



**Аналитик: Екатерина Трипотень**  
tripoten@sovlink.ru

**MRKH: ПОКУПАТЬ**

**Stock data**

Shares Ords '000	42 217 941	Free float, %	33.3%
Shares Prefs '000	2 075 149	Free Float, \$ mn	1 879
Bid Ords, \$	0.128	12-m TP ords, \$	<b>0.208</b>
Offer Ords, \$	0.133	Upside, %	56%
Bid Prefs, \$	0.0501	TP prefs, \$	<b>0.145</b>
Offer Prefs, \$	0.13	Upside, %	61.4%
M.Cap, \$ mn	5 645	Rating	<b>BUY</b>

**Financials**

	2010E	2011E
Revenue, \$ mn	17 636	22 556
EBITDA, \$ mn	2 864	4 804
CAPEX, \$ mn	87 346	71 485

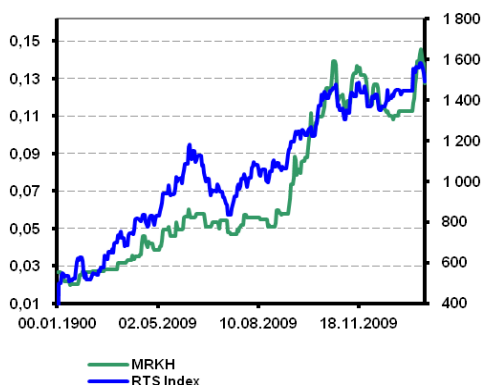
**Operative characteristics**

Length of grids, km	2 000 000
Output, mn kwh	650 000
IRAB, mn rub	1 005 713

**Market performance**

		1 month	6 months
Absolute	Ords	16.20%	151.00%
Relative to RTSI	Ords	11.92%	70.64%
Price range, \$			
High	Ords	0.144	0.144
Low	Ords	0.106	0.0484

**Динамика обыкновенных акций Холдинга МРСК относительно индекса РТС**



**МРСК оптом и в розницу**

**начало покрытия Холдинга МРСК**

• Мы начинаем аналитическое покрытие Холдинга МРСК, который с момента вывода на биржу в декабре 2008 г сумел стать одной из самых ликвидных энергетических компаний на российском фондовом рынке, сменивших реорганизованное РАО ЕЭС.

• Холдинг владеет контрольными пакетами акций каждой МРСК, на его балансе также доли в неприсоединенных Томскэнерго-РСК и Кубаньэнерго. Кроме того, Холдингу принадлежит целый ряд профильных и непрофильных активов, переданных ему по разделительному балансу РАО, крупнейшим из которых является Тюменьэнерго.

• Холдинг торгуется с премией к текущей стоимости его долей в торгуемых компаниях, но надо отметить, что рыночной оценки не имеет Тюменьэнерго, сопоставимое по протяженности линий с Ленэнерго и предполагаемой базой капитала на уровне других МРСК, объединяющих сразу несколько регионов. Также премия обусловлена большей ликвидностью акций Холдинга: многие инвесторы предпочитают вкладываться в корзину, чем в отдельные МРСК.

• Мы оценили Холдинг как сумму частей исходя из рассчитанной нами справедливой стоимости МРСК (включая Тюменьэнерго), приведенной на начало 2011 г, и получили 12-месячную целевую цену в \$0,208 для обыкновенной и \$0,145 для привилегированной акции. Это предполагает 56% и 61%-ный апсайд к текущим котировкам, поэтому мы присваиваем его акциям рейтинг ПОКУПАТЬ.

• Из новостей, которые способны положительно повлиять на котировки компании в ближайшем будущем, стоит отметить:

- включение акций Холдинга МРСК в индекс MSCI при очередном пересмотре: он проходит по критериям стоимости free float и является последней из 4-х наиболее ликвидных энергокомпаний, образованной при реорганизации РАО ЕЭС и еще не включенной в индекс – после РусГидро, ФСК и Интер РАО;

- листинг депозитарных расписок Холдинга в Лондоне;

- новости о переходе Холдинга на единую акцию с МРСК: идея консолидации возникла в 2009 г, решение не принято.

**О компании**

Tel: +7 495 967 1300  
Fax: +7 495 967 1311  
research@sovlink.ru



Холдинг МРСК, как и еще ряд компаний энергетического сектора, был создан в рамках реформы электроэнергетики. Его функция – обеспечить контроль государства, получившего 52% акций Холдинга МРСК, над сегментом распределителей. Холдинг был выделен из РАО ЕЭС в момент реорганизации последнего, получив при создании на баланс принадлежавшие до этого РАО пакеты акций в 10 МРСК. Количество акций и их вид совпадает с тем, что было у РАО ЕЭС - 41 млрд 41 млн 753 тыс. 984 обыкновенных и 2 млрд 75 млн 149 тыс. 384 привилегированных акций номиналом 0,5 рубля каждая.

Возглавляет Холдинг МРСК Николай Швец, до назначения имевший опыт работы, в частности, во властных структурах Амурской области и в Рособоронэкспорте.

Холдинг пока не ведет операционной деятельности, предполагалось, что источником его доходов будут только дивиденды МРСК и выручка от управления. Кстати, осенью 2008 г менеджеры Холдинга говорили, что работают над дивидендной политикой в отношении МРСК. По их замыслу, дивидендные выплаты можно было бы привязать к прибыли, а особенно, к дополнительной прибыли от операционных улучшений. Регулятор, по словам менеджеров, будет приветствовать направление большей части дополнительной прибыли на дивиденды. В дальнейшем о работе в этом направлении не сообщалось.

В 2009 г власти РФ решили поручить Холдингу реализацию части инвестпроектов по строительству и реконструкции объектов под Олимпиаду 2014 года в Сочи, для чего из федерального бюджета ему будет выделено не менее 18 млрд рублей за 3 года, в том числе 4,4 млрд рублей в 2010 г. Под эти цели акционеры Холдинга уже внесли в устав пункт об объявленных акциях на 33,56 млрд штук. Если все эти акции будут размещены, через 3 года число обыкновенных акций Холдинга вырастет в 1,8 раза.

Кроме того, летом 2009 г возникла идея перехода Холдинга на единую акцию с МРСК, что позволило бы выстроить более жесткую систему госуправления в распределителях. Другой целью такого перехода является обеспечение Холдинга средствами для реализации важных проектов, таких как развитие науки, запуск опытных производств различных типов оборудования, «пилотные» проекты, поддержка распределителей в проблемных регионах. Альтернативой переходу было названо введение абонентной платы, которую получал бы Холдинг – по аналогии с абонентной платой РАО ЕЭС. Н.Швец говорил, что получил поддержку идеи в Минэнерго и у курирующего энергетику вице-преьера Игоря Сечина, но итоговое решение не принято. Оно осложняется требованием закона не снижать долю государства в компаниях распределительного сетевого комплекса до конца 2011 года, ведь, если консолидация состоится при текущей структуре акционерного капитала МРСК, пакет РФ в Холдинге размоется до ниже контрольного.

Структура акционерного капитала Холдинга представлена на диаграмме ниже:





## Оценка

Методика оценки стоимости акций Холдинга МРСК отработана уже на других холдингах, ярчайшим примером которых является РАО ЕЭС России последних двух лет. Это оценка холдинговой компании как суммы составляющих его частей. Основные части у МРСК Холдинга – это пакеты акций в торгуемых МРСК, в неприсоединенных к МРСК Кубаньэнерго и Томскэнерго-РСК, а также Тюменьэнерго.

структура Холдинга	Доля Холдинга, %	Текущая капитализация, млн \$	Стоимость доли, млн \$	12-м справедливая капитализация, млн \$	12-м справедливая стоимость доли, млн \$
МРСК Центра	50,23%	1 224	615	2 101	1 055
МРСК ЦП	50,40%	868	437	1 460	736
МРСК СЗ	55,38%	804	445	1 063	589
МРСК Волги	67,63%	839	568	875	592
МРСК Урала	51,52%	866	446	1 070	551
МРСК Юга	51,66%	334	172	351	181
МРСК Сибири	52,88%	840	444	1 421	751
МРСК СК	58,25%	177	103	203	118
МОЭСК	50,90%	2 435	1 240	3 480	1 771
Ленэнерго АО	50,31%	810	408	1 128	567
Томская РСК	52,03%	88	30	109	56
Кубаньэнерго	49%	69	28	90	44
Тюменьэнерго	100%	нд	нд	1 808	1 808
сумма			<b>4 936</b>		<b>8 820</b>

\* оценка Тюменьэнерго в приложении 1

Но есть и не торгуемые части. Это переданные Холдингу при реорганизации РАО ЕЭС 25%-ные пакеты акций инженерных центров, на которые у менеджмента этих центров остался опцион; специальные ОАО, куда были выделена недвижимость ИЦ перед их продажей (чтобы новый инвестор был заинтересован не в зданиях для последующей перепродажи, а в научном потенциале) и научно-исследовательские институты. Кроме того, это кавказские бытовые компании, сохранившие при реорганизации соответствующих АО-энерго за собой их бренд. Все эти активы мы не оценивали, полный их перечень приведен в Приложении 2.

### Дисконт vs премия

Холдинг сейчас торгуется с 14%-ной премией к сумме торгуемых частей. Насколько это оправдано? Мы полагаем, что наличие премии справедливо, учитывая, что Тюменьэнерго не торгуется. Также премия обусловлена большей ликвидностью акций Холдинга: многие инвесторы предпочитают вкладываться в корзину, чем в отдельные МРСК. Мы думаем, что больший интерес к Холдингу, нежели к «дочкам», также подогревается ожиданием включения акций Холдинга в индекс MSCI, что привлечет новых инвесторов в эту бумагу.

Текущий дисконт стоимости привилегированных акций Холдинга к обыкновенным составляет около 30%. Его мы и использовали при расчете справедливой стоимости «префов».

Таким образом, расчет справедливой стоимости акций Холдинга выглядит следующим образом:

### Расчет справедливой стоимости акций Холдинга МРСК

Справедливая стоимость Холдинга как суммы частей, млн \$	8 820
Число обыкновенных акций, шт	41 041 753 984
Число привилегированных акций, шт	2 075 149 384
Справедливая стоимость 1 обыкновенной акции, \$	0,208
Справедливая стоимость 1 привилегированной акции, \$	0,145



**Приложение 1.**

**Тюменьэнерго**

*Прогноз основных финансовых показателей компании*

млн \$	2010 г	2011 г	2012 г	2013 г	2014 г	2015 г	2016 г	2017 г
выручка	1 407	1 819	2 171	2 519	2 720	2 836	2 886	2 955
операционные расходы	1 189	1 378	1 574	1 772	1 940	2 058	2 109	2 178
ЕВИТДА	218	441	597	747	780	778	776	777
амортизация	90	94	100	103	106	109	113	117
ЕВИТ	128	346	497	645	674	668	663	660
оборотный капитал	98	128	153	178	191	198	203	207

*DCF*

млн \$	2011 г	2012 г	2013 г	2014 г	2015 г	2016 г	2017 г
ЕВИТ*(1-t)	264	383	500	525	523	522	528
depreciation	90	96	100	103	107	111	117
change in WC	-34,8	-30,1	-29,3	-18,1	-11,7	-20,7	-17,2
Capex	-367	-227	-220	-214	-209	-206	-206
Cash Flow	-49	223	351	397	409	406	422
WACC	15,6%	15,9%	15,9%	15,9%	15,9%	15,9%	15,9%
Discount factor	0,9	0,7	0,6	0,6	0,5	0,4	0,4
Discounted Cash Flow, млн \$	-42	166	225	220	196	168	150

*Расчет справедливой стоимости на начало 2011 года:*

Present value of cash flow, mln \$	1 083
Terminal Value, mln \$	948
Fair EV, mln \$	2 031
Net debt, mln \$	222
Мсap, mln \$	1 808
shares outstanding	273 738 951
price \$	<b>6,6</b>

*Анализ чувствительности:*

		WACC				
		13,4%	14,4%	15,4%	16,4%	17,4%
ИРАВ, млрд руб	-30%	4,8	4,3	3,8	3,5	3,1
	-15%	6,4	5,8	5,2	4,8	4,4
	119,2	7,9	7,2	<b>6,6</b>	6,1	5,6
	15%	9,5	8,7	8,0	7,4	6,8
	30%	11,1	10,2	9,4	8,7	8,0



**Приложение 2. Дочерние и зависимые компании Холдинга помимо МРСК**

	Доля Холдинга
ОАО "Янтарьэнерго"	100%
ОАО "Чеченэнерго"	0,51
ОАО "Нурэнерго"	0,23
ОАО "Карачаево-Черкесскэнерго"	100%
ОАО "Калмэнергообьт"	100%
ОАО "Тываэнергообьт"	100%
ОАО "Каббалкэнерго"	65,27%
ОАО "Дагестанская энергосбытовая компания"	51%
ОАО "Севкавказэнерго"	49%
ОАО "Ингушэнерго"	49%
ОАО "Научно-исследовательский институт экономики энергетики"	100%
ОАО "Объединение ВНИПИэнергопром"	100%
ОАО "Специальное конструкторское бюро теплоэнергетического оборудования ВТИ"	100%
ОАО "Сибирский проектно-изыскательский и научно-исследовательский институт энергетических систем и электрических сетей "Сибэнергообьтпроект"	100%
ОАО "Энергетический институт им.Г.М.Кржижановского"	31,34%
ОАО "Инженерный центр энергетики Урала – УРАЛВНИПИЭНЕРГОПРОМ, Уралсельэнергопроект, УралТЭП, УралОРГРЭС, УралВТИ, Уралэнергообьтпроект, Челябинэнергообьтпроект"	25,00%
ОАО "Северо-западный энергетический инжиниринговый центр"	25%
ОАО "Инженерный центр энергетики Поволжья"	25%
ОАО "Южный инженерный центр энергетики"	25%
ОАО "Сибирский энергетический научно-технический центр"	25%
ОАО "Центр по урегулированию дебиторской и кредиторской задолженности ЕЭС"	100%
ОАО "Недвижимость ВНИПИэнергопром"	100%
ОАО "Недвижимость ИЦ ЕЭС"	100%
ОАО "Недвижимость Северо-западного энергетического ИЦ"	100%
ОАО "Недвижимость ИЦ энергетики Поволжья"	100%
ОАО "Недвижимость Южного ИЦ энергетики"	100%
ОАО "Недвижимость ИЦ энергетики Урала"	100%
ОАО "Недвижимость Сибирского энергетического НТЦ"	100%
Акционерное общество открытого типа энергетики и электрификации Чеченской Республики "Грозэнерго"	49%
ОАО "Северо-Западная энергетическая управляющая компания"	49%
ОАО "Бурягэсстрой"	25,01%
ОАО "ЧиркейГЭСстрой"	25%
ОАО "Зарубежэнергострой"	9,51%
ООО "АйТи Энерджи Сервис"	20,00%

Источник: данные Холдинга



## Рекомендации по ценным бумагам

<b>STRONG BUY:</b>	Потенциал роста более 25%, степень уверенности «высокая» / потенциал роста более 100%, степень уверенности «низкая»
<b>BUY:</b>	Потенциал роста 15-25%, степень уверенности «высокая» / потенциал роста 25-100%, степень уверенности «низкая»
<b>HOLD:</b>	Потенциал роста менее 15%, степень уверенности «высокая», потенциал роста менее 25%, степень уверенности «низкая»
<b>SELL:</b>	“Справедливая цена” на уровне или ниже текущего курса

### ООО СОВЛИНК

**Тел.: +7 495 967 1300**  
**Факс: + 7 495 967 1311**

**Кремлевская набережная, д. 1, стр. 2,  
Москва 119019, Россия**  
**[www.sovlink.ru](http://www.sovlink.ru)**  
**[research@sovlink.ru](mailto:research@sovlink.ru)**

©2010г., ООО “СОВЛИНК”. Содержащаяся в настоящей Аналитической Справке информация (“Информация”) не является рекламой ценных бумаг или рекламой эмитента и не может рассматриваться как таковая. Информация предназначена исключительно для личного пользования клиентов ООО “СОВЛИНК” или иных согласованных с ООО “СОВЛИНК” лиц. Информация не предназначена для граждан США или юридических лиц, зарегистрированных в США. Ничто в настоящей Информации не должно и не может толковаться как информация, предназначенная для неопределенного круга лиц.

Информация носит исключительно ознакомительный/аналитический характер и не может толковаться как рекомендации ООО “СОВЛИНК” по покупке или продаже ценных бумаг. Информация не может служить основанием и на нее нельзя ссылаться при совершении каких-либо действий по осуществлению инвестиций. ООО “СОВЛИНК” не несет ответственности за действия, осуществленные на основе Информации. Настоящая Аналитическая Справка не содержит оферты или предложения делать оферту на покупку или продажу каких-либо ценных бумаг, опционов, фьючерсов или иных деривативов, имеющих в качестве базового актива такие ценные бумаги.

Настоящая Аналитическая Справка не учитывает специфику инвестиционных целей, финансовой ситуации и частных интересов какого-либо лица, которое может получить настоящую Аналитическую Справку. Инвесторам следует обращаться за получением финансовых консультаций по вопросам целесообразности осуществления инвестиций в какие-либо ценные бумаги, указанные в настоящей Аналитической Справке, им также следует осознавать, что заявления в отношении будущих планов могут не реализоваться. Инвесторам следует иметь в виду, что доход от таких ценных бумаг, если таковой имеется, может изменяться, и что цена или стоимость любой ценной бумаги может увеличиваться или уменьшаться. В силу этого инвесторы могут в итоге получить меньше, чем они первоначально инвестировали. Прошлые показатели деятельности не обязательно определяют будущие показатели деятельности. Курсы обмена валют могут негативно повлиять на цену, стоимость или доход на любую ценную бумагу, указанную в настоящей Аналитической Справке. Пожалуйста, обратите внимание на то, что инвестиционная деятельность на развивающихся рынках отличается высокой степенью риска, и инвесторы обязаны проводить свои собственные исследования перед тем, как принимать инвестиционные решения.

Лица, подготовившие данную Аналитическую Справку, или ООО “СОВЛИНК” могут держать как короткие, так и длинные позиции по любым, упоминавшимся в данной Аналитической Справке ценным бумагам, а также могут принимать участие в инвестиционной деятельности упоминавшихся в данной Аналитической Справке компаний.

При подготовке настоящей Аналитической Справки лицо(а), подготовившее данную Аналитическую Справку, исходило из того, что упомянутые в настоящей Аналитической Справке эмитенты раскрывают информацию в объеме и порядке, которые предусмотрены законодательством Российской Федерации о ценных бумагах для эмитентов, публично размещающих ценные бумаги.

Данная Аналитическая Справка и Информация основаны исключительно на общедоступной информации, которая представляется надежной, однако ООО “СОВЛИНК” не дает никакой гарантии того, что эта информация является точной или полной, а потому не следует полагаться на нее как на точную или полную. ООО “СОВЛИНК” не дает никакой гарантии ни относительно того, что все читатели получают эту Аналитическую Справку одновременно, ни относительно того, что ООО “СОВЛИНК” будет обновлять данный материал на регулярной основе, а также исправлять неточности, содержащиеся в данной Аналитической Справке.