



Аналитик: Екатерина Трипотень
tripoten@sovlink.ru

МРСК оптом и в розницу возобновление оценки МРСК

МРСК Центра		MRKC	
Shares Ords '000	42 217 941	12-m target price, \$	0.049
Offer Ords, \$	0.029	Upside	71.6%
M.Cap, \$ mn	1224	Rating	BUY

МРСК Центра и Приволжья		MRKP	
Shares Ords '000	112 697 817	12-m TP, \$	0.013
Offer Ords, \$	0.0077	Upside	70%
M.Cap, \$ mn	868	Rating	BUY

МРСК Северо-Запада		MRKZ	
Shares Ords '000	95 785 923	12-m TP, \$	0.0111
Offer Ords, \$	0.0084	Upside	32.1%
M.Cap, \$ mn	804	Rating	BUY

МРСК Волги		MRKV	
Shares Ords '000	178 577 801	12-m TP, \$	0.0049
Offer Ords, \$	0.0047	Upside	4.2%
M.Cap, \$ mn	839	Rating	HOLD

МРСК Сибири		MRKS	
Shares Ords '000	89 367 655	12-m TP, \$	0.0159
Offer Ords, \$	0.0094	Upside	69%
M.Cap, \$ mn	840	Rating	BUY

МОЭСК		MSRS	
Shares Ords '000	48 707 091	12-m TP, \$	0.0714
Offer Ords, \$	0.05	Upside	43%
M.Cap, \$ mn	2435	Rating	BUY

МРСК Урала		MRKU	
Shares Ords '000	87 430 485	12-m TP, \$	0.0122
Offer Ords, \$	0.010	Upside	23.6%
M.Cap, \$ mn	866	Rating	HOLD

Ленэнерго		LSNG	
Shares Ords '000	926 021	12-m TP, \$	1.1168
Offer ords, \$	0.782	Upside	27.6%
M.Cap, \$ mn	883	Rating Ords	BUY

МРСК Юга		MRKY	
Shares Ords '000	49 811 096	12-m TP, \$	0.007
Offer Ords, \$	0.0067	Upside	5.2%
M.Cap, \$ mn	334	Rating	HOLD

МРСК Северного Кавказа		MRKK	
Shares Ords '000	29 532	12-m TP, \$	6.85
Offer Ords, \$	5.99	Upside	14.5%
M.Cap, \$ mn	177	Rating	HOLD

Кубаньэнерго		KUBE	
Shares Ords '000	17 869	12-m TP, \$	5
Offer Ords, \$	4.95*	Upside	1.2%
M.Cap, \$ mn	88	Rating	HOLD

*цена последней сделки

Томская РСК		TORS	
Shares Ords '000	3 819 315	12-m TP, \$	0.0284
Offer Ords, \$	0.02	Upside	89.4%
M.Cap, \$ mn	69	Rating	BUY

• Мы возобновляем аналитическое покрытие по акциям МРСК с учетом последних позитивных решений в секторе, закрепляющих намерения властей ввести RAB-регулирование в сетях. С момента выхода нашего первого исследования по распределениям, МРСК успели запустить «пилотные» проекты с новыми тарифами, разочароваться в RAB из-за кризиса и снова им воодушевиться.

• С 1 января 2010 г 9 регионов также перешли на регулирование, основанное на возврате инвестированного капитала, в плюс к 9 «пилотам». Причем параметры такого перехода, а именно – нормы доходности на старый и новый капитал, – как у «пилотов», так и у вновь присоединившихся филиалов одинаковые, что подтверждает неизменность курса, выбранного регулятором и поддержанного властями.

• Тем временем, регулятор по решению правительства РФ получил возможность принимать RAB-тарифы в течение года. Также законодательно был закреплен крайний срок перехода на новую систему регулирования – 1 января 2011 г. А вчера правительство РФ выпустило постановление с еще более четким графиком перехода на RAB.

• Мы обновили наши DCF-модели по МРСК, учтя, в частности, более свежие оценки их базы капитала, обновленные инвестпрограммы, скорректированные в том числе из-за падения спроса на электроэнергию, а также применили новые ставки дисконтирования, соответствующие нынешним реалиям.

• Поскольку оценка МРСК, в которую заложен переход на RAB, больше всего зависит от размера первоначальной базы капитала, мы подготовили анализ чувствительности моделей к изменению этого параметра.

• На основании вышеизложенного мы:

- присваиваем рекомендацию **ПОКУПАТЬ** акциям МРСК Центра, Центра и Приволжья, Северо-Запада, МРСК Сибири, МОЭСК, Ленэнерго и Томской РСК;
- рекомендацию **ДЕРЖАТЬ** акциям МРСК Волги, МРСК Урала, МРСК Юга, МРСК Северного Кавказа, Кубаньэнерго.

При этом мы обращаем ваше внимание на акции МРСК Центра и Приволжья, МРСК Центра и МРСК Сибири, а также Томской РСК как имеющие, на наш взгляд, наибольший потенциал роста.



Пояснения по оценке

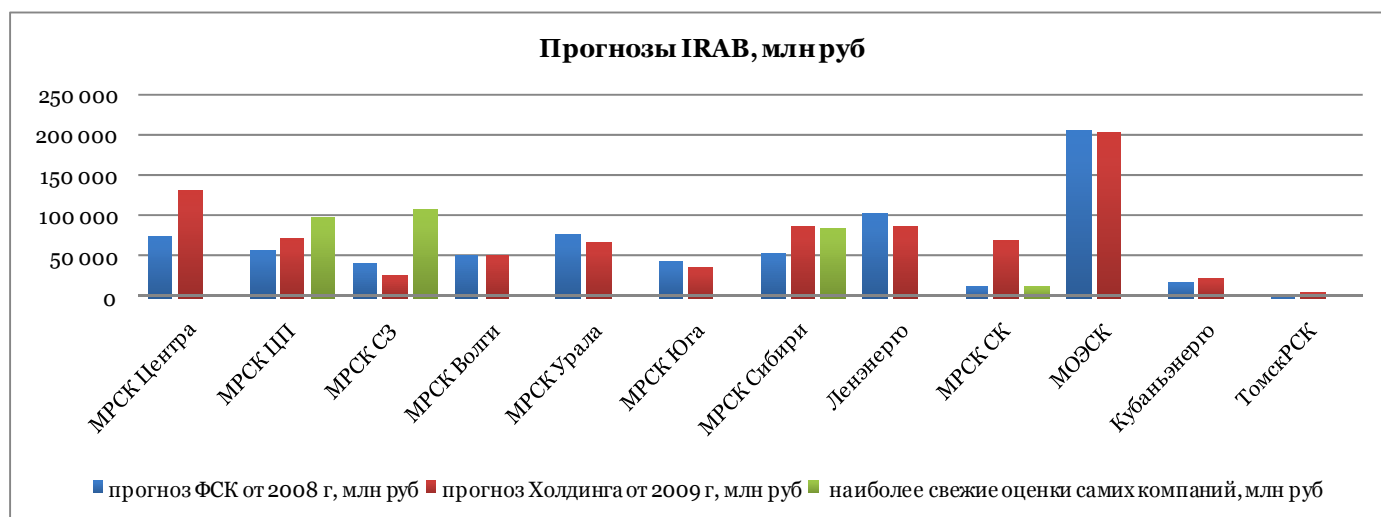
Подробно о бизнесе МРСК, переходе на новую систему тарифного регулирования, ее основных принципах и преимуществах над существующей мы писали в исследовании «МРСК: ЗаРАВотай!».

Нормативная база

С тех пор, если оценивать результаты по числу регионов, уже перешедших на RAB, изменилось немного: до недавнего времени тарифные решения по «пилотным» 9 проектам, принятые в середине 2008 г, оставались единственными, с 1 января 2010 г к ним присоединились еще 9. Зато российские власти создали все необходимые предпосылки для перехода остальных компаний на новые долгосрочные тарифы в ближайшие 12 месяцев. Это, в первую очередь, пункт в законе об энергосбережении о том, что с 1 января 2011 г услуги по передаче электроэнергии регулируются только на основе долгосрочных параметров, в том числе с применением метода RAB. Сроки перехода на RAB каждой компании внутри 2010 г оговорены в отдельном документе правительства РФ, текст которого был опубликован накануне (график по каждому региону приведен в Приложении 1). Постановление, позволяющее переходить на новые тарифы не раз в год, с 1 января, а с первого числа любого месяца внутри года – также уже принято.

Параметры RAB

Ставки доходности на уже инвестированный капитал и новые вложения не изменились: они одинаковые как у «пилотов», так и у присоединившихся к ним месяц назад регионов. Это дает основание рассчитывать на неизменность норм дохода и у тех филиалов, которым еще только предстоит этот шаг. Сложнее с базой капитала. Дело в том, что, как нам кажется, оценка активов для перехода на RAB – это компромисс между величиной необходимой инвестпрограммы компании и темпом роста тарифов, на который готовы пойти региональные власти. В этой связи самостоятельно оценить базу капитала мы не беремся, а в применении среднего коэффициента переоценки стоимости основных средств по «пилотам» для остальных компаний - не видим смысла. Наилучшим же вариантом считаем ориентироваться на прогнозы самих компаний, которые и заказывают оценку, и согласуют ее с регуляторами. Первоначально прогнозы по оценке делала ФСК, до создания Холдинга управлявшая МРСК; последние данные она представляла осенью 2008 г. Затем уже Холдинг МРСК представил оценку, датированную февралем 2009 г. А ближе к концу года как минимум 4 МРСК в СМИ или на встречах с инвесторами представили свой взгляд на оценку.



Источник: ФСК, Холдинг МРСК, сайты компаний, СМИ

Таблица, показывающая, как торгуются МРСК по EV/RAB, основному отраслевому мультипликатору для компаний, регулируемых таким тарифным методом, а также справедливое, на наш взгляд, соотношение этих величин, приведена в Приложении 2.



Подходы к оценке

При построении DCF-модели мы учли график перехода МРСК на RAB, согласованный правительством. По нему полностью перейдут на новые тарифы в течение 2010 г лишь три МРСК: Центра, Волги и Юга. Еще несколько компаний, например, МРСК Северо-Запада или МРСК Сибири, в течение 2010 г перейдут на RAB частично и завершат этот процесс с 1 января 2011 г. Также как и третья группа компаний, которая начнет работать в новых условиях лишь с 1 января следующего года – в ней Ленэнерго, МОЭСК и Тюменьэнерго. В связи с тем, что полный переход на RAB в распредсетях завершится 1 января 2011 г, мы привели денежные потоки МРСК на эту дату.

Мы использовали оценки Холдинга МРСК по IRAB в качестве базовых, если менеджмент самих МРСК не озвучивал собственный взгляд. В конце 2009 г это сделали 4 компании. Оценка МРСК Северо-Запада существенно превышала прежние оценки, поэтому мы отнеслись к ней более осторожно, использовав в модели среднее значение между всеми тремя прогнозами. В случае же, например, с МРСК Центра и Приволжья принятые в конце года тарифные параметры по 3-м филиалам как раз находятся в линии с 25%-ным превышением оценок менеджмента над цифрами Холдинга (сравнение приведено в таблице):

в млн рублей	прогноз Холдинга	решение РЭК	разница
Омскэнерго	10 989	10 500	-4%
ТомскРСК	6 832	5 421	-21%
Курскэнерго	9 241	10 802	17%
Ярэнерго	12 927	8 968	-31%
Новгородэнерго	3 506	5 462	56%
Владимирэнерго	5 853	7 210	23%
Калугаэнерго	6 923	9 818	42%
Удмуртэнерго	4 322	5 639	30%

Источник: Холдинг, расчеты Совлинк

Мы разделили операционные издержки на подконтрольные и неподконтрольные в соответствии с долей расходов на работы и услуги производственного характера по данным последних отчетов компаний по РСБУ. Неподконтрольные расходы мы индексировали от года к году на величину утвержденного роста тарифов ФСК, а подконтрольные – на инфляцию в первый период регулирования. Затем мы уменьшали подконтрольные издержки на 1% ежегодно – такой уровень улучшений будет требовать регулятор. Добровольное сокращение издержек мы не учитывали, хотя логика снижения затрат прямо проистекает из реализации инвестиционных программ МРСК, которые, в том числе, направлены на повышение эффективности распределения электроэнергии.

Ставку дисконтирования для всех компаний мы рассчитывали одинаково, отличие - в текущей структуре долга и капитала (целевая структура - 30%/70%). В ставке Томской РСК и Кубаньэнерго мы учли также 2%-ную премию за низкую ликвидность, а в 2%-ной премии к ставке МРСК Северного Кавказа мы попытались отразить политические риски региона. Пример расчета WACC приведен в таблице ниже:

безрисковая ставка \$	5,40%
beta levered	1,34
суверенная премия за риск российских акций	8,00%
премия за риск инвестиций в акции компании	10,73%
стоимость привлечения капитала	16,13%
стоимость привлечения заемных средств	15,00%
ставка налога на прибыль	20%
долг/капитал	23,40%
доля капитала	81,04%
заемный капитал	18,96%
WACC	15,35%

Темп роста стоимости в постпрогнозный период мы приняли равным нулю. Учитывая высокую зависимость оценки компаний от величины базы капитала и WACC, мы также провели анализ чувствительности к изменению этих показателей для каждой МРСК.



МРСК Центра

Прогноз основных финансовых показателей компании

млн \$	2010 г	2011 г	2012 г	2013 г	2014 г	2015 г	2016 г	2017 г
выручка	2 212	2 576	2 960	3 194	3 393	3 543	3 616	3 718
операционные расходы	1 680	1 911	2 152	2 398	2 607	2 755	2 821	2 914
ЕВИТДА	531	666	808	796	786	789	796	804
амортизация	151	168	177	188	202	215	220	216
ЕВИТ	380	498	631	608	584	573	576	588
оборотный капитал	144	169	195	209	220	229	234	240

DCF

млн \$	2011 г	2012 г	2013 г	2014 г	2015 г	2016 г	2017 г
ЕВИТ*(1-t)	379	486	471	455	449	452	470
depreciation	159	171	182	197	211	216	216
change in WC	-32,8	-33,4	-20,3	-17,6	-14,4	-23,4	-19,8
Capex	-206	-193	-275	-267	-262	-257	-257
Cash Flow	299	431	359	366	383	388	410
WACC	15,88%	15,88%	15,88%	15,88%	15,88%	15,88%	15,88%
Discount factor	0,9	0,7	0,6	0,6	0,5	0,4	0,4
Discounted Cash Flow, млн \$	258	321	231	203	183	160	146

Расчет справедливой стоимости на начало 2011 года:

Present value of cash flow, mln \$	1 503
Terminal Value, mln \$	920
Fair EV, mln \$	2 423
Net debt, mln \$	322
Мcap, mln \$	2 101
shares outstanding	42 217 941 468
12-m target price \$	0,0498
Current fair price, \$	0,043

Анализ чувствительности:

IRAB, млрд руб	WACC				
	13,6%	14,6%	15,6%	16,6%	17,6%
-30%	0,035	0,032	0,029	0,027	0,025
-15%	0,047	0,043	0,039	0,037	0,034
134,7	0,058	0,054	0,0498	0,046	0,043
15%	0,070	0,065	0,060	0,056	0,052
30%	0,082	0,076	0,070	0,066	0,061



МРСК Центра и Приволжья

Прогноз основных финансовых показателей компании

млн \$	2010 г	2011 г	2012 г	2013 г	2014 г	2015 г	2016 г	2017 г
выручка	1 926	2 505	2 791	3 088	3 277	3 387	3 429	3 504
операционные расходы	1 745	1 940	2 148	2 362	2 546	2 675	2 736	2 827
ЕВИТДА	181	399	506	612	630	624	619	615
амортизация	90	89	90	92	94	96	98	101
ЕВИТ	92	310	415	520	536	528	520	514
оборотный капитал	140	170	191	213	226	234	239	245

DCF

млн \$	2011 г	2012 г	2013 г	2014 г	2015 г	2016 г	2017 г
ЕВИТ*(1-t)	236	320	403	418	413	409	411
depreciation	85	87	89	91	94	97	101
change in WC	-37,1	-28,8	-28,2	-18,9	-13,1	-23,3	-20,6
Capex	-206	-170	-165	-160	-157	-154	-154
Cash Flow	77	208	299	330	337	328	338
WACC	15,9%	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 \$	67	155	192	183	161	136	120

Расчет справедливой стоимости на начало 2011 года:

Present value of cash flow, mln \$	1 014
Terminal Value, mln \$	758
Fair EV, mln \$	1 773
Net debt, mln \$	312
Мcap, mln \$	1 460
shares outstanding	112 697 817 043
12-m target price \$	0,0130
Current fair price, \$	0,0112

Анализ чувствительности:

ИРАВ, млрд руб	WACC				
	13,6%	14,6%	15,6%	16,6%	17,6%
-30%	0,0090	0,0080	0,0072	0,0065	0,0058
-15%	0,0123	0,0111	0,0101	0,0092	0,0084
100	0,0156	0,0142	0,0130	0,0119	0,0109
15%	0,0189	0,0173	0,0158	0,0146	0,0135
30%	0,0222	0,0203	0,0187	0,0173	0,0160



МРСК Северо-Запада

Прогноз основных финансовых показателей компании

млн \$	2010 г	2011 г	2012 г	2013 г	2014 г	2015 г	2016 г	2017 г
выручка	1 031	1 186	1 361	1 535	1 633	1 690	1 713	1 752
операционные расходы	847	947	1 054	1 164	1 258	1 324	1 355	1 400
ЕБИТДА	185	238	306	371	375	366	359	352
амортизация	91	87	87	87	86	86	86	87
ЕБИТ	94	151	220	284	288	280	272	265
оборотный капитал	75	86	98	110	116	120	122	125

DCF

млн \$	2011 г	2012 г	2013 г	2014 г	2015 г	2016 г	2017 г
ЕБИТ*(1-t)	115	169	220	225	219	214	212
depreciation	83	83	84	84	84	85	87
change in WC	-14,7	-15,8	-15,3	-9,3	-6,3	-11,0	-9,6
Capex	-132	-74	-72	-70	-68	-67	-67
Cash Flow	51	163	218	230	229	221	222
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 \$	44	121	140	128	110	91	79

Расчет справедливой стоимости на начало 2011 года:

Present value of cash flow, mln \$	713
Terminal Value, mln \$	499
Fair EV, mln \$	1 212
Net debt, mln \$	149
Мcap, mln \$	1 063
shares outstanding	95 785 923 138
12-m target price \$	0,0111
Current fair price, \$	0,0096

Анализ чувствительности:

ИРАВ, млрд руб	WACC				
	13,4%	14,4%	15,4%	16,4%	17,4%
-30%	0,0085	0,0077	0,0070	0,0064	0,0059
-15%	0,0108	0,0099	0,0091	0,0083	0,0077
60	0,0132	0,0121	0,0111	0,0103	0,0095
15%	0,0155	0,0142	0,0131	0,0122	0,0113
30%	0,0178	0,0164	0,0152	0,0141	0,0131



МРСК Урала

Прогноз основных финансовых показателей компании

млн \$	2010 г	2011 г	2012 г	2013 г	2014 г	2015 г	2016 г	2017 г
выручка	1 620	1 916	2 160	2 412	2 572	2 677	2 725	2 799
операционные расходы	1 471	1 635	1 810	1 990	2 145	2 254	2 306	2 383
ЕВИТДА	149	281	350	421	427	423	419	416
амортизация	72	70	69	70	71	72	74	75
ЕВИТ	77	211	281	352	356	350	345	341
оборотный капитал	118	138	155	172	182	188	193	198

DCF

млн \$	2011 г	2012 г	2013 г	2014 г	2015 г	2016 г	2017 г
ЕВИТ*(1-t)	161	216	273	277	274	271	273
depreciation	66	66	68	69	71	73	75
change in WC	-27,2	-22,3	-22,1	-15,0	-10,9	-19,4	-17,1
Capex	-125	-130	-110	-107	-105	-103	-103
Cash Flow	75	131	208	225	229	222	228
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 \$	65	97	134	125	110	92	81

Расчет справедливой стоимости на начало 2011 года:

Present value of cash flow, mln \$	703
Terminal Value, mln \$	513
Fair EV, mln \$	1 216
Net debt, mln \$	146
Мсap, mln \$	1 070
Shares outstanding	87 430 485 711
12-m target price \$	0,012
Current fair price, \$	0,01060

Анализ чувствительности:

IRAB, млрд руб	WACC				
	13,4%	14,4%	15,4%	16,4%	17,4%
-30%	0,009	0,008	0,007	0,006	0,006
-15%	0,012	0,011	0,010	0,009	0,008
69,8	0,015	0,013	0,012	0,011	0,010
15%	0,018	0,016	0,015	0,014	0,013
30%	0,020	0,019	0,017	0,016	0,015



МРСК Волги

Прогноз основных финансовых показателей компании

млн \$	2010 г	2011 г	2012 г	2013 г	2014 г	2015 г	2016 г	2017 г
выручка	1 285	1 463	1 648	1 770	1 873	1 944	1 975	2 025
операционные расходы	1 040	1 158	1 284	1 414	1 525	1 604	1 640	1 695
ЕБИТДА	245	305	364	356	348	341	335	330
амортизация	67	67	66	66	66	67	68	69
ЕБИТ	179	238	298	290	282	274	267	261
оборотный капитал	95	107	119	127	133	137	140	144

DCF

млн \$	2011 г	2012 г	2013 г	2014 г	2015 г	2016 г	2017 г
ЕБИТ*(1-t)	181	229	225	219	214	210	209
depreciation	64	64	64	65	66	67	69
change in WC	-17,4	-17,2	-11,4	-9,9	-7,6	-13,4	-11,7
Capex	-88	-85	-82	-80	-78	-77	-77
Cash Flow	139	191	195	194	194	186	189
WACC	15,4%	15,6%	15,9%	15,9%	15,9%	15,9%	15,9%
Discount factor	0,8	0,6	0,6	0,5	0,4	0,4	0,3
Discounted Cash Flow, млн \$	104	123	108	93	80	66	58

Расчет справедливой стоимости на начало 2011 года:

Present value of cash flow, mln \$	646
Terminal Value, mln \$	387
Fair EV, mln \$	1 034
Net debt, mln \$	159
Мcap, mln \$	875
Shares outstanding	178 577 801 146
12-m target price \$	0,0049
Current fair price, \$	0,0043

Анализ чувствительности:

		WACC				
		13,2%	14,2%	15,2%	16,2%	17,2%
ИРАВ, млрд руб	-30%	0,0039	0,0035	0,0032	0,0029	0,0026
	-15%	0,0049	0,0044	0,0040	0,0037	0,0034
	54	0,0059	0,0054	0,0049	0,0045	0,0041
	15%	0,0069	0,0063	0,0058	0,0053	0,0049
	30%	0,0079	0,0072	0,0066	0,0061	0,0057



МРСК Сибири

Прогноз основных финансовых показателей компании

млн \$	2010 г	2011 г	2012 г	2013 г	2014 г	2015 г	2016 г	2017 г
выручка	1 664	2 031	2 300	2 570	2 733	2 835	2 878	2 949
операционные расходы	1 510	1 679	1 859	2 044	2 203	2 315	2 368	2 447
ЕВИТДА	154	352	441	526	530	519	510	502
амортизация	74	73	73	74	75	76	78	79
ЕВИТ	79	278	368	451	455	443	432	423
оборотный капитал	121	147	166	184	195	201	205	210

DCF

млн \$	2011 г	2012 г	2013 г	2014 г	2015 г	2016 г	2017 г
ЕВИТ*(1-t)	212	284	350	354	347	340	338
depreciation	70	71	72	73	75	76	79
change in WC	-32,9	-24,7	-23,8	-15,5	-10,9	-19,3	-16,9
Capex	-125	-130	-110	-107	-105	-103	-103
Cash Flow	124	200	288	305	306	294	298
WACC	15,9%	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 \$	107	149	185	169	146	121	106

Расчет справедливой стоимости на начало 2011 года:

Present value of cash flow, mln \$	984
Terminal Value, mln \$	669
Fair EV, mln \$	1 653
Net debt, mln \$	232
Mcap, mln \$	1 421
Shares outstanding	89 367 655 115
12-m target price \$	0,016
Current fair price, \$	0,0137

Анализ чувствительности:

IRAB, млрд руб	WACC				
	13,6%	14,6%	15,6%	16,6%	17,6%
-30%	0,012	0,010	0,009	0,009	0,008
-15%	0,015	0,014	0,013	0,012	0,011
88	0,019	0,017	0,016	0,015	0,014
15%	0,023	0,021	0,019	0,018	0,016
30%	0,026	0,024	0,022	0,021	0,019



МРСК Юга

Прогноз основных финансовых показателей компании

млн \$	2010 г	2011 г	2012 г	2013 г	2014 г	2015 г	2016 г	2017 г
выручка	744	868	989	1 069	1 133	1 178	1 196	1 226
операционные расходы	588	657	730	805	869	914	935	966
ЕВИТДА	156	211	260	264	264	264	261	260
амортизация	54	54	55	56	56	57	57	58
ЕВИТ	102	157	205	209	208	207	204	201
оборотный капитал	55	63	72	77	81	84	86	88

DCF

млн \$	2011 г	2012 г	2013 г	2014 г	2015 г	2016 г	2017 г
ЕВИТ*(1-t)	76	119	158	162	162	162	161
depreciation	50	52	53	54	55	55	56
change in WC	-8,5	-11,7	-11,2	-7,4	-6,2	-4,8	-8,3
Capex	-155	-118	-85	-82	-67	-65	-64
Cash Flow	-37	42	115	126	144	147	144
WACC	15,88%	15,9%	15,9%	15,9%	15,9%	15,9%	15,9%
Discount factor	0,9	0,9	0,7	0,6	0,6	0,5	0,4
Discounted Cash Flow, млн \$	-32	36	85	81	80	70	60

Расчет справедливой стоимости на начало 2011 года:

Present value of cash flow, mln \$	469
Terminal Value, mln \$	361
Fair EV, mln \$	830
Net debt, mln \$	479
Мсap, mln \$	351
Shares outstanding	49 811 096 064
12-m target price \$	0,0070
Current fair price, \$	0,006

Анализ чувствительности:

ИРАВ, млрд руб	WACC				
	13,9%	14,9%	15,9%	16,9%	17,9%
-30%	0,0043	0,0032	0,0022	0,0013	0,0005
-15%	0,0071	0,0058	0,0046	0,0036	0,0027
37	0,0099	0,0084	0,0070	0,0059	0,0049
15%	0,0126	0,0110	0,0095	0,0082	0,0071
30%	0,0154	0,0136	0,0119	0,0105	0,0093



МРСК Северного Кавказа

Оценка этой компании может кардинально измениться, если сети Дагестана, где самая нестабильная политическая ситуация и наихудшая ситуация с платежами за электроэнергию, перейдут на RAB. Пока наша текущая оценка основана на базе капитала без учета активов этой республики, что соответствует последним комментариям в СМИ. Однако в графике перехода на RAB Дагэнерго присутствует.

Прогноз основных финансовых показателей компании

млн \$	2010 г	2011 г	2012 г	2013 г	2014 г	2015 г	2016 г	2017 г
выручка	413	466	528	590	633	660	673	692
операционные расходы	351	392	436	481	520	547	560	578
ЕБИТДА	62	74	92	108	113	113	113	113
амортизация	35	34	34	34	34	34	35	35
ЕБИТ	27	39	58	74	79	79	78	78
оборотный капитал	30	34	38	42	45	46	48	49

DCF

млн \$	2011 г	2012 г	2013 г	2014 г	2015 г	2016 г	2017 г
ЕБИТ*(1-t)	30	45	58	62	62	62	62
depreciation	33	33	33	33	34	34	35
change in WC	-5,2	-5,6	-5,4	-4,0	-2,8	-4,9	-4,3
Capex	-44	-50	-41	-40	-39	-39	-39
Cash Flow	13	22	44	51	53	52	55
WACC	17,8%	17,9%	18,0%	18,0%	18,0%	18,0%	18,0%
Discount factor	0,8	0,7	0,6	0,5	0,4	0,4	0,3
Discounted Cash Flow, млн \$	11,1	15,7	26,9	26,2	23,3	19,3	17,2

Расчет справедливой стоимости на начало 2011 года:

Present value of cash flow, mln \$	140
Terminal Value, mln \$	96
Fair EV, mln \$	235
Net debt, mln \$	33
Мcap, mln \$	203
Shares outstanding	29 532 052
12-m target price \$	6,9
Current fair price, \$	5,83

Анализ чувствительности:

IRAB, млрд руб	WACC				
	15,7%	16,7%	17,7%	18,7%	19,7%
-30%	4,4	4,0	3,6	3,3	3,0
-15%	6,3	5,7	5,2	4,8	4,4
15,3	8,1	7,4	6,9	6,3	5,9
15%	9,9	9,1	8,5	7,9	7,4
30%	11,7	10,9	10,1	9,4	8,8



МОЭСК

Прогноз основных финансовых показателей компании

млн \$	2010 г	2011 г	2012 г	2013 г	2014 г	2015 г	2016 г	2017 г
выручка	2 830	3 327	3 864	4 359	4 677	4 822	4 874	4 967
операционные расходы	2 236	2 513	2 806	3 105	3 362	3 542	3 625	3 745
ЕБИТДА	594	814	1 059	1 253	1 315	1 280	1 249	1 222
амортизация	337	330	322	317	313	311	310	311
ЕБИТ	257	485	737	937	1 002	969	938	911
оборотный капитал	207	242	280	315	336	344	350	356

DCF

млн \$	2011 г	2012 г	2013 г	2014 г	2015 г	2016 г	2017 г
ЕБИТ*(1-t)	388	589	749	802	775	751	729
depreciation	314	310	307	305	304	305	311
change in WC	-46,3	-48,3	-43,6	-29,9	-16,6	-29,1	-24,8
Capex	-294	-227	-220	-214	-209	-206	-206
Cash Flow	361	625	793	863	854	821	809
WACC	15,9%	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 \$	311	465	510	479	409	339	288

Расчет справедливой стоимости на начало 2011 года:

Present value of cash flow, mln \$	2 801
Terminal Value, mln \$	1 817
Fair EV, mln \$	4 618
Net debt, mln \$	1 138
Мсap, mln \$	3 480
Shares outstanding	48 707 091 574
12-m target price \$	0,071
Current fair price, \$	0,062

Анализ чувствительности:

ИРАВ, млрд руб	WACC				
	13,9%	14,9%	15,9%	16,9%	17,9%
-30%	0,054	0,048	0,043	0,039	0,035
-15%	0,070	0,063	0,057	0,052	0,047
207	0,086	0,078	0,071	0,065	0,060
15%	0,102	0,093	0,086	0,079	0,072
30%	0,119	0,108	0,100	0,092	0,085



Ленэнерго

Прогноз основных финансовых показателей компании

млн \$	2010 г	2011 г	2012 г	2013 г	2014 г	2015 г	2016 г	2017 г
выручка	902	1 191	1 421	1 628	1 743	1 804	1 834	1 878
операционные расходы	753	840	933	1 028	1 109	1 167	1 194	1 233
ЕВИТДА	149	351	488	600	634	637	640	645
амортизация	67	72	80	85	89	93	97	101
ЕВИТ	82	279	409	515	545	544	544	544
оборотный капитал	66	88	105	120	128	132	135	138

DCF

млн \$	2011 г	2012 г	2013 г	2014 г	2015 г	2016 г	2017 г
ЕВИТ*(1-t)	212	315	399	425	426	427	435
depreciation	69	77	82	86	91	95	101
change in WC	-25,1	-20,7	-18,4	-11,3	-7,0	-12,5	-11,1
Capex	-294	-227	-220	-214	-209	-206	-206
Cash Flow	-39	144	244	286	300	304	319
WACC	15,9%	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 \$	-33	108	157	159	144	126	114

Расчет справедливой стоимости на начало 2011 года:

Present value of cash flow, mln \$	772
Terminal Value, mln \$	716
Fair EV, mln \$	1 489
Net debt, mln \$	361
Мcap, mln \$	1 128
Number of ordinary shares	926 021 679
Number of pref	93 264 311
12-m target price ords \$	1,117
12-m target price prefs\$	1,005
Current fair price ords, \$	0,97
Current fair price prefs, \$	0,87

Анализ чувствительности для обыкновенных акций:

IRAB, млрд руб	WACC				
	13,6%	14,6%	15,6%	16,6%	17,6%
-30%	0,72	0,62	0,54	0,46	0,39
-15%	1,06	0,93	0,83	0,73	0,65
90	1,39	1,24	1,117	1,01	0,91
15%	1,72	1,55	1,41	1,28	1,17
30%	2,05	1,86	1,70	1,55	1,42



Кубаньэнерго

Компания в настоящее время находится в процессе размещения дополнительных акций, которое завершится лишь во второй половине 2010 г. Часть выпуска, оставшуюся после реализации акционерами преимущественного права, компания предложила сторонним инвесторам. Цена размещения - 126,26 рубля. Если все акции будут размещены, уставный капитал Кубаньэнерго вырастет в 4 раза. Привлечение средств, возможно, изменит финансовое положение в компании, которое сейчас характеризуется высоким уровнем долга.

Прогноз основных финансовых показателей компании

млн \$	2010 г	2011 г	2012 г	2013 г	2014 г	2015 г	2016 г	2017 г
выручка	770	890	1 002	1 089	1 164	1 218	1 245	1 284
операционные расходы	665	740	820	903	974	1 023	1 047	1 082
ЕБИТДА	106	150	182	186	190	194	198	203
амортизация	41	43	43	44	45	46	47	49
ЕБИТ	65	107	139	142	145	148	151	154
оборотный капитал	56	64	72	77	82	86	88	91

DCF

млн \$	2011 г	2012 г	2013 г	2014 г	2015 г	2016 г	2017 г
ЕБИТ*(1-t)	82	107	110	113	116	119	123
depreciation	40	41	42	44	45	46	49
change in WC	-11,3	-10,3	-7,8	-6,9	-5,5	-9,8	-8,7
Capex	-88	-85	-82	-80	-78	-77	-77
Cash Flow	23	53	62	70	77	78	86
WACC	17,56%	17,42%	17,28%	17,28%	17,28%	17,28%	17,28%
Discount factor	0,9	0,7	0,6	0,5	0,5	0,4	0,3
Discounted Cash Flow, млн \$	19	38	39	37	35	30	28

Расчет справедливой стоимости на начало 2011 года:

Present value of cash flow, mln \$	226
Terminal Value, mln \$	163
Fair EV, mln \$	389
Net debt, mln \$	300
Мcap, mln \$	90
Shares outstanding	17 869 440
12-m target price \$	5,012
Current fair price, \$	4,258

Анализ чувствительности:

ИРАВ, млрд руб	WACC				
	15,7%	16,7%	17,7%	18,7%	19,7%
-30%	-0,89	-2,17	-3,30	-4,29	-5,18
-15%	3,78	2,22	0,86	-0,35	-1,43
24,6	8,44	6,62	5,01	3,59	2,33
15%	13,10	11,01	9,17	7,53	6,08
30%	17,77	15,41	13,32	11,48	9,83



Томская РСК

Прогноз основных финансовых показателей компании

млн \$	2010 г	2011 г	2012 г	2013 г	2014 г	2015 г	2016 г	2017 г
выручка	146	166	187	202	215	224	228	234
операционные расходы	123	137	152	167	180	190	194	200
ЕВИТДА	23	29	35	35	35	34	34	34
амортизация	8,2	8,0	8,0	8,1	8,1	8,1	8,2	8,2
ЕВИТ	15	21	27	27	27	26	26	25
оборотный капитал	11	12	13	14	15	16	16	17

DCF

млн \$	2011 г	2012 г	2013 г	2014 г	2015 г	2016 г	2017 г
ЕВИТ*(1-t)	16,1	20,8	21,1	20,9	20,6	20,4	20,4
depreciation	7,6	7,7	7,8	7,9	7,9	8,0	8,2
change in WC	-2,0	-1,9	-1,4	-1,2	-0,9	-1,6	-1,4
Capex	-14,7	-8,5	-8,2	-8,0	-7,8	-7,7	-7,7
Cash Flow	7,0	18,1	19,3	19,6	19,8	19,0	19,5
WACC	16,72%	16,86%	17,00%	17,14%	17,28%	17,28%	17,28%
Discount factor	0,9	0,7	0,6	0,5	0,5	0,4	0,3
Discounted Cash Flow, млн \$	6,0	13,2	12,1	10,4	8,9	7,3	6,4

Расчет справедливой стоимости на начало 2011 года:

Present value of cash flow, mln \$	64
Terminal Value, mln \$	37
Fair EV, mln \$	101
Net debt, mln \$	-7
Мсap, mln \$	109
Shares outstanding	3 819 315 580
12-m target price \$	0,028
Current fair price, \$	0,0244

Анализ чувствительности:

ИРАВ, млрд руб	WACC				
	14,6%	15,6%	16,6%	17,6%	18,6%
-30%	0,0226	0,0211	0,0198	0,0187	0,0176
-15%	0,0274	0,0257	0,0241	0,0227	0,0215
5,4	0,0322	0,0302	0,028	0,0268	0,0254
15%	0,0370	0,0347	0,0327	0,0309	0,0293
30%	0,0419	0,0393	0,0370	0,0350	0,0332



Приложение 1. График перехода МРСК на RAB по филиалам

	"пилоты"	с 1 января	к июлю 2010 г	С 1 января
МРСК Центра	Белгород, Тверь, Липецк	Ярославль, Курск	Брянск, Кострома, Воронеж, Орел, Тамбов, Смоленск	Иваново, Киров, Мари, Нижнов Архангельск, Карелия, Мурманск Свердловск, Челябинск Алтай, Бурятия, Красноярск, Кузбасс, Тыва Дагестан, Карачаево- Черкесия, Кабардино- Балкария, Ингушетия, Северная Осетия Москва, Московская область Санкт-Петербург, Ленобласть Тюменский регион
МРСК Центра и Приволжья	Тула, Рязань	Удмуртия, Владимир, Калуга Новгород	Вологда, Коми, Псков	
МРСК Северо- Запада	Курган, Пермь	Горный Алтай, Омск, Томск	Чувашия, Пенза, Оренбург, Мордовия, Ульяновск, Саратов и Самара	
МРСК Урала			Хакасия, Чита	
МРСК Волги	Ростов, Астрахань		Кубань, Калмыкия, Волгоград Ставрополь	
МРСК Сибири				
МРСК Юга				
МРСК Северного Кавказа				
МОЭСК				
Ленэнерго				
Тюменьэнерго				

Источник: СМИ



Приложение 2. Текущее и справедливое соотношение EV и RAB у МРСК.

	IRAB, млн \$	Current EV, mn \$	Current EV/RAB	Fair EV, млн \$	Fair EV/RAB
МРСК Центра	4 647	1 420	0,31	2 423	0,52
МРСК ЦП	3 448	1 157	0,34	1 773	0,51
МРСК СЗ	2 069	685	0,33	1 212	0,59
МРСК Волги	1 861	909	0,49	1 034	0,56
МРСК Урала	2 406	929	0,39	1 216	0,51
МРСК Юга	1 286	790	0,61	830	0,65
МРСК Сибири	3 036	987	0,33	1 653	0,54
Ленэнерго	3 103	1 029	0,33	1 489	0,48
МРСК СК	517	158	0,31	235	0,45
МОЭСК	7 141	3 427	0,48	4 618	0,65
Кубаньэнерго	849	388	0,46	389	0,46
ТомскРСК	187	53	0,29	101	0,54
Тюменьэнерго	4 110	нд	нд	2 031	0,49



Рекомендации по ценным бумагам

STRONG BUY:	Потенциал роста более 25%, степень уверенности «высокая» / потенциал роста более 100%, степень уверенности «низкая»
BUY:	Потенциал роста 15-25%, степень уверенности «высокая» / потенциал роста 25-100%, степень уверенности «низкая»
HOLD:	Потенциал роста менее 15%, степень уверенности «высокая», потенциал роста менее 25%, степень уверенности «низкая»
SELL:	“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

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.