

РАСПРЕДЕЛЕНИЕ ЭЛЕКТРОЭНЕРГИИ

Переход на RAB-регулирование отложен; покупайте на падении

Распределение электроэнергии

Текущая рыночная

капитализация

\$13,2 млрд

Теоретическая рыночная

капитализация

\$26,8 млрд

Потенциал роста

103%

Рекомендуемые Атоном эмитенты

Компания	Тикер	Текущая цена, \$	Теор. цена (12M), \$	Потенциал роста	Рекомендация
Холдинг МРСК (обыкн.)	MRKH	0,105	0,248	136%	Покупка
МРСК Урала	MRKU	0,0074	0,0204	174%	Покупка
МРСК Юга	MRKY	0,0050	0,0127	151%	Покупка
МОЭСК	MSRS	0,0432	0,0807	87%	Покупка
МРСК Центра и Приволжья	MRKP	0,0064	0,0130	104%	Покупка
МРСК Центра	MRKC	0,0321	0,0643	100%	Покупка
МРСК Северного Кавказа	MRKK	4,1	21,4	423%	Покупка

Цены на 30 июня 2010 г. (по итогам торгов на ММВБ)

Источники: Bloomberg, оценка Атона

Сроки очередного этапа перехода на RAB-регулирование, намеченного на 1 июля, не соблюдены. В январе 2010 г. правительство постановило, что 22 филиала межрегиональных распределительных сетевых компаний (МРСК) должны перейти на тарифное регулирование по методу доходности инвестированного капитала (RAB-регулирование) с 1 июля (таблица 1). Однако 30 июня агентство "Интерфакс" процитировало заявление представителя Федеральной службы по тарифам (ФСТ) о том, что "Правление ФСТ не рассматривало вопросы о согласовании решений регионов о переводе распределительных сетевых компаний на RAB". Неназванный источник агентства также сообщил, что в соответствующих правительственных органах сейчас рассматриваются два варианта переноса сроков введения RAB-регулирования – на несколько месяцев или до 1 января 2011 г.

Насколько мы понимаем, переход на RAB-регулирование задерживается в основном со стороны ФСТ. Похоже, что источником задержки стала ФСТ, которая не утвердила перевод компаний на новую методику с 1 июля. Такое мнение подтверждается представителями нескольких МРСК, которые в ходе разговоров с нами сообщили, что ряд региональных филиалов уже получили одобрение местных органов власти на внедрение RAB-регулирования, однако до сих пор ожидают окончательного решения ФСТ.

Следующей ключевой датой станет, вероятно, 1 января 2011 г. Мы полагаем, что ввод новой методики в 22 региональных филиалах МРСК, которые планировалось перевести на RAB-регулирование 1 июля 2010 г., скорее всего, будет отложен до 1 января 2011 г., – даты, которую ранее правительство определило как конечный срок перехода на методику RAB для всех региональных подразделений МРСК.

Новость нейтральна для нашей оценки стоимости компаний сектора. В наших моделях мы принимали 1 января 2012 г. в качестве допущения о дате введения RAB-регулирования в тех региональных филиалах, которые еще не перешли на новую методику тарифообразования, и теперь наш консервативный прогноз выглядит еще более обоснованным. Таким образом, промедление с введением RAB-регулирования негативно повлияет на наши теоретические цены акций компаний сектора, только если этот процесс затянется дольше 2012 г.

Неблагоприятно для настроения инвесторов. Нам кажется, что большинство участников рынка принимали за данность, что установленные правительством сроки будут соблюдены, и, следовательно, мы можем увидеть волну разочарований в инвестиционном сообществе. Однако, судя по снижению котировок акций МРСК за последние недели, похоже, что некоторые инвесторы все же предчувствовали, что переход на новую методику с 1 июля может не состояться.

Появляется отличная возможность для инвестиций в бумаги сектора, на наш взгляд. Мы считаем, что задержка в сроках не угрожает самой концепции RAB, и не видим сигналов того, что правительство откажется от введения нового механизма регулирования тарифов в принципе. Даже при довольно консервативных допущениях, которых мы придерживаемся в наших моделях компаний (переход на RAB-регулирование с 2012 г. и значения WACC в диапазоне 15,5-20,0%), наши оценки предусматривают потенциал роста котировок бумаг распределительных сетевых компаний в среднем на 103%. Соответственно, мы ожидаем, что в какой-то момент в течение следующих недель или месяцев, когда разочаровавшиеся инвесторы выйдут из сектора, может возникнуть очень выгодная возможность для вложения в акции МРСК как фундаментально привлекательный инвестиционный инструмент.

Меньше риска у МРСК, которые уже частично перешли на RAB-регулирование. МРСК Юга, МРСК Центра, МРСК Центра и Приволжья и МРСК Урала уже перевели 30-58% своих активов на новую методику регулирования тарифов (эта доля соответствует 18 региональным филиалам, которые перешли на RAB с 2009 г. и 2010 г. (рисунки 1)). Мы полагаем, что указанные компании менее зависимы от переноса сроков введения RAB-регулирования, и их акции заслуживают премии к бумагам остальных МРСК по коэффициенту EV/RAB.

Только для профессиональных инвесторов. Настоящий документ не создавался в соответствии с юридическими требованиями, предписывающими соблюдать объективность инвестиционного анализа. Обратите, пожалуйста, внимание на раздел «Раскрытие информации» в конце данного отчета.

ИЛЬЯ КУПРЕЕВ

ilya.koupreyev@aton.ru

АЛЕКСЕЙ ЕВСТРАТЕНКОВ

alexey.evstratenkov@aton.ru

ВЛАДИСЛАВ НИГМАТУЛЛИН

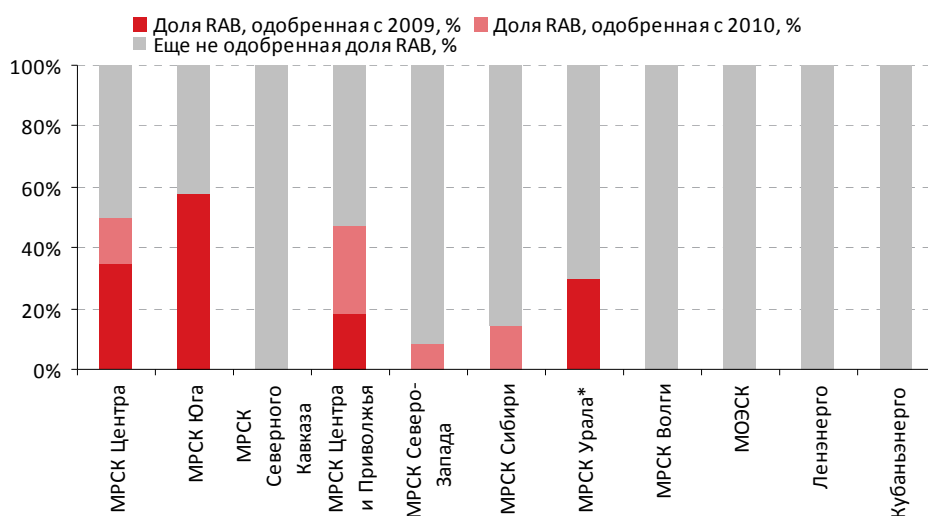
vladislav.nigmatullin@aton.ru

Таблица 1. Утвержденный правительством график перехода на RAB-регулирование: срок 1 июля 2010 г. нарушен

MPCK	Тикер	1 янв. 2009	1 янв. 2010	1 июл. 2010	1 янв. 2011
MPCK Северного Кавказа	MRKK	-	-	Ставропольэнерго	Каббалэнерго, Карачаево-Черкесский филиал, Северо-Осетинский филиал, Дагэнерго, Ингушэнерго
MPCK Центра	MRKC	Белгородэнерго, Липецкэнерго, Тверьэнерго	Курскэнерго, Ярэнерго	Брянскэнерго, Воронежэнерго, Костромаэнерго, Орелэнерго, Смоленскэнерго, Тамбовэнерго	-
MPCK Северо-Запада	MRKZ	-	Новгородэнерго	Вологдаэнерго, Комиэнерго, Псковэнерго	Архэнерго, Карелэнерго, Колэнерго
MPCK Сибири	MRKS	-	Горно-Алтайские электрические сети, Омскэнерго, Томская распределительная компания	Хакасэнерго, Читаэнерго	Алтайэнерго, Бурятэнерго, Красноярскэнерго, Кузбассэнерго-РЭС, Тываэнерго
MPCK Урала	MRKU	Курганэнерго, Пермэнерго	-	-	Свердловэнерго, Челябинэнерго
MPCK Юга	MRKY	Астраханьэнерго, Ростовэнерго	-	Волгоградэнерго, Калмэнерго, Кубаньэнерго	-
MPCK Центра и Приволжья	MRKP	Рязаньэнерго, Тулаэнерго	Владимирэнерго, Калугаэнерго, Удмуртэнерго	-	Ивэнерго, Кировэнерго, Мариэнерго, Нижновэнерго
MPCK Волги	MRKV	-	-	Самарские распределительные сети, Саратовские распределительные сети, Ульяновские распределительные сети, Мордовэнерго, Оренбургэнерго, Пензаэнерго, Чувашэнерго	-
МОЭСК	MSRS	-	-	-	Москва, Московская область
Ленэнерго	LSNG	-	-	-	Санкт-Петербург, Ленинградская область
Тюменьэнерго	Нет листинга	-	-	-	Тюменская область

Источники: Правительство РФ, ФСТ

Рисунок 1. Доли первоначальной величины инвестированного капитала MPCK, уже переведенной на RAB-регулирование (данные относятся к регионам, перешедшим на RAB с 1 января 2009 г. и 1 января 2010 г.)



*включая Курганэнерго и ЕЭСК

Источники: данные компании, оценка Атона

Раскрытие информации

Настоящий отчет (далее по тексту – «Отчет») подготовлен аналитиком (-ами) ООО «АТОН», чье имя (чьи имена) указано(-ы) на титульном листе Отчета. Каждый аналитик подтверждает, что все позиции, изложенные в настоящем Отчете в отношении какой-либо ценной бумаги или компании, точно отражают личные взгляды этого аналитика касательно любой анализируемой компании/ценной бумаги. Каждый аналитик и (или) лица, связанные с любым аналитиком, могли взаимодействовать с трейдерами и другими сотрудниками для сбора, формирования и толкования рыночной информации.

Любые рекомендации или мнения, представленные в настоящем Отчете, являются суждением на момент публикации настоящего Отчета. Если дата настоящего Отчета неактуальна, взгляды и содержание могут не отражать текущее мнение аналитика. Настоящий Отчет был подготовлен независимо от компании, и любые рекомендации и мнения, представленные в настоящем Отчете, отражают исключительно точку зрения аналитика. При всей осторожности, соблюдаемой для обеспечения точности изложенных фактов, справедливости и корректности представленных рекомендаций и мнений, ни один из аналитиков, ни компания, ни ее директора и сотрудники не устанавливали подлинность содержания настоящего Отчета и, соответственно, ни один из аналитиков, ни компания, ни ее директора и сотрудники не несут какой-либо ответственности за содержание настоящего Отчета, в связи с чем информация, представленная в настоящем Отчете, не может считаться точной, справедливой и полной.

Ни один из аналитиков, ни компания, ни ее директора и сотрудники не несут какой-либо ответственности за какие-либо потери, возникшие в результате какого-либо использования настоящего Отчета или его содержания, либо возникшие в какой-либо связи с настоящим Отчетом. Каждый аналитик и/или связанные с ним лица мог (могли) предпринять действия в соответствии с настоящим Отчетом либо использовать информацию, содержащуюся в настоящем Отчете, а также результаты аналитической работы, на основании которых составлен настоящий Отчет, до его публикации. Информация, представленная в настоящем документе, не может служить основанием для принятия инвестиционных решений любым его получателем или иным лицом в отношении ценных бумаг. Настоящий Отчет не является оценкой стоимости бизнеса компании, ее активов либо ценных бумаг.

Никакая часть полученного вознаграждения не была, не является и не будет связана прямо или косвенно с определенной рекомендацией(-ями) или мнением(-ями), представленными в данном Отчете. Вознаграждение аналитиков определяется в зависимости от деятельности и услуг, направленных на обеспечение выгоды инвесторам, являющимся клиентами ООО «АТОН». Как и все сотрудники ООО «АТОН», аналитики получают вознаграждение в зависимости от рентабельности деятельности ООО «АТОН», которая включает выручку от ведения прочих видов деятельности подразделениями Компании.

Аналитики, либо их аффилированные компании, либо иные лица являются или могут являться членами группы андеррайтеров в отношении предлагаемых к продаже ценных бумаг компании. Аналитики имеют право в будущем участвовать в публичном выпуске ценных бумаг компании.

Выпуск и распространение аналитического Отчета и иной информации в отношении ценных бумаг в определенных юрисдикциях может ограничиваться законом. Если прямо не указано обратное, настоящий Отчет предназначен только для лиц, являющихся допустимыми получателями данного Отчета в той юрисдикции, в которой находится или принадлежит получатель настоящего Отчета. Несоблюдение подобных ограничений может представлять собой нарушение законодательства такой юрисдикции о ценных бумагах. Настоящий Отчет не предназначен для доступа к нему с территории Соединенных Штатов Америки (включая зависимые территории и Округ Колумбия), Австралии, Канады и Японии.

Инвестиционная рекомендация

Инвестиционная рекомендация представляет прогноз ООО «АТОН» по совокупной доходности (прогнозное повышение стоимости и дивидендная доходность на следующие 12 месяцев, если в отчете прямо не указано иное).

Инвестиционные рекомендации могут быть:

Покупка (ожидаемая совокупная доходность 15% и более);

Держать (ожидаемая совокупная доходность 0-15%);

Продажа (отрицательная ожидаемая совокупная доходность).

В отдельных случаях стандартные диапазоны доходности не применимы к ценным бумагам компаний, представляющих развивающиеся рынки, и рекомендации могут быть присвоены на основании суждения аналитика о ценных бумагах. Инвестиционные рекомендации присваиваются в момент начала аналитического освещения деятельности долевых ценных бумаг либо в момент изменения теоретической цены по тем или иным долевым ценным бумагам компании. За исключением указанных случаев ожидаемая совокупная доходность может в результате изменения курсовой стоимости выходить за рамки диапазонов, актуальных в момент присвоения рекомендации и предусмотренных соответствующей рекомендацией. Такие временные отклонения допустимы, но подлежат рассмотрению руководством Аналитического управления. Может возникнуть необходимость временно присвоить рейтинг «рекомендация пересматривается», и в этот период ранее присвоенная рекомендация может не отражать актуальное суждение аналитиков. Применительно к компаниям, в отношении которых ООО «АТОН» не выразило прямо намерение освещать деятельность на регулярной основе, в целях информирования аналитики могут подготовить отчеты, освещающие значимые события или содержащие информацию общего характера, без присвоения инвестиционной рекомендации. Решение о покупке или продаже ценных бумаг должно основываться на собственных инвестиционных целях инвестора и должно приниматься после оценки ожидаемого изменения стоимости ценных бумаг и риска.

© ООО «АТОН», 2010. Все права защищены.

Данный Отчет служит только информационным целям и не представляет собой фидуциарных отношений или совета, его не следует рассматривать в качестве предложения или предложения оферты, или приглашения или побудительной причины принять участие в инвестиционной деятельности, и на него нельзя рассчитывать как на заверение того, что какая-либо конкретная транзакция может быть осуществима по оговоренной цене. Данный документ не является рекламой ценных бумаг. Выражаемые в нем мнения могут отличаться или противоречить мнениям, выражаемым другими подразделениями бизнеса или группами ООО «АТОН» в результате использования других предположений и критериев. Вся такая информация и мнения подлежат изменению без уведомления, и ни ООО «АТОН», ни какое-либо из его дочерних предприятий или филиалов не несут никакой ответственности за обновление информации, содержащейся здесь или в любом ином источнике.

Описания любой упоминаемой здесь компании или компаний или их ценных бумаг, или рынков, или событий не претендуют на полноту. Настоящий документ и/или информация не должны расцениваться получателями в качестве замены их собственного суждения, поскольку данная информация не имеет отношения к конкретным инвестиционным целям, финансовому положению или определенным потребностям какого-либо конкретного получателя. Применение законов о налогообложении зависит от отдельных обстоятельств инвестора и, соответственно, до принятия инвестиционного решения каждый инвестор должен обратиться к услугам независимых профессиональных консультантов. Содержащиеся здесь информация и мнения были собраны или получены на основании информации, полученной из источников, которые, как мы полагаем, являются надежными и достоверными. Такая информация не была независимо проверена и предоставляется на основании «как есть», и не предоставляется никаких представлений или гарантий, явно выраженных или подразумеваемых, относительно точности, полноты, достоверности или пригодности такой информации и мнений, кроме случаев, когда такая информация имеет отношение к ООО «АТОН», его дочерним предприятиям и филиалам. Все изложения мнений и все предполагаемые показатели, прогнозы или утверждения, касающиеся ожиданий относительно будущих событий или возможных будущих показателей инвесторов, представляют собой собственную оценку и интерпретацию доступной в настоящее время ООО «АТОН» информации.

Описываемые ценные бумаги могут не подходить для продажи во всех юрисдикциях или определенным категориям инвесторов. Опционы, производные продукты и фьючерсы не подходят для всех инвесторов, и торговля этими инструментами считается рискованной. Прошлые показатели не являются гарантией будущих результатов. Стоимость инвестиций может упасть или вырасти, при этом инвестор может не вернуть себе сумму первоначальных инвестиций. Некоторые инвестиции могут стать неосуществимыми в связи с неликвидностью рынка ценных бумаг или отсутствием вторичного рынка интереса инвестора, и поэтому оценка инвестиций и определение рисков инвестора могут не поддаваться количественной оценке. Инвестиции в неликвидные ценные бумаги подразумевают высокую степень риска и приемлемы только для опытных инвесторов, нечувствительных к таким рискам и не требующих легкого и быстрого преобразования инвестиций в наличные средства. Деноминированные в иностранной валюте ценные бумаги подвержены колебаниям в зависимости от обменных курсов, что может негативно сказаться на стоимости или цене инвестиций, а также получаемых от инвестиций доходов. Иные факторы риска, влияющие на цену, стоимость или доходы от инвестиций, включают, но не обязательно ограничиваются политическими рисками, экономическими рисками, кредитными рисками, а также рыночными рисками. Инвестиции в такие развивающиеся рынки, как Россия, другие страны СНГ, африканские или азиатские страны и ценные бумаги развивающихся рынков имеют высокую степень риска, и инвесторы перед осуществлением инвестиций должны предпринять тщательное предварительное обследование.

Исключая существенное доверительное управление ценными бумагами, где ООО «АТОН» взяло на себя обязательство обеспечить непрерывное покрытие какой-либо компании или ее ценных бумаг, ООО «АТОН» и его филиалы, их директора, представители, сотрудники (исключая брокера-дилера в США, если иное не оговаривается отдельно) или клиенты могут иметь или имели интересы в ценных бумагах компаний, описанных в Анализе Капиталовложений, или длинные или короткие позиции в каких-либо ценных бумагах, упоминаемых в Анализе Капиталовложений или иных связанных финансовых инструментах в любое время, и могут осуществить покупку и/или продажу, или предложить осуществить покупку и/или продажу любых таких ценных бумаг или иных финансовых инструментов время от времени на открытом рынке или иным образом, в каждом случае в качестве принципалов или агентов. В случаях, когда ООО «АТОН» не принимало на себя обязательство обеспечивать непрерывное покрытие какой-либо компании или ее ценных бумаг, ООО АТОН и его филиалы (исключая брокера-дилера в США, если иное не оговаривается отдельно) может действовать или действует как маркет-мейкер по ценным бумагам или другим финансовым инструментам, описываемым в Анализе Капиталовложений, или по связанным с такими ценными бумагами ценным бумагам. Сотрудники ООО «АТОН» или его филиалов могут являться официальными лицами или директорами соответствующих компаний. Приведенная здесь информация не предназначена для публичного распространения и не может быть воспроизведена, передана или издана, полностью или частично, для какой-либо цели без письменного разрешения ООО «АТОН», и ни ООО «АТОН», ни какой-либо из его филиалов не принимают на себя какой-либо ответственности за действия третьих лиц в этом отношении. Данная информация не может использоваться для создания каких-либо финансовых инструментов или продуктов, или каких-либо индексов. ООО «АТОН» и его филиалы, ни их директора, представители, или сотрудники не несут никакой ответственности за какие-либо прямые или косвенные убытки или ущерб в связи с использованием всей содержащейся здесь информации или любой ее части.