

МРСК: Новые надежды и новые вызовы



Тикер	Рын. кап, \$млн.	EV, \$млн.	EV/EBITDA 2012	EV/RAB	Старая целевая цена, руб.	Новая целевая цена, руб.	Потенциал	Рекомендация	
I. Фавориты									
МРСК Центра	MRKC	802	1 390	3.0	0.57	1.3	0.931	66%	Покупать
МРСК ЦП	MRKP	588	1 190	3.6	0.48	0.23	0.253	64%	Покупать
МРСК Волги	MRKV	390	548	2.8	0.33	0.17	0.115	69%	Покупать
II. Аутсайдеры: Держать и Продавать									
МРСК Урала	MRKU	526	735	2.9	0.82	0.49	0.180	-4%	Держать
МРСК Сибири	MRKS	282	454	3.0	-	0.27	0.085	-1%	Продавать
Ленэнерго об.	LSNG	180	822	3.0	0.36	15.6	6.61	10%	Держать
III. Риски ниже средних по отрасли									
МОЭСК	MSRS	2035	3380	3.0	-	1.83	1.54	20%	Покупать
Лнеэнерго преф.	LSNGP	47	47	-	-	18.8	26.7	68%	Покупать
IV. Перспектива перевода на RAB новых филиалов									
МРСК Северо-Запада	MRKZ	209	358	2.7	0.65	0.148	0.091	33%	Покупать
МРСК Юга	MRKY	87	567	4.1	0.79	0.15	0.082	51%	Покупать
V. Спекулятивные идеи									
МРСК Северного Кавказа	MRKK	53	75	1.2	0.14	127	60.8	99%	Спек. Покупать
Кубаньэнерго	KUBE	345	648	отр.	-	133	158	45%	Спек. Покупать
Томская РК об.	TORS	54	35	1.4	-	1.23	0.83	94%	Спек. Покупать
Томская РК преф.	TORSP	6	6	-	-	1.04	0.38	28%	Спек. Покупать
Холдинг МРСК об.	MRKH	2 638	7 287	2.3	0.53	4.66	2.36	24%	Покупать
Холдинг МРСК преф.	MRKHP	75	75	-	-	3.03	1.53	29%	Покупать

Источник: ММВБ-РТС, оценки РМГ

Мы обновили оценки МРСК и Холдинга МРСК, отразив более высокие, чем мы ожидали, инвестпрограммы, и новые, более низкие тарифы. К 1 ноября RAB будет «перезагружен» в 73% филиалов МРСК, и мы рассчитываем, что более адекватные параметры позволят сохранить «правила игры» на ближайшие годы неизменными. Мы также считаем, что «пилотная» приватизация одной МРСК, запланированная на 1 кв. 2013г., способна стать триггером роста для акций сектора.

- ✓ Утвержденные инвестпрограммы МРСК на 2012-17гг. оказались на 10-60% выше наших ожиданий. В ближайшие пять лет Холдинг МРСК потратит на инвестиции 825 млрд. руб. (ранее 625 млрд. руб.).
- ✓ К настоящему моменту RAB «перезагружен» в 38 филиалах МРСК, положительное решение по ещё 6 ожидается к 1 ноября. Остальные 16 филиалов будут регулироваться менее прогрессивным методом долгосрочной индексации выручки. Для филиалов, прошедших «перезагрузку», база капитала iRAB в среднем была снижена на 20%, что лучше, чем рынок ожидал в конце 2011г. (сокращение на 30-40%).
- ✓ ФСТ уже утвердила рост тарифов на 2012-17гг. для 20 филиалов МРСК. В целом, цифры ниже, чем разрешенные правительством 10% в год.
- ✓ По последним заявлениям Минэнерго, договора «последней мили» будут отменены в конце 2014г. Похоже, проблема будет решена за счет МРСК, но если они попадут в тяжелое финансовое положение, государство поможет. Мы не исключаем допэмиссий МРСК Урала и МРСК Сибири в пользу государства.
- ✓ Мы разделили МРСК на 5 групп в зависимости от их финансов, инвестиционных качеств и рисков. Наши фавориты – МРСК Центра, МРСК ЦП и МРСК Волги. Компании сильны фундаментально и являются главными кандидатами на приватизацию. МРСК Северного Кавказа, Кубаньэнерго и Томская РК предлагают спекулятивные идеи на тему цен выкупа и (или) улучшения в корпоративном управлении. Мы предпочитаем акции фаворитов сектора акциям Холдинга МРСК, которые несут риск неблагоприятных действий в отношении миноритариев в связи с объединением с ФСК.
- ✓ Наш умеренный оптимизм по отношению к распределителям обусловлен рядом причин. Во-первых, мы считаем массовую распродажу МРСК после объявления об объединении Холдинга МРСК и ФСК неоправданной. Во-вторых, приватизация может стать триггером роста. В-третьих, более адекватные параметры должны позволить сохранить «правила игры» на ближайшие годы неизменными.

С момента выхода нашего последнего обзора по распределительному сектору МРСК испытали несколько регуляторных шоков. В связи с прошедшими событиями мы обновляем свой взгляд на сектор.

«Перезагрузка» RAB

Для того, чтобы перейти на обновленное RAB-регулирование, МРСК должны были утвердить свои инвестиционные программы на 2012-17гг. в Минэнерго и(или) региональных регуляторах. В целом, утвержденные капиталовложения оказались на 10-60% выше наших предыдущих ожиданий. В ближайшие пять лет Холдинг МРСК потратит на сарех 825 млрд. руб. по сравнению с 676 млрд. руб., планировавшимися ранее.

В ближайшие пять лет инвестиции Холдинга МРСК составят 825 млрд. руб., на 22% выше, чем планировалось ранее

Утвержденные инвестпрограммы (вкл. НДС), млн. руб.

	2012o	2013o	2014o	2015o	2016o	2017o	2012-17o	Старый прогноз	Изменение
МОЭСК	37 442	52 274	56 761	47 261	38 698	41 528	273 964	142 400	92%
МРСК ЦП	8 929	9 961	12 307	14 553	16 531	18 472	80 753	62 828	29%
Ленэнерго	15 215	15 954	14 733	14 935	13 493	13 618	87 948	93 891	-6%
МРСК Сибири	5 333	6 060	5 957	6 550	7 217	7 269	38 386	27 511	40%
МРСК СК	7 252	5 069	4 457	5 008	5 314	5 550	32 650	13 452	143%
Кубаньэнерго	9 627	17 970	595	825	931	1 062	31 010	16 505	88%
Тюменьэнерго	10 659	13 846	14 124	8 954	11 700	10 177	69 460		
Янтарьэнерго	354	396	459	538	740	688	3 175		
МРСК Волги	9 018	7 378	7 435	8 968	13 010	5 831	51 640	32 784	58%
МРСК Урала	7 653	9 155	9 275	9 879	10 775	11 588	58 325	38 548	51%
МРСК СЗ	7 828	6 057	5 961	6 704	7 538	8 397	42 485	20 060	112%

Источник: компании, Минэнерго

По действующему законодательству, ФСТ и региональные регуляторы утверждают новые параметры RAB для каждого филиала МРСК, основываясь на утвержденной инвестпрограмме. Процесс «перезагрузки» будет завершен к 1 ноября. Если филиал не соответствует критериям RAB, его переключают на регулирование методом долгосрочной индексации выручки. Мы ожидаем, что эта судьба ждет 16 филиалов МРСК. Для филиалов, которые уже «перезагрузили» свой RAB, основной параметр – база капитала iRAB – был снижен в среднем на 20%, что довольно значительно, но всё же лучше, чем рынок ожидал в конце 2011г. (сокращение на 30-40%).

44 филиала МРСК из 60 перейдут на новый RAB к 1 ноября 2012г.

73% филиалов перейдут на RAB к 1 ноября

	Кол-во филиалов	Кол-во филиалов на новом RAB	Кол-во филиалов на долгосрочной индексации*
МРСК Центра	11	9	2(2) - Брянск, Тверь
МРСК ЦП	9	6	3(3) - Мари Эл, Ниж.Нов, Тула
МРСК Волги	7	6	1(1) - Самара
МРСК Урала	3	2	1 - Челябинск
МОЭСК	2	2	
Ленэнерго	2	2	
МРСК Сибири	8		8
МРСК СЗ	7	3	4
МРСК Юга	5	4	1 - Дагестан
Кубаньэнерго	4	3	1 - Волгоград
МРСК СК	1		1
Томская РК	1	1	
Всего	60	38	22(6)

* в скобках -число компаний, переход которых на RAB ожидается до 1 ноября

Источник: компании, ФСТ

Для уже перешедших филиалов база капитала iRAB была снижена в среднем на 20%

iRAB в среднем сокращен на 20%

	iRAB 2011	iRAB 2012	изм., %	Кол-во перешедших филиалов	Ожидают перехода **
МРСК Центра	72 960	53 990	-26%	7	11
МРСК ЦП	37 725	34 718	-8%	6	9
МРСК Волги	56 747	37 203	-34%	6	7
МРСК Урала	37 378	28 309	-24%	2	2
Ленэнерго	73 400	72 224	-2%	2	2
МРСК Северо-Запада	22 892	17 469	-24%	3	3
МРСК Северного Кавказа	16 400	16 400	0%	4	4
МРСК Юга	22 523	22 523	0%	3	3

** - общее число компаний, переход которых на RAB ожидается до 1 ноября
 Источник: компании, ФСТ

Остальные филиалы будут переведены на менее прогрессивный метод долгосрочной индексации

Метод долгосрочной индексации выручки считается менее прогрессивным по сравнению с RAB, т.к. в нем отсутствует возврат капитала и отдача на капитал. С другой стороны, он не содержит требований поддерживать соотношение долг/инвестированный капитал на определенном уровне (ряду МРСК, регулируемых по RAB, придется увеличивать долг). Поскольку метод долгосрочной индексации лимитирует инвестиционные затраты на уровне 12% скорректированной выручки, он больше подходит регионам с ограниченными инвестиционными потребностями, или, наоборот, может быть внедрен в регионах, где есть цель сдержать рост сетевого тарифа. В целом, в филиалах, регулируемых методом долгосрочной индексации, рост тарифа будет ниже, что будет компенсировано меньшим объемом капзатрат.

RAB регулирование в России носит несколько искусственный характер

Но главной целью «перезагрузки» RAB было как раз сдержать рост сетевого тарифа. В реальности государство устанавливает потолок роста цен (5.5%-10%-10% в 2012-14гг.), а затем ФСТ устанавливает такие параметры RAB, что «уложиться» в данный потолок. В силу искусственности российского RAB, его разница с методом долгосрочной индексации оказывается в значительной степени размытой. По словам представителей ряда МРСК, эта разница выражается скорее в восприятии инвесторами RAB как более прогрессивной системы (есть возврат и доход на капитал), чем в различии в денежных потоках, обеспечиваемых двумя методами.

ФСТ уже утвердила рост тарифов на 2012-17гг. для 20 филиалов МРСК из примерно 50, которые регулировались по RAB до «перезагрузки». В целом, цифры ниже, чем разрешенные правительством 10% в год (см. Приложение).

Проблемы «последней мили»

Наиболее остро проблема «последней мили» стоит в МРСК Урала и МРСК Сибири

Договор «последней мили» - это форма перекрестного субсидирования между населением и крупным промышленным потребителем. Последний платит двойной тариф (и МРСК, и ФСК), хотя он подключен к высоковольтным сетям ФСК напрямую. Юридически механизм оформляется через аренду МРСК «последней мили» сетей ФСК перед промышленным потребителем. Выручка по договорам «последней мили» составила 60-70 млрд. руб. в 2011г. (~58 млрд. руб. в 2012г.). Наиболее проблемные компании – МРСК Урала (19% отпуска, 10 млрд.руб.) и МРСК Сибири (>20% отпуска).

«Последняя миля» должна быть отменена в 2014г.

Отмена данных договоров много раз переносилась, последний раз на конец 2014г. В июле замминистра энергетики М. Курбатов предложил схему отмены «последней мили» в 18 наиболее проблемных регионах к обозначенному сроку. Схема включает умеренный рост тарифов для населения, введение социальной квоты потребления э/э, субсидии населению из местных бюджетов и оптимизацию расходов МРСК (включая допустимое сокращение инвестпрограмм). Общая идея, на наш взгляд, в том, что проблема будет решена за счет МРСК, но если они попадут в тяжелое финансовое положение, государство поможет. В связи с этим мы не исключаем допэмиссий МРСК Урала и МРСК Сибири в пользу государства.

Будущее Холдинга МРСК

Форма объединения ФСК и Холдинга будет объявлена осенью-зимой 2012г.

В течение последних трех месяцев акции Холдинга МРСК находились под воздействием спекуляций по поводу объединения с ФСК (11 июля Холдинг перешел в оперативное управление ФСК). Окончательное решение о форме объединения будет принято осенью-зимой 2012г. Рассматриваются варианты сохранения оперативного управления (отказ от перехода на единую акцию), конвертация акций Холдинга МРСК в акции ФСК и конвертация акций обеих компаний в акции Единой Национальной Сетевой Компании, которую должен учредить Роснефтегаз.

Мы считаем непродуктивным строить прогнозы относительно разрешения ситуации, поскольку она в значительной степени будет зависеть от исхода борьбы между новой и старой командой в энергетике. Последние два сценария, описанные выше, подразумевают спекуляции по поводу коэффициентов конвертации и цен выкупа у несогласных, способные вызвать сильные движения в акциях Холдинга МРСК и ФСК в течение ближайших месяцев.

Подход к оценке и рекомендации

Мы обновили оценки МРСК, используя модели DCF, а Холдинг МРСК оценили как сумму частей. Базовые предположения наших оценок следующие:

- Мы рассматриваем финансовые модели МРСК как улучшенную систему «затраты+» ввиду искусственности российского RAB. В частности, мы не верим, что уровень экономии затрат, заложенный в RAB-методике, будет достигнут.
- Полезный отпуск МРСК будет расти темпом 1.5% в год, что примерно соответствует нашему прогнозу роста энергопотребления в России.

В ближайшие несколько лет капитальные затраты МРСК будут доминировать над дивидендами

Основная черта российского распределительного сектора – в ближайшие несколько лет капитальные затраты будут доминировать над дивидендами. В настоящее время сети Холдинга МРСК изношены на 68%, и основная цель государства на ближайшие пять лет – во-первых, сократить уровень износа до приемлемых 50-55%, во-вторых, значительно улучшить контроль над издержками в МРСК, в-третьих, избежать резкого роста тарифов. Жесткие тарифные условия и высокие инвестпрограммы приводят к ситуации, когда свободный денежный поток большинства МРСК в 2012-16гг. будет около нуля, а основная часть справедливой стоимости компаний формируется в терминальном периоде.

Мы разделяем МРСК на 5 подгрупп

	Рост тарифов в 2012-17гг.			Дивиденды, % от ЧП	Целевая цена, руб.	Рекомендация
	нов.	ст.	изм., %			
I. Фавориты						
МРСК Центра	7.1%	7.3%	-0.2%	8-13% в 2010-11	0.931	Покупать
МРСК ЦП	7.1%	7.3%	-0.2%	7.5-10% в 2010-11	0.253	Покупать
МРСК Волги	6.8%	7.3%	-0.4%	15% в 2011	0.115	Покупать
II. Аутсайдеры: Держать и Продавать						
МРСК Урала	4.6%	7.3%	-2.7%	10-15% в 2010-11	0.180	Держать
МРСК Сибири	6.2%	7.3%	-1.1%	-	0.085	Продавать
Ленэнерго об.	9.8%	7.3%	2.6%	-	6.61	Держать
III. Риски ниже средних по отрасли						
МОЭСК	7.3%	7.3%	0.1%	7-8% в 2009-11	1.54	Покупать
Ленэнерго преф.				10-11% в 2009-11	26.7	Покупать
IV. Перспектива перевода на RAB новых филиалов						
МРСК Северо-Запада	6.8%	7.3%	-0.4%	-	0.091	Покупать
МРСК Юга	7.4%	7.3%	0.2%	-	0.082	Покупать
V. Спекулятивные идеи						
МРСК С Кавказа	7.6%	7.3%	0.4%	-	60.8	Спек. Покупать
Кубаньэнерго	6.2%	7.3%	-1.1%	-	158	Спек. Покупать
Томская РК об.	5.3%	7.3%	-2.0%	2.5-4% в 2009-11	0.83	Спек. Покупать
Томская РК преф.				5.2% в 2009-11	0.38	Спек. Покупать
Холдинг МРСК об.					2.36	Покупать
Холдинг МРСК преф.				5% скорр. ЧП	1.53	Покупать

Источник: данные компании, оценки РМГ

Наши фавориты в секторе – МРСК Центра, МРСК ЦП и МРСК Волги

Наши фавориты в секторе – **МРСК Центра, МРСК ЦП и МРСК Волги**. Компании «перезагрузили» RAB практически во всех своих филиалах и имеют ограниченную долговую нагрузку (чистый долг/ЕБИТДА 0.8-1.7x). Также они, по нашему мнению, продолжат в 2012-16гг. платить дивиденды в размере 7.5-15% чистой прибыли. Эти компании являются главными кандидатами на приватизацию (министр энергетики А. Новак обещал приватизировать «пилотную» МРСК в 1 кв. 2013г.).

Рекомендации по МРСК Урала и МРСК Сибири снижена до Держать и Продавать

Мы снижаем оценки **МРСК Урала и МРСК Сибири** на 63-68% и рекомендации с Покупать до Держать и Продавать, соответственно. Регулятор сократил базу капитала iRAB для двух филиалов МРСК Урала, Свердловэнерго и Пермэнерго, на 44% и 21% и, скорее всего, откажет в переводе на RAB третьего филиала – Челябинэнерго, где 37% отпуска стоимостью 7 млрд. руб. приходится на договора «последней мили». Кроме того, ФСТ утвердила средний рост тарифа крупнейшего филиала Свердловэнерго на 2012-17гг. на уровне всего 3.7%. Что касается МРСК Сибири, все её филиалы должны быть переведены на долгосрочную индексацию, и мы не исключаем допэмиссий компании в пользу государства, так как компания начнет испытывать трудности с финансированием инвестпрограммы после отмены договоров «последней мили» в 2014г.

Риски МОЭСК и префов Ленэнерго ниже средних по отрасли

Мы подтверждаем рекомендацию Покупать по акциям **МОЭСК и префам Ленэнерго**. МОЭСК направляет на дивиденды 7-8% чистой прибыли ежегодно, но потенциал роста акций скромный – около 20%. Ленэнерго удалось перевести оба филиала на RAB с приемлемыми параметрами. Нам больше нравятся привилегированные акции по сравнению с обыкновенными, поскольку они гарантируют 10% коэффициент выплат. Ввиду большой и стратегически важной инвестпрограммы (74 млрд. руб. в 2012-17гг.), регулятор может одобрить средний рост тарифа в 2012-17гг. на уровне 10%, что позитивно скажется на чистой прибыли компании. Рекомендация по **обычкам Ленэнерго** снижена до Держать на фоне снижения прогноза свободного денежного потока.

Мы продолжаем рекомендовать к покупке **МРСК Северо-Запада**, поскольку компания перевела на RAB Новгородский, Псковский и Вологодский филиалы, и **МРСК Юга**, получившую высокие тарифы от ФСТ (рост около 10% ежегодно) для Астраханского и Ростовского регионов (в сумме 58% отпуска).

МРСК Северного Кавказа и Кубаньэнерго финансово слабее, чем упомянутые выше компании, и имеют более низкий уровень корпоративного управления, высокий долг и несут риски допэмиссий. Тем не менее, они предлагают некоторые спекулятивные идеи, и мы выставляем по ним рекомендацию Спекулятивно Покупать.

Спекулятивные идеи есть в бумагах МРСК Северного Кавказа, Кубаньэнерго и Томской РК

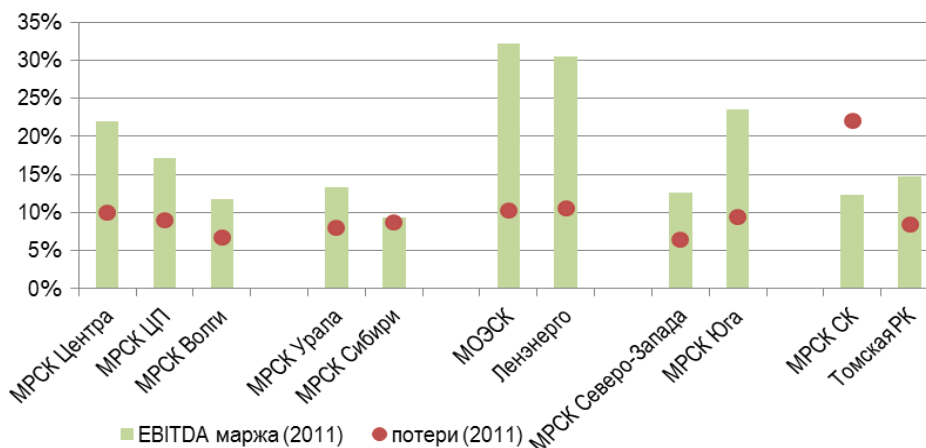
МРСК Северного Кавказа страдает от больших потерь в сетях, на которые в 2011г. пришлось 22% отпуска. Причина - в сильно изношенном оборудовании и воровстве э/э (в Дагестане «коммерческие потери» составляют 40% отпуска). Мы ожидаем, что компании удастся снизить уровень потерь, по крайней мере, до 17% к 2016г. Если рынок заметит успехи компании в данном вопросе, котировки получат мощный драйвер. Несколько месяцев назад компания впервые опубликовала отчетность по МСФО (за 2011г.).

В апреле 2012г. 100% дочернее общество Холдинга МРСК, Тюменьэнерго, согласовало покупку у компании Нефть-актив, дочка Роснефти, принадлежащих ей 27.97% **Кубаньэнерго** по 157.8 руб. за акцию. В результате доля компании в Кубаньэнерго превысит 30%, и возникнет обязательство по оферте миноритариям по цене сделки. Акции Кубаньэнерго сильно росли в первые дни после объявления новости, но затем скорректировались до 110 руб. на опасениях, что оферта не будет сделана из-за предстоящего объединения Холдинга МРСК с ФСК. В то же время представители Холдинга МРСК несколько раз подтверждали намерение сделать оферту, не уточняя сроков.

Также Тюменьэнерго выкупит долю Нефть-актива в **Томской распределительной компании** - 26% обыкновенных и 27% привилегированных акций - по 0.5365 руб. и 0.4235 руб., соответственно. В результате доля Тюменьэнерго в обыкновенных акциях ТРК превысит 40%. Цена выкупа для обычек ниже нашей оценки справедливой цены, но выше текущих котировок на 31%.

Средние потери в сетях по отрасли составляют 10%. Маржа МОЭСК и Ленэнерго выше средней по отрасли за счет высокой доли доходов от тех. присоединения

Маржа EBITDA и потери в сетях (2011)

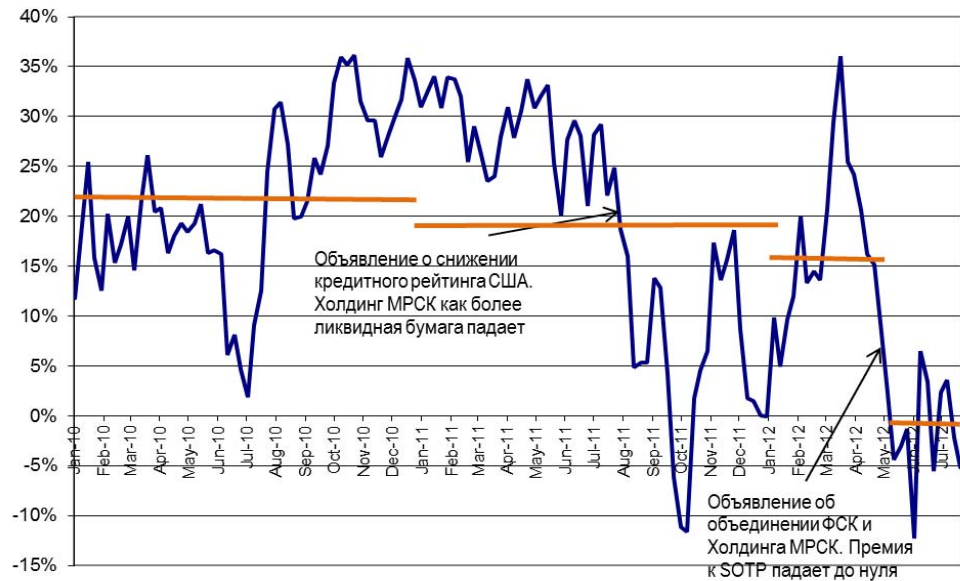


Источник: компании, оценки РМГ

При оценке Холдинга МРСК мы не применяем премию или дисконт к сумме составных частей

Мы оценили обыкновенные акции Холдинга МРСК как сумму частей (SOTP), не применяя премию или дисконт. До этого мы применяли 19% премию к стоимости торгуемых «дочек», базируясь на исторических данных (см. график), поскольку один из крупных активов, Тюменьэнерго (10% EBITDA Холдинга МРСК) не торгуется. После объявления о возможном объединении двух монополий, премия быстро снизилась до нуля, отражая риски неблагоприятных действий в отношении миноритариев Холдинга.

Премия Холдинга МРСК к сумме частей (только торгуемых)

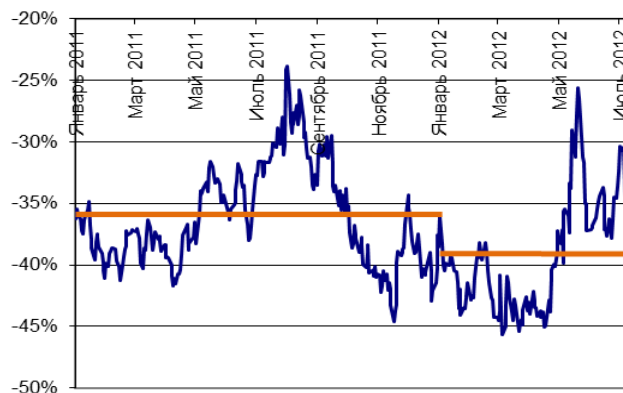


Источник: ММВБ-РТС, оценки РМГ

Наша новая целевая цена обыкновенной акции Холдинга МРСК – 2.35 руб. Для оценки префов мы применяем 35% дисконт и получаем целевую цену 1.53 руб. Обе акции имеют 24-29% потенциал роста, и мы подтверждаем рекомендацию Покупать. Тем не менее, на наш взгляд, акции МРСК Центра, МРСК ЦП и МРСК Волги являются более привлекательными.

Дисконт привилегированных акций Холдинга МРСК к обыкновенным

Префы Холдинга МРСК исторически торгуются с дисконтом к обычкам в 35-40%



Источник: ММВБ-РТС, оценки РМГ

Старт приватизации МРСК и сохранение неизменными «правил игры» будут способствовать повышению инвестиционной привлекательности сектора

Наш умеренный оптимизм по отношению к российскому распределительному сектору обусловлен рядом причин.

- Мы считаем массовую распродажу региональных МРСК после объявления об объединении ФСК и Холдинга необоснованной, поскольку она была в большей степени обусловлена эмоциональными (разочарование реформой сетей, неспособность государства решить проблемы отрасли, непоследовательность действий регулятора), чем фундаментальными причинами (риск операционного объединения филиалов ФСК с региональными МРСК, судя по всему, не будет реализован).
- Мы рассчитываем, что приватизация «пилотной» МРСК способна стать триггером для роста акций сектора. В начале июня шведский фонд EOS Russia, владеющий крупными пакетами МРСК, отказался от их продажи, сделав ставку на приватизацию и успешную «перезагрузку» RAB.
- «Перезагрузка» RAB близится к завершению, и мы рассчитываем, что более адекватные параметры и невысокие темпы роста тарифов позволят регуляторам сохранить «правила игры» на ближайшие пять лет неизменными, а компаниям – улучшить свою эффективность.

Приложение

Объявленный ФСТ темп роста тарифов МРСК в целом ниже озвучивавшихся ранее 10% в год

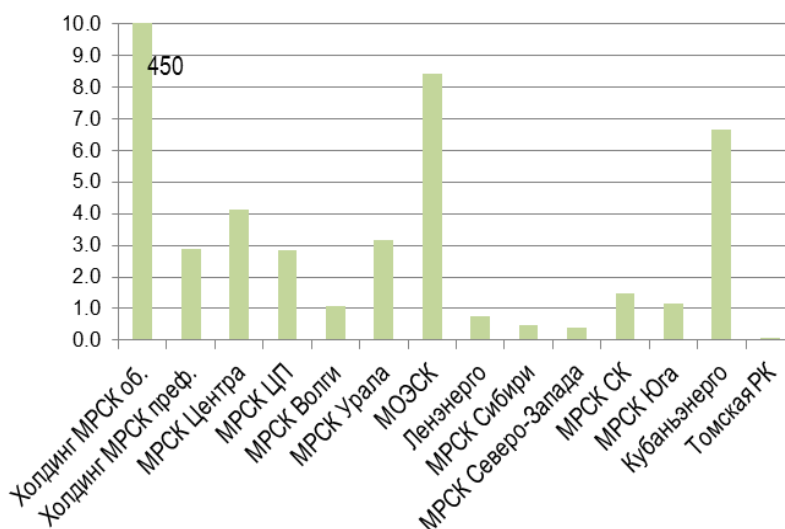
ФСТ утвердила тарифы на 2012-17гг. для 20 филиалов МРСК

	% отпуска (2011)	2012	2013	2014	2015	2016	2017	среднее
МРСК Центра								
Белгород	19%	99.0%	108.6%	109.7%	107.2%	106.1%	107.7%	106.3%
Курск	9%	101.4%	107.3%	106.0%	106.1%	106.1%	107.2%	105.7%
Орел	4%	99.3%	110.0%	110.0%	110.0%	110.0%	110.0%	108.1%
МРСК ЦП								
Иваново	6%	104.7%	107.4%	108.6%	109.1%	107.9%	106.1%	107.3%
Рязань	8%	107.0%	109.0%	109.0%	108.8%	109.4%	107.8%	108.5%
Киров	9%	102.4%	108.3%	109.5%	109.4%	109.7%	106.6%	107.6%
Калуга	7%	102.7%	108.7%	109.5%	109.5%	109.5%	110.0%	108.3%
Удмуртия	14%	102.3%	106.9%	105.8%	106.0%	105.7%	105.4%	105.3%
МРСК Волги								
Мордовия	4%	108.3%	109.8%	109.9%	108.4%	106.7%	105.3%	108.1%
Чувашия	8%	104.1%	107.9%	109.7%	108.3%	107.9%	103.8%	106.9%
Пенза	7%	102.0%	104.7%	106.6%	107.9%	106.9%	105.4%	105.6%
Оренбург	22%	105.9%	109.3%	109.2%	109.4%	107.7%	105.6%	107.8%
МРСК Урала								
Свердловэнерго	48%	105.1%	107.3%	101.5%	103.0%	103.0%	102.0%	103.6%
МРСК СЗ								
Вологда	21%	104.2%	106.9%	105.8%	106.0%	105.7%	105.4%	105.7%
МРСК С-Кавказа								
Сев. Осетия	10%	102.5%	109.4%	110.0%	109.9%	109.7%	109.7%	108.5%
Ставрополь	41%	105.6%	104.9%	110.0%	110.0%	110.0%	108.7%	108.2%
Каб.-Балкария	9%	104.4%	109.2%	109.2%	109.0%	109.0%	108.5%	108.2%
Кар.-Черкессия	8%	106.2%	104.6%	103.5%	108.1%	104.7%	104.7%	105.3%
МРСК Юга								
Ростов	46%	100.4%	109.5%	108.0%	107.3%	106.7%	104.5%	106.5%
Астрахань	12%	103.4%	108.3%	109.5%	109.5%	109.8%	109.8%	108.4%

Источник: компании, ФСТ

Средний дневной объем торгов на ММВБ-РТС с начала 2012г., млн. руб.

Средние дневные объемы торгов региональными МРСК составляют 0.5-8 млн. руб.



Источник: ММВБ-РТС

МРСК Центра
Финансовые прогнозы, млн. руб.

	2011	2012o	2013o	2014o	2015o	2016o	2017o	2018o	2019o	2020o
Выручка	69 041	71 106	78 187	86 061	94 059	102 436	112 466	120 943	130 061	139 867
Темп роста (%)		3%	10%	10%	9%	9%	10%	8%	8%	8%
ЕБИТДА	15 216	14 407	16 212	18 022	19 666	22 317	26 333	29 186	32 521	36 161
Рентабельность (%)	22%	20%	21%	21%	21%	22%	23%	24%	25%	26%
ЕБИТ	8 931	7 877	9 176	10 250	11 511	13 384	16 965	18 756	21 601	24 725
Рентабельность (%)	13%	11%	12%	12%	12%	13%	15%	16%	17%	18%
Чистая прибыль	5 534	4 864	5 835	6 642	7 591	8 934	11 651	13 359	15 987	18 991
Рентабельность (%)	8.0%	6.8%	7.5%	7.7%	8.1%	8.7%	10.4%	11.0%	12.3%	13.6%

Источник: компании, оценки РМГ

Расчет свободного денежного потока, млн. руб.

	2011	2012o	2013o	2014o	2015o	2016o	2017o	2018o	2019o	2020o
NOPLAT	7 090	6 660	7 717	8 590	9 613	11 151	14 053	15 417	17 605	19 977
амортизация	6 285	6 531	7 036	7 771	8 155	8 933	9 368	10 429	10 919	11 436
капзатраты	-15 716	-14 692	-14 392	-15 898	-16 343	-18 991	-21 162	-15 871	-16 665	-15 832
изменения ОК	-517	-207	-176	-202	-172	-198	-168	-193	-164	-189
Своб. денеж. поток	-2 858	-1 708	186	261	1 253	895	2 091	9 781	11 695	15 393

Источник: компании, оценки РМГ

Расчёт справедливой цены акции

WACC	15%
Долгосрочный темп роста, %	3%
Дисконтир. денежный поток, млн руб.	14 687
Терминальная стоимость, млн. руб.	132 177
Приведенная терм. стоимость, млн. руб.	43 224
Приведенные потоки 2012-2020, млн. руб.	57 911
Чистый долг, млн. руб.	18 591
Чистая стоимость, млн. руб.	39 320
Количество акций (для целей оценки), млн.	42 218
Справедливая цена акции, руб.	0.931
\$/руб., среднее в 2012г.	29.9
Справедливая цена акции, \$	0.031

Источник: компании, оценки РМГ

Акционеры

Холдинг МРСК	50.2%
Prosperity	15.9%
Bank of NY Mellon	8.4%
Immenso Enterprises	3.2%
Energosoyuz Holdings Ltd	2.7%
Rusenergo Fund Ltd	1.5%
прочие	18.1%

Источник: компании, оценки РМГ

Анализ чувствительности

Постпрогнозный темп роста	Ставка дисконтирования = WACC, %				
	14.0%	14.5%	15.0%	15.5%	16.0%
2.0%	1.018	0.927	0.843	0.767	0.697
2.5%	1.070	0.974	0.886	0.805	0.731
3.0%	1.128	1.025	0.931	0.846	0.768
3.5%	1.191	1.081	0.981	0.890	0.808
4.0%	1.261	1.142	1.035	0.939	0.851

Источник: компании, оценки РМГ

МРСК Центра и Приволжья

Финансовые прогнозы, млн. руб.

	2011	2012o	2013o	2014o	2015o	2016o	2017o	2018o	2019o	2020o
Выручка	64 590	66 701	73 107	80 459	88 633	97 462	106 004	114 025	122 652	131 933
Темп роста (%)		3%	10%	10%	10%	10%	9%	8%	8%	8%
ЕБИТДА	11 058	10 231	11 441	12 777	14 424	17 083	19 672	21 916	24 552	27 434
Рентабельность (%)	17%	15%	16%	16%	16%	18%	19%	19%	20%	21%
ЕБИТ	6 788	5 562	6 580	7 612	8 811	10 899	12 823	14 318	16 535	18 981
Рентабельность (%)	11%	8%	9%	9%	10%	11%	12%	13%	13%	14%
Чистая прибыль	4 524	3 493	4 378	5 235	6 205	7 910	9 510	10 706	12 480	14 437
Рентабельность (%)	7.0%	5.2%	6.0%	6.5%	7.0%	8.1%	9.0%	9.4%	10.2%	10.9%

Источник: компании, оценки РМГ

Расчет свободного денежного потока, млн. руб.

	2011	2012o	2013o	2014o	2015o	2016o	2017o	2018o	2019o	2020o
NOPLAT	5 545	4 608	5 486	6 303	7 260	8 922	10 445	11 642	13 415	15 372
амортизация	4 270	4 669	4 861	5 165	5 613	6 184	6 849	7 598	8 016	8 453
капзатраты	-12 935	-7 567	-8 442	-10 430	-12 333	-14 009	-15 654	-12 523	-13 150	-12 492
изменения ОК	155	-163	-138	-159	-135	-156	-132	-152	-129	-149
Своб. денеж. поток	-2 960	1 628	1 767	880	404	941	1 508	6 564	8 153	11 184

Источник: компании, оценки РМГ

Расчёт справедливой цены акции

WACC	14.8%
Долгосрочный темп роста, %	3%
Дисконтир. денежный поток, млн руб.	15 108
Терминальная стоимость, млн. руб.	97 999
Приведенная терм. стоимость, млн. руб.	32 587
Приведенные потоки 2012-2020, млн. руб.	47 696
Чистый долг, млн. руб.	19 222
Чистая стоимость, млн. руб.	28 474
Количество акций (для целей оценки), млн.	112 698
Справедливая цена акции, руб.	0.2527
\$/руб., среднее в 2012г.	29.9
Справедливая цена акции, \$	0.0085

Источник: компании, оценки РМГ

Акционеры

Холдинг МРСК	50.4%
Jamaica Ltd	16.8%
Energys Solutions Russia	6.74%
Energysouz Holding	5.4%
прочие	20.6%

Источник: компании, оценки РМГ

Анализ чувствительности

Постпрогнозный темп роста	Ставка дисконтирования = WACC, %				
	13.8%	14.3%	14.8%	15.3%	15.8%
2.0%	0.277	0.251	0.227	0.206	0.186
2.5%	0.292	0.265	0.240	0.217	0.196
3.0%	0.309	0.279	0.253	0.228	0.206
3.5%	0.327	0.295	0.267	0.241	0.218
4.0%	0.347	0.313	0.283	0.255	0.230

Источник: компании, оценки РМГ

МРСК Волги
Финансовые прогнозы, млн. руб.

	2011	2012o	2013o	2014o	2015o	2016o	2017o	2018o	2019o	2020o
Выручка	48 037	51 116	55 945	61 804	68 030	74 067	78 932	84 908	91 336	98 252
Темп роста (%)		6%	9%	10%	10%	9%	7%	8%	8%	8%
ЕБИТДА	5 674	6 125	6 806	7 639	8 523	9 930	10 705	12 244	14 127	16 198
Рентабельность (%)	12%	12%	12%	12%	13%	13%	14%	14%	15%	16%
ЕБИТ	2 407	2 686	2 737	3 205	3 759	4 704	4 623	6 190	8 084	10 152
Рентабельность (%)	5%	5%	5%	5%	6%	6%	6%	7%	9%	10%
Чистая прибыль	1 765	1 831	1 848	2 219	2 642	3 304	3 365	4 776	6 292	7 947
Рентабельность (%)	3.7%	3.6%	3.3%	3.6%	3.9%	4.5%	4.3%	5.6%	6.9%	8.1%

Источник: компании, оценки РМГ

Расчет свободного денежного потока, млн. руб.

	2011	2012o	2013o	2014o	2015o	2016o	2017o	2018o	2019o	2020o
NOPLAT	2 015	2 228	2 275	2 651	3 099	3 878	3 782	4 996	6 511	8 166
амортизация	3 267	3 439	4 070	4 434	4 764	5 226	6 082	6 055	6 043	6 046
капзатраты	-7 191	-9 018	-7 378	-7 435	-8 968	-13 010	-5 831	-5 040	-5 141	-5 244
изменения ОК	1 308	-327	-278	-320	-272	-312	-266	-305	-260	-299
Своб. денеж. поток	-601	-3 677	-1 312	-670	-1 377	-4 219	3 767	5 704	7 154	8 669

Источник: компании, оценки РМГ

Расчёт справедливой цены акции

WACC	15%
Долгосрочный темп роста, %	3%
Дисконтир. денежный поток, млн руб.	1 222
Терминальная стоимость, млн. руб.	74 439
Приведенная терм. стоимость, млн. руб.	24 343
Приведенные потоки 2012-2020, млн. руб.	25 565
Чистый долг, млн. руб.	4 987
Чистая стоимость, млн. руб.	20 578
Количество акций (для целей оценки), млн.	178 578
Справедливая цена акции, руб.	0.1152
\$/руб., среднее в 2012г.	29.9
Справедливая цена акции, \$	0.0039

Источник: компании, оценки РМГ

Акционеры

Холдинг МРСК	67.63%
ФАУФИ	0.53%
Energyo Solutions Russia	11.10%
прочие	20.74%

Источник: компании, оценки РМГ

Анализ чувствительности

Постпрогнозный темп роста	Ставка дисконтирования = WACC, %				
	14.0%	14.5%	15.0%	15.5%	16.0%
2.0%	0.1263	0.1144	0.1035	0.0936	0.0845
2.5%	0.1333	0.1207	0.1091	0.0986	0.0890
3.0%	0.1410	0.1275	0.1152	0.1041	0.0939
3.5%	0.1494	0.1349	0.1219	0.1100	0.0992
4.0%	0.1586	0.1431	0.1291	0.1164	0.1049

Источник: компании, оценки РМГ

МРСК Урала

Финансовые прогнозы, млн. руб.

	2011	2012о	2013о	2014о	2015о	2016о	2017о	2018о	2019о	2020о
Выручка	62 000	64 960	70 855	72 132	77 540	82 508	87 180	93 280	99 648	106 467
Темп роста (%)		5%	9%	2%	7%	6%	6%	7%	7%	7%
ЕБИТДА	8 241	8 012	8 886	8 654	9 462	10 024	10 400	11 169	11 934	12 756
Рентабельность (%)	13%	12%	13%	12%	12%	12%	12%	12%	12%	12%
ЕБИТ	4 089	3 666	4 374	3 872	4 420	4 699	4 762	5 186	5 998	6 885
Рентабельность (%)	7%	6%	6%	5%	6%	6%	5%	6%	6%	6%
Чистая прибыль	3 271	2 945	3 527	3 125	3 592	3 837	3 896	4 254	4 921	5 650
Рентабельность (%)	5.3%	4.5%	5.0%	4.3%	4.6%	4.6%	4.5%	4.6%	4.9%	5.3%

Источник: компании, оценки РМГ

Расчет свободного денежного потока, млн. руб.

	2011	2012о	2013о	2014о	2015о	2016о	2017о	2018о	2019о	2020о
NOPLAT	3 245	2 930	3 492	3 091	3 522	3 740	3 788	4 123	4 767	5 472
амортизация	4 152	4 346	4 512	4 782	5 042	5 325	5 638	5 983	5 936	5 871
капзатраты	-8 323	-6 374	-7 805	-7 950	-8 491	-9 148	-9 840	-5 412	-5 141	-4 884
изменения ОК	-643	-347	-399	-339	-390	-332	-382	-324	-373	-317
Своб. денеж. поток	-1 569	555	-200	-417	-318	-415	-795	4 369	5 189	6 142

Источник: компании, оценки РМГ

Расчёт справедливой цены акции

WACC	15%
Долгосрочный темп роста, %	3%
Дисконтир. денежный поток, млн руб.	5 074
Терминальная стоимость, млн. руб.	52 738
Приведенная терм. стоимость, млн. руб.	17 246
Приведенные потоки 2012-2020, млн. руб.	22 320
Чистый долг, млн. руб.	6 617
Чистая стоимость, млн. руб.	15 703
Количество акций (для целей оценки), млн.	87 430
Справедливая цена акции, руб.	0.180
\$/руб., среднее в 2012г.	29.9
Справедливая цена акции, \$	0.0060

Источник: компании, оценки РМГ

Акционеры

Холдинг МРСК	51.52%
Electricity Distribution Investment (КЭС)	20.66%
Energyo Solutions Russia (Cyprus) Ltd	5.23%
ФАУГИ	3.71%
Rusenergo Fund Ltd	1.72%
Halcyon Power Investment	1.58%
Unicredit securities	1.53%
Уралсиб	1.11%
прочие	12.94%

Источник: компании, оценки РМГ

Анализ чувствительности

Постпрогнозный темп роста	Ставка дисконтирования = WACC, %				
	14.0%	14.5%	15.0%	15.5%	16.0%
2.0%	0.196	0.178	0.163	0.148	0.135
2.5%	0.206	0.187	0.171	0.156	0.142
3.0%	0.217	0.197	0.180	0.163	0.149
3.5%	0.229	0.208	0.189	0.172	0.156
4.0%	0.242	0.220	0.200	0.181	0.165

Источник: компании, оценки РМГ

МОЭСК
Финансовые прогнозы, млн. руб.

	2011	2012о	2013о	2014о	2015о	2016о	2017о	2018о	2019о	2020о
Выручка	129 366	110 866	119 159	127 854	141 431	156 511	167 973	180 281	193 496	207 686
Темп роста (%)		-14%	7%	7%	11%	11%	7%	7%	7%	7%
ЕБИТДА	41 648	35 546	38 227	41 237	46 711	52 867	57 010	61 474	66 286	71 472
Рентабельность (%)	32%	32%	32%	32%	33%	34%	34%	34%	34%	34%
ЕБИТ	25 109	18 265	19 731	20 574	23 743	28 464	31 902	35 519	39 703	44 173
Рентабельность (%)	19%	16%	17%	16%	17%	18%	19%	20%	21%	21%
Чистая прибыль	18 043	12 517	13 690	14 364	16 919	21 121	24 324	27 853	31 200	34 776
Рентабельность (%)	13.9%	11.3%	11.5%	11.2%	12.0%	13.5%	14.5%	15.4%	16.1%	16.7%

Источник: компании, оценки РМГ
Расчет свободного денежного потока, млн. руб.

	2011	2012о	2013о	2014о	2015о	2016о	2017о	2018о	2019о	2020о
NOPLAT	19 707	15 136	16 309	16 983	19 514	23 184	25 821	28 556	31 903	35 479
амортизация	16 539	17 282	18 495	20 663	22 968	24 403	25 108	25 955	26 583	27 299
капзатраты	-29 322	-31 731	-44 300	-48 103	-40 052	-32 795	-35 193	-33 434	-35 105	-33 350
изменения ОК	-11 565	400	1 379	-1 172	-1 348	-1 145	-1 317	-1 120	-1 288	-1 094
Своб. денеж. поток	-4 641	1 086	-8 117	-11 628	1 082	13 647	14 418	19 958	22 093	28 333

Источник: компании, оценки РМГ
Расчёт справедливой цены акции

WACC	14.3%
Долгосрочный темп роста, %	3%
Дисконтир. денежный поток, млн руб.	28 570
Терминальная стоимость, млн. руб.	258 602
Приведенная терм. стоимость, млн. руб.	88 862
Приведенные потоки 2012-2020, млн. руб.	117 433
Чистый долг, млн. руб.	42 530
Чистая стоимость, млн. руб.	74 903
Количество акций (для целей оценки), млн.	48 707
Справедливая цена акции, руб.	1.54
\$/руб., среднее в 2012г.	29.9
Справедливая цена акции, \$	0.0514

Источник: компании, оценки РМГ
Акционеры

Холдинг МРСК	50.90%
ЗАО Лидер (Газпром)	22.12%
Москва	5%
Газпромбанк	5.23%
прочие	16.75%

Источник: компании, оценки РМГ
Анализ чувствительности

Постпрогнозный темп роста	Ставка дисконтирования = WACC, %				
	13.3%	13.8%	14.3%	14.8%	15.3%
2.0%	1.696	1.527	1.373	1.232	1.103
2.5%	1.796	1.616	1.452	1.303	1.16
3.0%	1.905	1.712	1.538	1.379	1.235
3.5%	2.026	1.819	1.632	1.463	1.309
4.0%	2.160	1.936	1.735	1.554	1.390

Источник: компании, оценки РМГ

Ленэнерго

Финансовые прогнозы, млн. руб.

	2011	2012o	2013o	2014o	2015o	2016o	2017o	2018o	2019o	2020o
Выручка	32 257	33 073	35 985	39 968	44 422	49 403	54 579	58 548	62 809	67 382
Темп роста (%)		3%	9%	11%	11%	11%	10%	7%	7%	7%
ЕБИТДА	9 823	9 219	9 707	10 952	12 361	13 956	15 594	16 693	17 870	19 132
Рентабельность (%)	30%	28%	27%	27%	28%	28%	29%	29%	28%	28%
ЕБИТ	754	4 433	4 544	5 448	6 586	7 893	9 321	10 217	11 401	12 632
Рентабельность (%)	2%	13%	13%	14%	15%	16%	17%	17%	18%	19%
Чистая прибыль	-943	2319	2542	3266	4177	5311	6594	7581	8529	9513
Рентабельность (%)	-2.9%	7.0%	7.1%	8.2%	9.4%	10.7%	12.1%	12.9%	13.6%	14.1%

Источник: компании, оценки РМГ

Расчет свободного денежного потока, млн. руб.

	2011	2012o	2013o	2014o	2015o	2016o	2017o	2018o	2019o	2020o
NOPLAT	655	3 853	3 908	4 631	5 542	6 566	7 673	8 321	9 269	10 253
амортизация	9 069	4 786	5 163	5 504	5 775	6 062	6 273	6 476	6 469	6 500
капзатраты	-11 789	-12 894	-13 520	-12 486	-12 657	-11 435	-11 541	-6 357	-6 993	-6 294
изменения ОК	2 742	-381	-438	-373	-429	-364	-419	-356	-409	-348
Своб. денеж. поток	677	-4 636	-4 888	-2 722	-1 768	829	1 986	8 084	8 336	10 111

Источник: компании, оценки РМГ

Расчёт справедливой цены акции

WACC	14.3%
Долгосрочный темп роста, %	3%
Дисконтир. денежный поток, млн руб.	-574
Терминальная стоимость, млн. руб.	88 599
Приведенная терм. стоимость, млн. руб.	29 462
Приведенные потоки 2012-2020, млн. руб.	28 888
Чистый долг, млн. руб.	20 275
Чистая стоимость, млн. руб.	8 613
Стоимость префов, млн. руб.	2 493
Количество акций (для целей оценки), млн.	926
Справедливая цена акции, руб.	6.61
\$/руб., среднее в 2012г.	29.9
Справедливая цена акции, \$	0.221

Источник: компании, оценки РМГ

Акционеры

Холдинг МРСК	50.31%
СпБ	25.16%
I.D.E Electricity Distribution Inv. (ЗАО КЭС Холдинг)	8.76%
Energyo Solutions Russia	4.15%
Rusenergo Fund Ltd	2.75%
JP Morgan Funds	1.83%
прочие	7.04%

Источник: компании, оценки РМГ

Анализ чувствительности

Постпрогнозный темп роста	Ставка дисконтирования = WACC, %				
	13.8%	14.3%	14.8%	15.3%	15.8%
2.0%	9.22	6.40	3.83	1.48	-0.68
2.5%	10.90	7.89	5.16	2.67	0.40
3.0%	12.73	9.52	6.61	3.97	1.56
3.5%	14.74	11.29	8.18	5.37	2.81
4.0%	16.95	13.24	9.90	6.90	4.17

Источник: компании, оценки РМГ

МРСК Сибири

Финансовые прогнозы, млн. руб.

	2011	2012o	2013o	2014o	2015o	2016o	2017o	2018o	2019o	2020o
Выручка	52 311	54 267	58 370	62 756	63 922	69 956	76 563	82 318	88 506	95 159
Темп роста (%)		4%	8%	8%	2%	9%	9%	8%	8%	8%
ЕБИТДА	4 926	4 496	4 735	5 214	5 110	6 245	7 675	8 631	9 759	10 995
Рентабельность (%)	9%	8%	8%	8%	8%	9%	10%	10%	11%	12%
ЕБИТ	110	581	758	1 153	944	1 943	3 188	3 965	5 019	6 216
Рентабельность (%)	0%	1%	1%	2%	1%	3%	4%	5%	6%	7%
Чистая прибыль	-475	126	267	558	339	1 164	2 211	2 832	3 676	4 633
Рентабельность (%)	-0.9%	0.2%	0.5%	0.9%	0.5%	1.7%	2.9%	3.4%	4.2%	4.9%

Источник: компании, оценки РМГ

Расчет свободного денежного потока, млн. руб.

	2011	2012o	2013o	2014o	2015o	2016o	2017o	2018o	2019o	2020o
NOPLAT	-55	550	691	1 014	859	1 652	2 635	3 256	4 100	5 057
амортизация	4 816	3 914	3 977	4 061	4 166	4 302	4 487	4 666	4 740	4 779
капзатраты	-6 876	-4 538	-4 819	-5 112	-5 526	-6 150	-6 284	-5 401	-5 131	-5 231
изменения ОК	3 493	-419	-356	-409	-348	-400	-340	-391	-332	-382
Своб. денеж. поток	1 378	-493	-507	-447	-849	-596	498	2 130	3 376	4 223

Источник: компании, оценки РМГ

Расчёт справедливой цены акции

WACC	15%
Долгосрочный темп роста, %	3%
Дисконтир. денежный поток, млн руб.	1 649
Терминальная стоимость, млн. руб.	36 265
Приведенная терм. стоимость, млн. руб.	11 859
Приведенные потоки 2012-2020, млн. руб.	13 508
Чистый долг, млн. руб.	5 442
Чистая стоимость, млн. руб.	8 066
Количество акций (для целей оценки), млн.	94 815
Справедливая цена акции, руб.	0.085
\$/руб., среднее в 2012г.	29.9
Справедливая цена акции, \$	0.0028

Источник: компании, оценки РМГ

Акционеры

Холдинг МРСК	55.60%
Donalink	27.50%
ГМК Норникель	7.70%
прочие	9.20%

Источник: компании, оценки РМГ

Анализ чувствительности

Постпрогнозный темп роста	Ставка дисконтирования = WACC, %				
	14.0%	14.5%	15.0%	15.5%	16.0%
2.0%	0.095	0.084	0.074	0.065	0.057
2.5%	0.101	0.090	0.079	0.070	0.061
3.0%	0.108	0.096	0.085	0.075	0.066
3.5%	0.116	0.103	0.091	0.080	0.071
4.0%	0.125	0.111	0.098	0.086	0.076

Источник: компании, оценки РМГ

МРСК Северо-Запада

Финансовые прогнозы, млн. руб.

	2011	2012o	2013o	2014o	2015o	2016o	2017o	2018o	2019o	2020o
Выручка	33 288	35 048	38 152	41 702	45 872	50 070	54 114	57 978	62 048	66 412
Темп роста (%)		5%	9%	9%	10%	9%	8%	7%	7%	7%
ЕБИТДА	4 209	4 136	4 600	5 227	6 144	7 231	8 215	9 035	9 940	10 925
Рентабельность (%)	13%	12%	12%	13%	13%	14%	15%	16%	16%	16%
ЕБИТ	1 325	1 125	1 219	1 668	2 432	3 319	4 050	4 569	5 349	6 280
Рентабельность (%)	4%	3%	3%	4%	5%	7%	7%	8%	9%	9%
Чистая прибыль	-475	126	267	558	339	1 164	2 211	2 832	3 676	4 633
Рентабельность (%)	-0.9%	0.2%	0.5%	0.9%	0.5%	1.7%	2.9%	3.4%	4.2%	4.9%

Источник: компании, оценки РМГ

Расчет свободного денежного потока, млн. руб.

	2011	2012o	2013o	2014o	2015o	2016o	2017o	2018o	2019o	2020o
NOPLAT	874	976	1 059	1 418	2 030	2 739	3 324	3 723	4 322	5 067
амортизация	2 884	3 011	3 381	3 560	3 712	3 913	4 165	4 466	4 591	4 646
капзатраты	-4 908	-6 634	-5 133	-5 052	-5 681	-6 388	-7 116	-5 693	-5 124	-4 867
изменения ОК	255	-166	-182	-164	-181	-162	-179	-161	-177	-159
Своб. денеж. поток	-895	-2 813	-875	-238	-120	101	194	2 335	3 613	4 686

Источник: компании, оценки РМГ

Расчёт справедливой цены акции

WACC	15%
Долгосрочный темп роста, %	3%
Дисконтир. денежный поток, млн руб.	222
Терминальная стоимость, млн. руб.	40 236
Приведенная терм. стоимость, млн. руб.	13 158
Приведенные потоки 2012-2020, млн. руб.	13 380
Чистый долг, млн. руб.	4 693
Чистая стоимость, млн. руб.	8 687
Количество акций (для целей оценки), млн.	95 786
Справедливая цена акции, руб.	0.091
\$/руб., среднее в 2012г.	29.9
Справедливая цена акции, \$	0.0030

Источник: компании, оценки РМГ

Акционеры

Холдинг МРСК	55.38%
Energys Solutions Russia	12.65%
Energysouz Holdings	5.65%
The Bank of New York Mellon	7.39%
ГМК Норникель	2.56%
Memphito Ltd	4.57%
прочие	11.80%

Источник: компании, оценки РМГ

Анализ чувствительности

Постпрогнозный темп роста	Ставка дисконтирования = WACC, %				
	14.0%	14.5%	15.0%	15.5%	16.0%
2.0%	0.102	0.090	0.079	0.069	0.060
2.5%	0.109	0.096	0.085	0.074	0.064
3.0%	0.117	0.103	0.091	0.079	0.069
3.5%	0.125	0.111	0.097	0.085	0.075
4.0%	0.134	0.119	0.105	0.092	0.080

Источник: компании, оценки РМГ

МРСК Северного Кавказа

Финансовые прогнозы, млн. руб.

	2011	2012o	2013o	2014o	2015o	2016o	2017o	2018o	2019o	2020o
Выручка	12 978	14 076	15 273	16 739	18 522	20 338	22 236	23 905	25 700	27 631
Темп роста (%)		8%	9%	10%	11%	10%	9%	8%	8%	8%
ЕБИТДА	1 608	1 924	2 360	2 979	3 889	5 004	6 241	6 891	7 635	8 447
Рентабельность (%)	12%	14%	15%	18%	21%	25%	28%	29%	30%	31%
ЕБИТ	95	689	683	1 066	1 808	2 729	3 765	4 214	4 882	5 640
Рентабельность (%)	1%	5%	4%	6%	10%	13%	17%	18%	19%	20%
Чистая прибыль	-551	226	136	443	1 037	1 773	2 603	3 074	3 608	4 214
Рентабельность (%)	-4.2%	1.6%	0.9%	2.6%	5.6%	8.7%	11.7%	12.9%	14.0%	15.3%

Источник: компании, оценки РМГ

Расчет свободного денежного потока, млн. руб.

	2011	2012o	2013o	2014o	2015o	2016o	2017o	2018o	2019o	2020o
NOPLAT	-303	633	649	955	1 549	2 286	3 115	3 446	3 980	4 586
амортизация	1 513	1 235	1 677	1 913	2 081	2 275	2 476	2 676	2 753	2 807
капзатраты	-6 078	-6 146	-4 296	-3 777	-4 244	-4 503	-4 703	-3 528	-3 351	-3 184
изменения ОК	4 435	-480	-528	-475	-523	-470	-517	-466	-512	-461
Своб. денеж. поток	-433	-4 758	-2 498	-1 384	-1 137	-413	370	2 129	2 870	3 749

Источник: компании, оценки РМГ

Расчёт справедливой цены акции

WACC	15.5%
Долгосрочный темп роста, %	3%
Дисконтир. денежный поток, млн руб.	-5 624
Терминальная стоимость, млн. руб.	30 839
Приведенная терм. стоимость, млн. руб.	9 724
Приведенные потоки 2012-2020, млн. руб.	4 100
Чистый долг, млн. руб.	691
Чистая стоимость, млн. руб.	3 409
Количество акций (для целей оценки), млн.	56.092
Справедливая цена акции, руб.	60.8
\$/руб., среднее в 2012г.	29.9
Справедливая цена акции, \$	2.03

Источник: компании, оценки РМГ

Акционеры

Холдинг МРСК	58.3%
прочие	41.7%

Источник: компании, оценки РМГ

Анализ чувствительности

Постпрогнозный темп роста	Ставка дисконтирования = WACC, %				
	14.5%	15.0%	15.5%	16.0%	16.5%
2.0%	74.0	59.6	46.4	34.3	23.3
2.5%	82.6	67.3	53.3	40.6	28.9
3.0%	91.9	75.6	60.8	47.3	34.9
3.5%	102.1	84.7	68.9	54.5	41.5
4.0%	113.3	94.5	77.7	62.4	48.5

Источник: компании, оценки РМГ

МРСК Юга
Финансовые прогнозы, млн. руб.*

	2011	2012o	2013o	2014o	2015o	2016o	2017o	2018o	2019o	2020o
Выручка	24 356	23 979	26 644	29 382	32 288	35 451	39 066	42 012	45 181	48 589
Темп роста (%)		-2%	11%	10%	10%	10%	10%	8%	8%	8%
ЕБИТДА	5 727	4 362	5 170	5 818	6 501	7 552	8 941	9 854	10 909	12 059
Рентабельность (%)	24%	18%	19%	20%	20%	21%	23%	23%	24%	25%
ЕБИТ	3 537	2 048	2 609	3 028	3 536	4 380	5 518	6 149	7 000	7 987
Рентабельность (%)	15%	9%	10%	10%	11%	12%	14%	15%	15%	16%
Чистая прибыль	117	203	2 9	300	351	435	548	610	695	793
Рентабельность (%)	0.5%	0.8%	1.0%	1.0%	1.1%	1.2%	1.4%	1.5%	1.5%	1.6%

* по РСБУ

Источник: компании, оценки РМГ

Расчет свободного денежного потока, млн. руб.

	2011	2012o	2013o	2014o	2015o	2016o	2017o	2018o	2019o	2020o
NOPLAT	3 197	1 820	2 331	2 711	3 174	3 945	4 986	5 559	6 335	7 235
амортизация	2 190	2 314	2 561	2 790	2 965	3 171	3 423	3 705	3 909	4 072
капзатраты	-4 019	-5 397	-5 429	-4 973	-5 546	-6 315	-6 952	-6 257	-5 944	-6 241
изменения ОК										
Своб. денеж. поток	1 368	-1 263	-537	529	592	801	1 457	3 007	4 300	5 066

Источник: компании, оценки РМГ

Расчёт справедливой цены акции

WACC	14.9%
Долгосрочный темп роста, %	3%
Дисконтир. денежный поток, млн руб.	4 846
Терминальная стоимость, млн. руб.	43 811
Приведенная терм. стоимость, млн. руб.	14 412
Приведенные потоки 2012-2020, млн. руб.	19 258
Чистый долг, млн. руб.	15 185
Чистая стоимость, млн. руб.	4 073
Количество акций (для целей оценки), млн.	49 811
Справедливая цена акции, руб.	0.082
\$/руб., среднее в 2012г.	29.9
Справедливая цена акции, \$	0.0027

Источник: компании, оценки РМГ

Акционеры

Холдинг МРСК	51.66%
Lancrenan Inv.	9.25%
Prosperity	6.85%
прочие	32.24%

Источник: компании, оценки РМГ

Анализ чувствительности

Постпрогнозный темп роста	Ставка дисконтирования = WACC, %				
	13.9%	14.4%	14.9%	15.4%	15.9%
2.0%	0.107	0.081	0.057	0.035	0.015
2.5%	0.122	0.094	0.069	0.046	0.024
3.0%	0.138	0.109	0.082	0.057	0.035
3.5%	0.156	0.125	0.096	0.070	0.046
4.0%	0.176	0.142	0.111	0.084	0.058

Источник: компании, оценки РМГ

Томская распределительная компания
Финансовые прогнозы, млн. руб.*

	2011	2012o	2013o	2014o	2015o	2016o	2017o	2018o	2019o	2020o
Выручка	6 574	6 806	7 323	7 878	8 476	9 120	9 812	10 557	11 358	12 220
Темп роста (%)		3.5%	7.6%	7.6%	7.6%	7.6%	7.6%	7.6%	7.6%	7.6%
ЕБИТДА	973	817	915	985	1 102	1 186	1 325	1 425	1 590	1 711
Рентабельность (%)	14.8%	12.0%	12.5%	12.5%	13.0%	13.0%	13.5%	13.5%	14.0%	14.0%
ЕБИТ	722	546	625	677	776	840	958	1 037	1 179	1 275
Рентабельность (%)	11.0%	8.0%	8.5%	8.6%	9.2%	9.2%	9.8%	9.8%	10.4%	10.4%
Чистая прибыль	374	314	352	379	424	456	509	548	611	658
Рентабельность (%)	5.7%	4.6%	4.8%	4.8%	5.0%	5.0%	5.2%	5.2%	5.4%	5.4%

* по РСБУ

Источник: компании, оценки РМГ

Расчет свободного денежного потока, млн. руб.

	2011	2012o	2013o	2014o	2015o	2016o	2017o	2018o	2019o	2020o
NOPLAT	578	437	500	542	621	672	767	830	943	1 020
амортизация	251	271	290	307	326	345	366	388	411	436
капзатраты	-486	-416	-750	-800	-820	-840	-860	-850	-850	-850
Своб. денеж. поток	343	292	40	49	127	178	273	368	504	606

Источник: компании, оценки РМГ

Расчёт справедливой цены акции

WACC	14.3%
Долгосрочный темп роста, %	3%
Дисконтир. денежный поток, млн руб.	1 208
Терминальная стоимость, млн. руб.	4 992
Приведенная терм. стоимость, млн. руб.	1 576
Приведенные потоки 2012-2020, млн. руб.	2 785
Чистый долг, млн. руб.	-625
Стоимость префов, млн. руб.	221.4
Чистая стоимость, млн. руб.	3 188
Количество акций (для целей оценки), млн.	3 819
Справедливая цена акции, руб.	0.83
\$/руб., среднее в 2012г.	29.9
Справедливая цена акции, \$	0.028

Источник: компании, оценки РМГ

Акционеры

Холдинг МРСК	52%
Нефть-актив	25.88%
прочие	22.1%

Источник: компании, оценки РМГ

Холдинг МРСК

Финансовые прогнозы, млн. руб.

	2011	2012о	2013о	2014о	2015о	2016о	2017о	2018о	2019о	2020о
Выручка	634 608	637 263	693 471	747 755	814 929	889 603	961 555	1 032 113	1 107 491	1 188 451
Темп роста (%)	13%	0%	9%	8%	9%	9%	8%	7%	7%	7%
ЕБИТДА	106 908	102 551	113 213	122 694	137 612	157 298	175 983	192 933	212 054	232 793
Рентабельность (%)	17%	16%	16%	16%	17%	18%	18%	19%	19%	20%
ЕБИТ	59 254	53 306	60 296	65 502	76 730	92 819	108 185	121 518	139 980	160 225
Рентабельность (%)	9%	8%	9%	9%	9%	10%	11%	12%	13%	13%
Чистая прибыль	38 966	36 338	42 153	46 487	56 038	70 267	84 005	97 270	113 735	131 711
Рентабельность (%)	6.1%	5.7%	6.1%	6.2%	6.9%	7.9%	8.7%	9.4%	10.3%	11.1%

Источник: компании, оценки РМГ

Расчет свободного денежного потока, млн. руб.

	2011	2012о	2013о	2014о	2015о	2016о	2017о	2018о	2019о	2020о
NOPLAT	44 565	42 645	48 236	52 402	61 384	74 255	86 548	97 214	111 984	128 180
амортизация	47 654	49 245	52 917	57 192	60 881	64 478	67 797	71 415	72 074	72 568
CAPEX	-129 209	-124 000	-146 600	-144 900	-135 100	-138 100	-136 300	-113 217	-115 579	-111 648
Своб. денеж. поток	-35 850	-32 111	-45 446	-35 307	-12 834	634	18 045	55 412	68 479	89 100

Источник: компании, оценки РМГ

Акционеры

Государство	53.7%
Прочие	46.3%

Источник: компании, оценки РМГ

Информация и мнения, содержащиеся в настоящем аналитическом документе (далее по тексту – «Аналитические материалы»), опубликованы исключительно в информационных целях и не могут рассматриваться как предложение купить или продать упомянутые в нем ценные бумаги и другие финансовые инструменты, а также не имеют целью побудить к совершению таких сделок.

Любые инвестиции в ценные бумаги или иные финансовые инструменты могут быть связаны со значительным риском, могут оказаться неэффективными или недопустимыми для той или иной категории инвесторов. Для принятия решения об осуществлении инвестиций в указанные выше объекты требуется владение существенным опытом и знаниями в финансовой области, позволяющими правильно оценить риски и преимущества таких инвестиций.

Аналитические материалы могут использоваться инвесторами в Российской Федерации в соответствии с законодательством Российской Федерации. Аналитические материалы не адресованы резидентам США, Великобритании, Канады, Австралии или Японии, а также инвесторам других юрисдикций, если только они не относятся к определенным видам инвесторов и не действуют в таких условиях, когда они, в соответствии с законодательством их юрисдикции, имеют право использовать Аналитические материалы. Рай, Ман энд Гор секьюритиз не несет ответственности за использование Аналитических материалов инвесторами, не уполномоченными их использовать, в соответствии с законодательством их юрисдикции.

Содержащаяся в настоящем документе информация и мнения основаны на данных, полученных из предположительно достоверных и добросовестных источников, однако Рай, Ман энд Гор секьюритиз не дает никаких гарантий или поручительств, выраженных или косвенных, в отношении точности, полноты, актуальности или достоверности такой информации.

Любые мнения или оценки, содержащиеся в Аналитических материалах, являются частным суждением специалистов компании Рай, Ман энд Гор секьюритиз и могут быть изменены без уведомления. Рай, Ман энд Гор секьюритиз не обязано обновлять или исправлять неточности, содержащиеся в Аналитических материалах.

Ни Рай, Ман энд Гор секьюритиз, ни кто-либо из директоров, сотрудников, представителей, аффилированных лиц или лицензиатов компании не будут нести никакой ответственности за любые убытки, ущерб или иные последствия, возникшие в результате использования в практической деятельности всей либо части информации, содержащейся в Аналитических материалах.

Настоящий документ не может быть воспроизведен, распространен или использован иным образом, полностью или частично, без предварительного письменного разрешения Рай, Ман энд Гор секьюритиз.

Все права защищены © [Рай, Ман энд Гор секьюритиз](#), 2012