

МРСК: В RABстве у государства

	Тикер РТС	Текущая кап-ция, млн.\$	EV/EBITDA 2010о	Текущий EV/RAB	Покупка-продажа, \$	Предыдущая целевая цена, \$	Новая целевая цена, \$	Потенциал роста, %	Новая рекомендация
МРСК Кавказа	MRKK	142	2.9	0.31	4.80-4.81	11.3	5.8	21%	Держать
МРСК Центра	MRKC	1 626	5.6	0.57	0.0385-0.0387	0.036	0.040	4%	Держать
МРСК Ц.-Привол.	MRKP	790	5.0	0.41	0.007-0.007	0.013	0.0095	35%	Покупать
Кубаньэнерго	KUBE	105	2.8	0.36	5.86-5.88	3.3	5.5	-6%	Держать
Ленэнерго - обычн.	LSNG	667	4.8	0.51	0.72-0.73	1.45	1.06	46%	Покупать
Ленэнерго - прив.	LSNGP	79			0.84-0.85	1.15	0.95	13%	Держать
МОЕСК	MSRS	2 226	3.1	0.61	0.0456-0.0461	0.094	0.077	69%	Покупать
МРСК Холд. - обычн.	MRKH	5 351	4.4	0.49	0.130-0.131	0.200	0.186	43%	Покупать
МРСК Холд. - прив.	MRKHP	182			0.088-0.088	0.150	0.117	33%	Покупать
МРСК Сев.-Запада	MRKZ	633	6.8	0.70	0.0066-0.0066	0.008	0.0066	-1%	Держать
МРСК Сибири	MRKS	798	5.0	0.37	0.0089-0.0090	0.012	0.0097	8%	Держать
МРСК Юга	MRKY	258	4.0	0.63	0.00522-0.00522	0.011	0.0089	71%	Покупать
ТРК - обычн.	TORS	62	3.1	0.37	0.016-0.016	0.026	0.030	85%	Покупать
ТРК - прив.	TORSP	7			0.0127-0.0127	0.023	0.025	100%	Покупать
МРСК Урала	MRKU	750	2.8	0.45	0.0086-0.0086	0.017	0.019	123%	Покупать
МРСК Волги	MRKV	629	3.0	0.41	0.0035-0.00355	0.0050	0.0044	24%	Покупать

Примечание: цены на 20.08.10

Источник: ММВБ, Bloomberg, оценки РМГ

Инвестиционное заключение

Мы обновили модели по МРСК с учетом результатов по МСФО и РСБУ за 2009г. Правительство подтвердило курс на перевод сетевых компаний на систему ценообразования на основе метода доходности инвестированного капитала (система RAB), но отложило запланированный на середину этого года переход на RAB для 23 филиалов МРСК. Мы ожидаем переход всех МРСК на новую систему тарифов в начале 2011г., но для ряда компаний это чревато существенным ростом тарифов, что, вероятно, вызовет сопротивление со стороны регуляторов и, как следствие, задержку сроков перехода или уменьшение базы инвестированного капитала. Мы рекомендуем к Покупке семь бумаг региональных сетевых операторов и акции МРСК Холдинга.

- ✓ Мы обновили наши операционные и финансовые показатели для сетевых компаний с учетом показателей за 2009г. Мы, также, оценили размеры и целесообразность инвестиционных программ МРСК путем сравнения капитальных затрат с операционными денежными потоками компаний.
- ✓ Мы пересмотрели сроки перехода на RAB-тарифы для МРСК с учетом действий Правительства РФ, которое отложило 1 июля 2010г. переход для 23 филиалов МРСК до 2011г.
- ✓ Мы ожидаем переход всех МРСК на RAB в начале 2011 г., но обращаем внимание на регуляционные риски: компании, в которых это потребует существенного роста тарифов в следующие три года, несут на себе дополнительные риски негативных тарифных решений со стороны государства.
- ✓ Мы пересмотрели наши оценки величин инвестированного капитала (величин RAB) для МРСК по итогам нашего общения с представителями компаний. Мы существенно понизили ожидания по величинам RAB для компаний МОЕСК, МРСК Кавказа, МРСК Юга и МРСК Урала.
- ✓ Мы обсудили актуальные операционные и финансовые вопросы с представителями компаний и дали наши качественные оценки «хорошо», «средне» и «плохо» по основным характеристикам компаний.
- ✓ На основе наших обновленных финансовых моделей мы выделили восемь МРСК с наибольшим потенциалом роста, а именно МРСК Урала, ТРК, МРСК Юга, МОЕСК, Ленэнерго, МРСК Центра и Приволжья, а также Холдинг МРСК.

Данный обзор представляет собой сокращенную версию аналитического отчета «[MRSKs: Value is Hostage to Regulators](#)» от 23 августа 2010г. Таблицы, графики и другая дополнительная информация представлены в оригинальном отчете.

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](#), 2010