Одна из самых дешевых компаний по показателю EV/RAB.

Недостатки

- Работа в проблемных регионах Севера России, которые существенно снизили объемы потребления в условиях кризиса.
- Доля предприятий, подключенных по схеме «последней мили», в общем отпуске энергии составляет примерно 20 %.
- Более высокая доля услуг компании в конечных тарифах по сравнению с магистральными сетями, что затрудняет возможность повышения тарифов.

Основные данные

Код РТС	MRKZ
Цена акции \$	0.007
Капитализация млн. \$	659
EV млн. \$	782
Целевая цена \$	0.011
Потенциал %	60%
Рекомендация	Покупать

Динамика акций



Финансы и прогнозы

в млн. \$	2008	2009П	2010П
Выручка	935	793	1 016
ЕБИТДА	142	139	151
Прибыль	40	20	32
EV/ЕБИТДА	5.43	5.52	5.08
EV/S	0.82	0.97	0.76
P/E	16.15	32.93	20.30
Рентабельность			
По ЕБИТДА	15.2%	17.6%	14.9%
Чистая	4.3%	2.5%	3.1%

Акционеры

	Доля %
Холдинг МРСК	57
Прочие	43

Анализ чувствительности акций МРСК СЗ, \$

Ставка WACC	Год внедрения RAB							
	2010	2011	2012	2013	2014	2015	2016	2017
14.9%	0.0195	0.0168	0.0145	0.0124	0.0106	0.0091	0.0077	0.0066
15.9%	0.0181	0.0155	0.0132	0.0112	0.0095	0.0080	0.0067	0.0056
16.9%	0.0169	0.0143	0.0120	0.0101	0.0084	0.0070	0.0058	0.0048
17.9%	0.0158	0.0132	0.0110	0.0091	0.0076	0.0062	0.0051	0.0041
18.9%	0.0148	0.0123	0.0101	0.0083	0.0068	0.0055	0.0044	0.0035
19.9%	0.0140	0.0114	0.0093	0.0076	0.0061	0.0049	0.0038	0.0030
20.9%	0.0132	0.0107	0.0086	0.0069	0.0055	0.0043	0.0033	0.0025

Модель доходов и расходов

млн. руб	2007	2008	2009 П	2010 П	2011 П	2012 П
Выручка всего	21 280	23 249	25 218	29 062	33 950	52 518
Услуги по передачи эл. энергии	16 405	18 254	23 920	27 618	32 332	50 691
Услуги по технологическому присоединению	615	769	432	488	556	640
Прочее	4 260	4 226	866	956	1 061	1 187
Операционные расходы	19 986	21 888	23 273	27 471	32 512	39 657
Затраты на компенсацию потерь	2 513	2 853	4 026	4 242	4 660	5 161
Услуги ФСК ЕЭС	3 328	4 000	4 347	6 680	9 526	14 210
Услуги распределительных компаний	939	1 625	1 765	2 038	2 324	2 672
Износ основных средств	1 879	2 168	2 490	2 741	3 012	3 252
Зарплата, включая ЕСН	5 738	5 512	5 725	6 298	6 865	7 448
Прочие операционные расходы	5 589	5 730	4 919	5 472	6 125	6 914
Операционная прибыль	1 294	1 361	1 945	1 591	1 438	12 861
Рентабельность, %	6%	6%	8%	5%	4%	24%
ЕВИТДА	3 173	3 529	4 435	4 332	4 450	16 113
Чистые процентные расходы	74	115	612	679	1 381	1 691
Прочие доходы (расходы)	-124	-4	-145	0	0	0
Прибыль до налогов	1 344	1 250	1 187	912	56	11 170
Налоги на прибыль	509	175	562	318	288	2 572
Доля миноритариев	327	78	74	57	4	698
Чистая прибыль	509	997	625	537	-235	7 900

Баланс

млн. руб	2007	2008	2009 П	2010 П	2011 П	2012 П
Денежные средства и эквиваленты	682	719	1 298	4 285	5 878	12 319
Дебиторская задолженность	1 089	3 070	4 796	3 838	4 483	6 935
Запасы	583	747	1 470	938	1 110	1 354
Прочие оборотные активы	823	433	81	62	73	108
Основные средства	24 704	26 856	30 335	34 534	38 074	41 374
Прочие внеоборотные активы	378	252	309	356	416	644
Итого активы	28 259	32 077	38 289	44 013	50 035	62 733
Кредиторская задолженность	2 404	2 973	3 770	3 731	4 416	5 386
Краткосрочный долг	1 352	3 133	2 963	4 295	5 375	5 966
Прочие краткосрочные обязательства	988	446	1 367	1 367	1 367	1 367
Долгосрочный долг	353	1 568	1 887	7 216	11 533	13 898
Прочие долгосрочные обязательства	3 295	3 016	997	997	997	997
Капитал и резервы	19 866	20 941	28 330	28 867	28 632	36 532
Итого пассивы	28 258	32 077	38 289	44 013	50 035	62 733

МРСК Северного Кавказа

Преимущества

- Обслуживание быстроразвивающихся регионов с положительной динамикой роста населения. В условиях кризиса регионы практически не снижают потребление энергии.
- Самая дешевая компания по показателю EV/RAB.
- Является компанией, которая может в наибольшей степени выиграть от перехода на единую акцию с Холдингом из-за выгодных коэффициентов обмена.
- Компания управляет рядом региональных сбытов, что гарантирует ее преимущество при оплате услуг.

Недостатки

- Высокий процент коммерческих и технологических потерь (22 % в 2008 г. по сравнению с 12 % в среднем по распределителям).
- Наличие убыточных проблемных филиалов.
- Высокая стоимость строительства в условиях горной местности.
- Переход на RAB осложнен необходимостью резкого роста тарифов. Компания может стать одной из последней среди перешедших на новое регулирование.
- Увеличение инвестпрограммы может привести к негативным денежным потокам на протяжении нескольких лет.

Анализ чувствительности акций МРСК СК, \$

Ставка WACC	Год внедрения RAB							
	2011	2012	2013	2014	2015	2016	2017	2018
17.7%	16.3	13.7	11.4	9.4	7.8	6.4	5.2	4.2
18.7%	15.2	12.6	10.3	8.5	6.9	5.6	4.5	3.5
19.7%	14.1	11.6	9.4	7.6	6.1	4.9	3.8	3.0
20.7%	13.2	10.7	8.6	6.9	5.4	4.3	3.3	2.5
21.7%	12.4	9.9	7.9	6.2	4.8	3.7	2.8	2.0
22.7%	11.6	9.2	7.2	5.6	4.3	3.2	2.4	1.6
23.7%	10.9	8.5	6.6	5.1	3.8	2.8	2.0	1.3

Основные данные

Код РТС	MRKK
Цена акции \$	2.8
Капитализация млн. \$	81
EV млн. \$	124
Целевая цена \$	5.4
Потенциал %	97%
Рекомендация	Покупать

Динамика акций



Финансы и прогнозы

в млн. \$	2008	2009П	2010П
Выручка	328	305	392
ЕБИТДА	42	30	28
Прибыль	- 16	- 18	- 42
EV/ЕБИТДА	2.98	4.12	4.48
EV/S	0.38	0.41	0.32
P/E	отр.	отр.	отр.
Рентабельность			
По ЕБИТДА	12.8%	9.9%	7.1%
Чистая	отр.	отр.	отр.

Акционеры

	Доля %
Холдинг МРСК	58
Прочие	42

Модель доходов и расходов

млн. руб	2008	2009	2010	2011	2012
Выручка всего	8 161	9 714	11 201	13 092	15 497
Услуги по передаче эл. энергии	7 813	9 357	10 803	12 647	14 995
Услуги по технологическому присоединению	93	103	116	132	152
Прочее	255	255	282	313	350
Операционные расходы	8 369	10 244	12 013	14 053	15 905
Затраты на компенсацию потерь	2 009	3 370	3 813	4 375	4 796
Услуги ФСК ЕЭС	1 230	1 485	2 283	3 255	4 856
Износ основных средств	1 253	1 496	1 611	1 673	1 737
Зарплата, включая ЕСН	2 134	2 387	2 626	2 862	3 105
Прочие операционные расходы	1 743	1 506	1 680	1 888	1 411
Операционная прибыль	-208	-529	-812	-961	-408
Рентабельность, %	-3%	-5%	-7%	-7%	-3%
ЕБИТДА	1 044	966	799	712	1 329
Чистые процентные расходы	27	34	403	1 037	1 350
Прочие доходы (расходы)	87	-82	0	0	0
Прибыль до налогов	-322	-482	-1 215	-1 998	-1 757
Налоги на прибыль	71	80	0	0	0
Доля миноритариев	0	0	0	0	0
Чистая прибыль	-393	-562	-1 215	-1 998	-1 757

Баланс

млн. руб	2008	2009 П	2010 П	2011 П	2012 П
Денежные средства и эквиваленты	883	782	1 625	784	-844
Дебиторская задолженность	2 377	3 833	3 263	3 814	4 514
Запасы	1 009	1 182	1 448	1 694	1 917
Прочие оборотные активы	136	148	139	162	190
Основные средства	14 046	15 783	16 391	16 999	17 728
Прочие внеоборотные активы	2 589	564	650	760	899
Итого активы	21 040	22 291	23 515	24 213	24 405
Кредиторская задолженность	2 745	4 293	3 940	4 609	5 216
Краткосрочный долг	1 642	1 642	2 276	2 659	2 889
Прочие краткосрочные обязательства	272	41	41	41	41
Долгосрочный долг	362	375	2 911	4 444	5 362
Прочие долгосрочные обязательства	802	923	923	923	923
Капитал и резервы	15 218	14 938	13 723	11 725	9 967
Итого пассивы	21 040	22 291	23 515	24 213	24 405

Аналитический департамент

Тел: +7 495 624 00 80

Факс: +7 495 925 80 00 доб. 2822

Bank_of_Moscow_Research@mmbank.ru
Директор департамента

Тремасов Кирилл

Tremasov_KV@mmbank.ru
Управление рынка акций
Стратегия, Экономика

Тремасов Кирилл

Tremasov_KV@mmbank.ru

Волов Юрий

Volov_YM@mmbank.ru
Нефть и газ

Коваленко Константин

Kovalenko_KI@mmbank.ru

Вахрамеев Сергей

Vahrameev_SS@mmbank.ru
Электрoэнергетика

Лямин Михаил

Lyamin_MY@mmbank.ru

Рубинов Иван

Rubinov_IV@mmbank.ru
Металлургия, Химия

Волов Юрий

Volov_YM@mmbank.ru

Кучеров Андрей

Kucherov_AA@mmbank.ru
Банки, денежный рынок

Федоров Егор

Fedorov_EY@mmbank.ru
Потребсектор, телекоммуникации

Мухамеджанова Сабина

Muhamedzhanova_SR@mmbank.ru
Машиностроение/Транспорт

Лямин Михаил

Lyamin_MY@mmbank.ru
Управление долговых рынков

Игнатьев Леонид

Ignatiev_LA@mmbank.ru

Горбунова Екатерина

Gorbunova_EB@mmbank.ru

Турмышев Дмитрий

Turmyshev_DS@mmbank.ru

Настоящий документ предоставлен исключительно в порядке информации и не является предложением о проведении операций на рынке ценных бумаг, и в частности предложением об их покупке или продаже. Настоящий документ содержит информацию, полученную из источников, которые Банк Москвы рассматривает в качестве достоверных. Однако Банк Москвы, его руководство и сотрудники не могут гарантировать абсолютную точность, полноту и достоверность такой информации и не несут ответственности за возможные потери клиента в связи с ее использованием. Оценки и мнения, представленные в настоящем документе, основаны единственно на заключениях аналитиков Банка в отношении анализируемых ценных бумаг и эмитентов. Вознаграждение аналитиков не связано и не зависит от содержания аналитических обзоров, которые они готовят, или от существа даваемых ими рекомендаций.

Банк Москвы, его руководство и сотрудники не несут ответственности за инвестиционные решения клиента, основанные на информации, содержащейся в настоящем документе. Банк Москвы, его руководство и сотрудники также не несут ответственности за прямые или косвенные потери и/или ущерб, возникший в результате использования клиентом информации или какой-либо ее части при совершении операций с ценными бумагами. Банк Москвы не берет на себя обязательств регулярно обновлять информацию, которая содержится в настоящем документе, или исправлять возможные неточности. Сделки, совершенные в прошлом и упомянутые в настоящем документе, не всегда являются индикативными для определения результатов будущих сделок. На стоимость, цену или величину дохода по ценным бумагам или производным инструментам, упомянутым в настоящем документе, могут оказывать неблагоприятное воздействие колебания обменных курсов валют. Инвестирование в российские ценные бумаги несет значительный риск, в связи с чем клиенту необходимо проводить собственный анализ рынка и исследование надежности российских эмитентов до совершения сделок.

Настоящий документ не может быть воспроизведен полностью или частично, с него нельзя делать копии, выдержки из него не могут использоваться для каких-либо публикаций без предварительного письменного разрешения Банка Москвы. Банк Москвы не несет ответственности за несанкционированные действия третьих лиц, связанные с распространением настоящего документа или любой его части.