

Введение iRAB для МРСК Движение в правильном направлении

- **Акции МРСК торгуются со средним дисконтом к вероятным начальным значениям регулируемой базы активов (iRAB) в 73%.** На основе высказываний правительственных чиновников и руководителей предприятий отрасли можно предположить, что iRAB для российских распределительных компаний (МРСК) будут окончательно одобрены в течение ближайших недель. На наш взгляд, эти значения iRAB станут ключевыми индикаторами рыночной стоимости компаний в кратко- и среднесрочной перспективе. Мы полагаем, что уже сейчас можно прогнозировать вероятные значения iRAB и прийти к заключению, что МРСК в настоящее время торгуются в среднем с 73%-ным дисконтом к своим вероятным значениям iRAB.
- **Небольшой повод для беспокойства у миноритариев.** Анализ вероятных уровней iRAB и процесса расчета этих показателей указывает на степень, в которой реализации регулирования на основе нормы прибыли в России соответствует установленным международным нормам. Именно эти нормы позволили зарубежным компаниям снизить стоимость капитала до весьма низких уровней, обеспечив потребителям надежные и дешевые поставки электроэнергии, а акционерам – стабильную финансовую прибыль. На наш взгляд, предоставленная процессом введения iRAB возможность признать тот факт, что миноритарии имеют долю в экономической стоимости активов, не была полностью реализована. Мы, однако, отмечаем некоторый прогресс в этом направлении: несмотря на высокую ставку дисконтирования в 25%, котировки МРСК предполагают потенциал роста акций до 195%.

Основные данные

Рын. кап. по сектору, USD млн	5 051
Теор. рын. кап., USD млн	8 761
Доля в MSCI, %	0%
Индекс РК, максимум	5 874
Индекс РК, минимум	1 968
Средний по сектору P/E	14.4
Средний по сектору P/S	0.68
Средний по сектору EV/EBITDA	4.98
Средний по сектору P/B	0.53

Оценка стоимости распределительных компаний

Тикер	Компания	Текущая цена, USD	Теор. цена, USD	Рекомендация	Потенциал роста/снижения	Ориентировочная стоимость iRAB, млн руб.	Предполагаемый EV/RAB
MRKP	МРСК Центра и Приволжья	0.0062	0.0088	Покупка	42%	73 400	0.39
MRKC	МРСК Центра	0.0249	0.0484	Покупка	95%	134 773	0.30
LSNG	Ленэнерго	0.9139	0.6296	Продажа	-31%	81 900	0.45
MRKK	МРСК Северного Кавказа	2.92	3.56	Покупка	22%	50 000	0.08
MRKZ	МРСК Северо-Запада	0.0066	0.0195	Покупка	194%	113 518	0.19
MRKS	МРСК Сибири	0.0080	0.0147	Покупка	83%	86 600	0.31
MRKY	МРСК Юга	0.0061	0.0143	Покупка	134%	58 500	0.31
MRKV	МРСК Волги	0.0036	0.0088	Покупка	147%	97 813	0.22
MSRS	МОЭСК	0.0434	0.0223	Продажа	-49%	207 079	0.47
MRKU	МРСК Урала	0.0078	0.0140	Покупка	80%	79 992	0.31
KUBE	Кубаньэнерго	4.33	7.52	Покупка	74%	24 622	0.24
MRKH	Холдинг МРСК	0.1167	0.19	Покупка	66%	653 970	0.30

Источник: оценка Ренессанс Капитала

Рисунок 1. Динамика акций – 52 недели

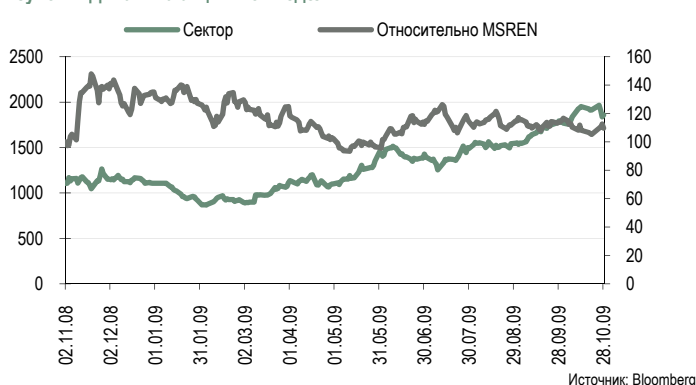
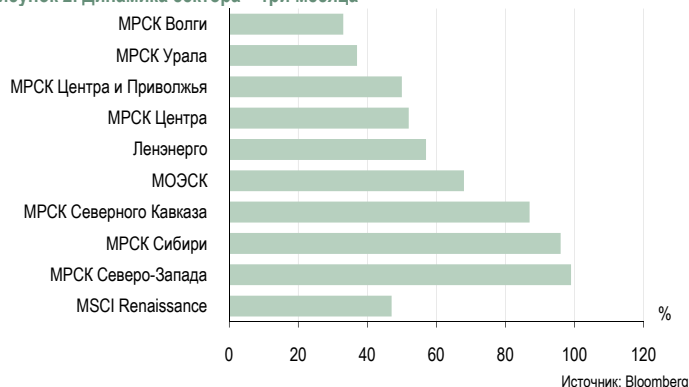


Рисунок 2. Динамика сектора – три месяца



ИНВЕСТИЦИОННЫЙ ВЫВОД

Новые оценки стоимости

После продолжительных дискуссий с участием электросетевых компаний, регуляторов, крупных потребителей, российского правительства, губернаторов и мэров мы полагаем, что окончательное одобрение значений iRAB для российских МРСК неизбежно. Согласно высказываниям руководителей сектора, окончательные показатели, по-видимому, будут опубликованы в начале ноября. Но даже до момента публикации этих показателей имеется ряд признаков, позволяющих судить об их окончательных значениях. С учетом нашего допущения, что величина iRAB является ключевым индикатором потенциальной акционерной стоимости в российском сегменте электросетевых компаний, мы считаем своевременным обновить теоретические цены и рекомендации по всем МРСК.

Для девяти из 11-ти региональных МРСК мы вывели предварительные значения iRAB на основе фактических показателей, которые, как мы полагаем, и являются предметом обсуждения. Для оставшихся двух – МРСК Юга и МРСК Волги – мы приняли в качестве предварительного значения iRAB среднее значение iRAB/Основные средства, недавно озвученного в выступлении генерального директора Холдинга МРСК г-на Швеца.

Мы сделали допущения для каждой МРСК о годе (год оценки), в котором, на наш взгляд, бумаги компании будут торговаться по рыночной стоимости, составляющей EV/iRAB на уровне 1.0, свидетельствующем о том, что регулируемая инфраструктурная компания достигла, но не превысила свой целевой показатель нормы прибыли. Для большинства МРСК мы выбрали 2012 г. в качестве года оценки, поскольку это будет первый год, когда МРСК позволят получать уровень прибыли в 12% на регулируемую базу активов после уплаты налогов. Для МОЭСК и Ленэнерго мы применили более консервативный подход в отношении периода времени, который понадобится этим компаниям, чтобы начать распределять прибыль в равных долях среди всех акционеров, и выбрали 2014 г. Для МРСК Северного Кавказа, сети которой распределяют электроэнергию в наиболее нестабильных регионах России (и где потери в электросетях в несколько раз выше среднего значения по стране), мы выбрали для оценки 2020 г.

В дополнение к количественному анализу мы проанализировали процесс, в ходе которого были установлены значения iRAB. Это позволило оценить степень, в которой в реформе российской энергетики отражены принципы лучших практик и процедур, связанных с регулированием на основе нормы прибыли в других странах. Мы пришли к выводу, что в целом значения iRAB не отражают полную стоимость активов компаний. Для предприятий с относительно более высокими iRAB, судя по всему, предпринимается попытка повысить данный показатель с целью получения дополнительных средств для удовлетворения потребностей компаний в капиталовложениях. Хотя более высокие iRAB могут показаться на первый взгляд более привлекательными для миноритарных акционеров, мы подозреваем, что лишь незначительная часть (если такая вообще будет) дополнительной выручки когда-нибудь дойдет до миноритариев в форме дивидендов. Как мы полагаем, в России при введении регулирования на основе нормы прибыли для электросетевых компаний не было продемонстрировано понимание того, что необходимо платить справедливую прибыль миноритарным акционерам сейчас, чтобы построить доверительные отношения и обеспечить снижение стоимости капитала впоследствии. Следовательно, мы считаем оправданным относительно высокий дисконт в 25% для дисконтирования EV на год оценки по отношению к 2009 г.

Таблица 1. Расчет справедливого отношения EV/iRAB МРСК на сегодняшний день

Компания	Тикер	Вероятная стоимость iRAB, млн руб.	Год, когда отношение EV/iRAB достигнет 1.0	Ставка дисконтирования	Справедливое отношение EV/iRAB на сегодня	Справедливая стоимость компании (EV) на сегодня, млн руб.
МРСК Центра	MRKC	134 773	2012	25%	0.51	69 004
МРСК Северного Кавказа	MRKK	50 000	2020	25%	0.09	4 295
МРСК Юга	MRKY	58 500	2012	25%	0.51	29 952
МРСК Центра и Приволжья	MRKP	73 400	2012	25%	0.51	37 581
МРСК Волги	MRKV	97 813	2012	25%	0.51	50 080
МРСК Северо-Запада	MRKZ	113 518	2012	25%	0.51	58 121
МРСК Сибири	MRKS	86 600	2012	25%	0.51	44 339
МРСК Урала	MRKU	79 992	2012	25%	0.51	40 956
МОЭСК	MSRS	207 079	2014	25%	0.33	67 856
Ленэнерго	LSNG	81 900	2014	25%	0.33	26 837
Кубаньэнерго*	KUBE	24 622	2012	25%	0.51	12 606

* Показатели Кубаньэнерго рассчитаны с допущением успешного размещения 50% дополнительной эмиссии акций.

Источник: оценка Ренессанс Капитала

Мы определили справедливые цены акций и рекомендации для каждой МРСК путем вычитания нынешнего чистого долга из дисконтированных EV.

Таблица 2. Справедливая стоимость акций, рекомендации и потенциал роста котировок

Компания	Тикер	Справедливая цена, руб./акцию	Текущая цена продавца, руб./акцию	Справедливая цена, USD/акцию	Текущая цена, USD/акцию	Потенциал роста стоимости, %	Рекомендация
МРСК Центра	MRKC	1.41	0.73	0.0484	0.0249	95%	Покупка
МРСК Северного Кавказа	MRKK	103.63	85.28	3.56	2.9261	22%	Покупка
МРСК Юга	MRKY	0.42	0.18	0.0143	0.0061	134%	Покупка
МРСК Центра и Приволжья	MRKP	0.26	0.18	0.0088	0.0062	42%	Покупка
МРСК Волги	MRKV	0.26	0.10	0.0088	0.0036	147%	Покупка
МРСК Северо-Запада	MRKZ	0.57	0.19	0.0195	0.0066	194%	Покупка
МРСК Сибири	MRKS	0.43	0.23	0.0147	0.0080	83%	Покупка
МРСК Урала	MRKU	0.41	0.23	0.0140	0.0078	80%	Покупка
МОЭСК	MSRS	0.65	1.26	0.0223	0.0434	-49%	Продажа
Ленэнерго	LSNG	18.35	26.64	0.6296	0.9139	-31%	Продажа
Кубаньэнерго	KUBE	219.09	126.16	7.52	4.3287	74%	Покупка

Источник: оценка Ренессанс Капитала

Консолидация

Находящаяся в процессе обсуждения консолидация МРСК в Холдинг МРСК, на наш взгляд, является еще одним непростым вопросом с точки зрения инвестора. В настоящем отчете мы высказали мнение, что существуют фундаментальные причины не проводить консолидацию, и эти причины, как мы полагаем, перевесят любую внешнюю привлекательность такой идеи. Однако в случае проведения консолидации коэффициенты обмена акций будут в значительной степени определяться iRAB МРСК. В таком случае МРСК Северного Кавказа стала бы более привлекательным объектом для инвестиций, и мы рекомендуем акции эмитента для покупки тем инвесторам, которые верят в возможность консолидации.

Основные ориентиры по iRAB

В последнее время в деловых СМИ появились сообщения от чиновников и руководителей предприятий отрасли, на основе которых можно сделать предположение относительно возможных окончательных iRAB. На базе этой информации мы оценили вероятные iRAB для каждой МРСК.

- Показатели для некоторых МРСК мы получили из СМИ, а для ряда компаний были аккумулированы данные из различных отраслевых и правительственных источников. На наш взгляд, для девяти МРСК (из 11-ти) эти цифры релевантны, и мы предположили, что окончательные значения iRAB будут близки к предварительным величинам (мы включили их в соответствующие оценки компаний).
- Стремясь, вероятно, в некоторой степени прояснить ситуацию, генеральный директор Холдинга МРСК г-н Швец публично заявил шестого октября, что стоимость iRAB МРСК составит 1.8-3.0 балансовой стоимости основных средств соответствующей компании. В случае двух МРСК, вероятную стоимость iRAB которых мы не имели возможности оценить, как изложено выше (МРСК Юга и МРСК Волги), в оценке стоимости компаний и определении рекомендаций по акциям мы исходили из допущения среднего значения в диапазоне, озвученном Н. Швецом (т. е. на уровне 2.4). Признавая значительную допустимую погрешность такого подхода, мы в рамках настоящего исследования предоставляем все необходимые данные, которые позволят инвесторам, придерживающимся более оптимистических оценок, отталкиваться от отношения iRAB к стоимости основных средств на уровне 3.0. Аналогичным образом более пессимистично настроенные инвесторы могут использовать нижнюю границу диапазона (1.8).
- Для проверки обоснованности ориентиров iRAB мы учли и оценки Ренессанс Капитала. Они получены из расчетов амортизированной восстановительной стоимости российских электросетевых компаний с использованием ориентировочной новой восстановительной стоимости на километр сетей, предполагаемой в отчетности электросетевых компаний Великобритании. Эти оценки легли в основу наших предыдущих оценок МРСК, впервые опубликованных 27 июня 2008 г. (см. наш отчет «*Распределительные компании: регулирование на выбор*»). С учетом имеющихся сейчас более точных оценок мы считаем этот подход избыточным в целях оценки, но он остается полезным при расчете того, являются ли рассматриваемые сейчас значения iRAB российских компаний действительно рациональными.

Предварительные значения iRAB

Благодаря различным источникам, включая отечественные СМИ, презентации компаний и сообщения руководителей предприятий отрасли, мы собрали iRAB для отдельных МРСК. Мы характеризуем их как предварительные значения iRAB (т. е. формально не утвержденные, но представляющие нынешнюю консенсусную оценку с точки зрения потребителей, регуляторов, политиков и самих МРСК). Если не произойдет ничего неожиданного между сегодняшним днем и тем моментом, когда iRAB будут утверждены, мы полагаем, что окончательные значения МРСК будут приближаться к соответствующим предварительным показателям.

Таблица 3. Ориентировочная стоимость iRAB

Компания	Тикер	Ориентировочная стоимость iRAB, млн руб.	Ориентировочная стоимость iRAB, USD млн	Ориентировочная удельная стоимость iRAB, USD/км
МРСК Центра	MRKC	134 773	4 624	12 498
МРСК Северного Кавказа	MRKK	50 000	1 716	15 169
МРСК Юга	MRKY	--		
МРСК Центра и Приволжья	MRKP	73 400	2 518	9 956
МРСК Волги	MRKV	None		
МРСК Северо-Запада	MRKZ	113 518	3 895	23 005
МРСК Сибири	MRKS	86 600	2 971	11 402
МРСК Урала	MRKU	79 992	2 745	21 629
МОЭСК	MSRS	207 079	7 105	58 651
Ленэнерго	LSNG	81 900	2 810	50 346
Кубаньэнерго	KUBE	24 622	845	9 897

Источники: данные компаний, Холдинг МРСК, представители отрасли, оценка Ренессанс Капитала

Диапазон iRAB/Основные средства 1.8-3.0

Мы не знаем подробностей формирования показателей основных средств, отраженных на балансах МРСК. Безусловно, регулярность, с которой крупные списания стоимости активов и повторное возвращение на балансы стоимости активов встречаются в публикуемой отчетности российских электроэнергетических компаний, предполагает, что для этих компаний балансовая стоимость основных средств является субъективным показателем. Мы предполагаем, что генеральный директор Холдинга МРСК г-н Швец использовал данный показатель как своего рода точку отсчета для отражения вероятной величины iRAB МРСК.

Таблица 4. Максимальная и минимальная стоимость iRAB

Компания	Тикер	Основные средства, млн руб.	Основные средства, USD млн	Вероятная минимальная стоимость iRAB		Вероятная максимальная стоимость iRAB	
				1.8 x ОС, USD млн	1.8 x ОС, USD/км	3.0 x ОС, USD млн	3.0 x ОС, USD/км
МРСК Центра	MRKC	44 777	1 536	2 765	7 474	4 609	12 457
МРСК Северного Кавказа	MRKK	14 180	487	876	6 441	1 460	10 735
МРСК Юга	MRKY	24 375	836	1 505	9 403	2 509	15 671
МРСК Центра и Приволжья	MRKP	39 668	1 361	2 450	9 685	4 083	16 141
МРСК Волги	MRKV	40 755	1 398	2 517	11 571	4 195	19 285
МРСК Северо-Запада	MRKZ	28 326	972	1 749	10 333	2 916	17 221
МРСК Сибири	MRKS	33 247	1 141	2 053	7 879	3 422	13 132
МРСК Урала	MRKU	24 618	845	1 520	10 449	2 534	17 416
МОЭСК	MSRS	117 595	4 035	7 263	55 213	12 105	92 022
Ленэнерго	LSNG	47 621	1 634	2 941	55 812	4 902	93 020
Кубаньэнерго	KUBE	12 321	423	761	8 915	1 268	14 858
Холдинг МРСК (с корректировкой на акционерный капитал)	MRKH	224 515	7 703	13 866	12 615	23 110	21 026

* ОС – основные средства.

Источники: данные компаний, Холдинг МРСК, оценка Ренессанс Капитала

Для оценки МРСК Юга и МРСК Волги, по которым у нас нет предварительных значений iRAB, мы исходили из допущения среднего значения в диапазоне, озвученном Н. Швецом (т. е. на уровне 2.4).

Таблица 5. Расчет iRAB по среднему отношению iRAB/ОС в диапазоне, озвученном г-ном Швецом

Компания	Тикер	ОС, млн руб.	ОС, USD млн	2.4 x ОС, USD млн
МРСК Юга	MRKY	24 375	836	2 007
МРСК Волги	MRKV	40 755	1 398	3 356

* ОС – основные средства.

Источники: данные компаний, оценка Ренессанс Капитала

Оценки стоимости МРСК

Описание подхода

В рамках общепринятой практики оценка стоимости компаний базируется на прогнозах аналитиков касательно финансовых потоков, однако мы считаем, что в случае МРСК это будет своеобразным «круговым процессом», где и отправной точкой, и конечной станет чистая прибыль, полученная на iRAB МРСК, а все остальное – это лишь ненужные детали, основанные главным образом на субъективных допущениях. В лучшем случае, детали будут отвлекать внимание, в худшем – внесетс значительный (и, по нашему мнению, отнюдь не обязательный) предел погрешности. Из этих соображений мы оценивали стоимость МРСК, рассчитывали справедливую стоимость их акций и устанавливали по ним рекомендации, определяя год, когда стоимость МРСК сравняется со стоимостью iRAB, и дисконтируя полученный результат по ставке 25%, чтобы получить справедливую рыночную цену акций на сегодняшний день.

Определение момента, когда бумаги МРСК будут торговаться с коэффициентом EV/iRAB, равном единице

Ниже речь пойдет об установлении доверительных отношений между инвестиционным сообществом, регулирующими органами и распределительными компаниями как необходимым условии для того, чтобы рыночные оценки МРСК начали в полной мере отражать экономическую стоимость их активов (т. е. стоимость их RAB). Построение отношений доверия включает много аспектов, однако неотъемлемыми из них мы считаем получение МРСК чистой прибыли и выплату дивидендов в денежной форме, составляющей значительную пропорцию от стоимости активов.

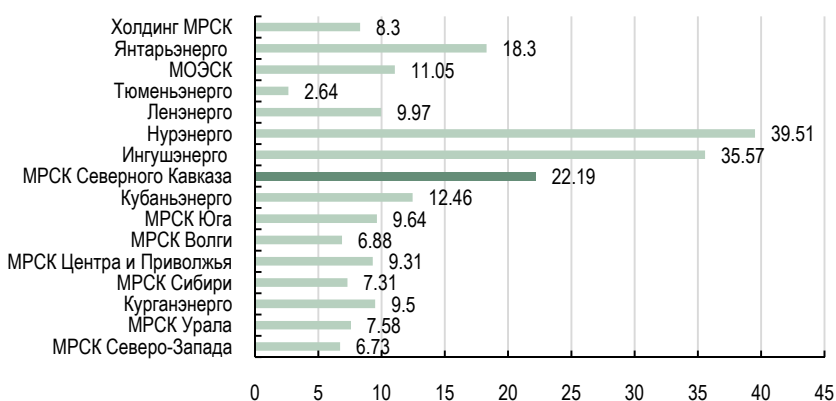
Большинство МРСК включают несколько локальных сетей, а итогом их консолидации в составе МРСК стал вывод сетей из-под влияния местных администраций и бизнеса. Это вполне могло быть обдуманной, но не высказанной открыто целью реструктуризации в распределительном сегменте российской электроэнергетики, проведенной в 2003-2008 гг. В случае МРСК, где сильнее ощущается стремление федеральных властей к рациональным экономическим реформам, тогда как влияние местных кругов относительно слабое, мы допускаем, что стоимость компаний сравняется со стоимостью iRAB в 2012 г. (т. е. уже в первый год, когда тарифы, согласно планам, должны полностью включать 12%-ную норму прибыли после уплаты налогов). Исключениями, с нашей точки зрения, могут стать МОЭСК, Ленэнерго и МРСК Северного Кавказа.

Распределительные компании Москвы и Санкт-Петербурга находятся, на наш взгляд, под сильным влиянием градоначальников Ю. Лужкова и В. Матвиенко и их администраций. Нам не удалось найти свидетельства того, что Ю. Лужков (занимает пост мэра Москвы с 1992 г.) или В. Матвиенко (стала губернатором Санкт-Петербурга в 2003 г.) проявили бы общность интересов с миноритарными акционерами или хотя бы понимание их чаяний. Более того, администрации обеих столиц предпринимали попытки оставить в городской собственности значительную часть электроэнергетических активов и сохранить в своей вотчине контроль над ними. Учитывая данный фактор политического влияния (нежелательного, на наш взгляд), мы полагаем, что в итоге МОЭСК и Ленэнерго станут, конечно, по-настоящему акционерными компаниями, но, скажем, на пару лет позже, чем остальные МРСК, которые подадут достойный пример. Таким образом, мы допускаем, что в случае МОЭСК и Ленэнерго отношение EV/iRAB достигнет единицы только в 2014 г.

Наши более осторожные оценки МОЭСК и Ленэнерго подкрепляются двумя другими факторами, имеющими более наглядное количественное представление. Во-первых, после памятного отключения электроэнергии в Москве весной 2004 г. обе компании получили разрешение на включение в тарифы существенных премий для финансирования срочно требовавшейся модернизации сетей. С переходом на режим регулирования, основанный на норме прибыли, компании лишатся своих привилегий и потеряют соответствующую часть доходов. Во-вторых, в последние годы обе компании придерживались практики взимания платы за подключение к сети, которая по сути покрывала не только затраты на подключение, но и расходы на модернизацию объектов сетевой инфраструктуры. Если следовать подобной логике, то пассажиры поездов, покупая первый билет, должны полностью оплачивать стоимость локомотивов, а также строительства и обслуживания железных дорог. На наш взгляд, практика столичных сетевых компаний противоречит общепринятому – и, как мы считаем, рациональному – представлению о том, что с экономической точки зрения более эффективно финансировать строительство новых активов могут крупные электроэнергетические компании (в случае которых стоимость привлечения капитала обычно очень низкая), нежели конечные потребители (капитал для которых гораздо более дорогой). Однако МОЭСК и Ленэнерго используют данную практику до такой степени, что доля соответствующих платежей в совокупной выручке компаний достигает 16% и 31% соответственно, тогда как у других МРСК составляла лишь 2-6%. Опять же, с переходом на тарифообразование по норме прибыли плата за подключение уйдет в прошлое (будет ограничена платой за так называемую последнюю милю).

Иными причинами продиктован наш консервативный прогноз в отношении МРСК Северного Кавказа. Мы считаем, что МРСК Северного Кавказа обслуживает регионы, где верховенство закона, как этот принцип обычно понимается, попросту не существует. Чтобы подкрепить наше суждение на конкретном примере, приведем показатель потерь в сети (т.е. разницу между электроэнергией, поступающей в распределительную сеть, и фактически оплаченной электроэнергией), который в прошлом году в МРСК Северного Кавказа составлял в среднем 22%. В Чеченской республике, одном из подразделений МРСК Северного Кавказа, данный показатель доходит до 39%. В Ингушетии и Дагестане прошлогодние потери в сетях составляли 36% и 33% соответственно. Удручающая статистика не дает, на наш взгляд, миноритарным акционерам МРСК Северного Кавказа поводов рассчитывать в обозримом будущем на достойные дивиденды. В таком случае достижение равенства стоимости компании и стоимости ее iRAB лишь в 2020 г. нам представляется уместным прогнозом.

Рисунок 3. Потери энергии в российских электросетях, % поставляемой электроэнергии



Источник: годовой отчета Холдинга МРСК за 2008 г.

Установление справедливого соотношения EV/iRAB

Российское правительство и федеральные регуляторные органы сообщили фундаментальные количественные параметры для установления тарифов на основе нормы прибыли:

- 6% значения iRAB в 2010 г., 9% – в 2011 г. и 12% в последующие годы (все после уплаты налогов);
- на разрешенную стоимость любых новых активов сразу устанавливается норма возврата в 12% (после налогов).

Важными являются следующие аспекты тарифного регулирования:

- первый регуляторный период перехода составит три или, возможно, пять лет; последующие периоды перехода будут равны пяти годам;
- срок службы активов запланирован на уровне 35 лет;
- регуляторные нормы для «контролируемых» переменных затрат будут привязаны к формуле $CPI - X$ (инфляция минус коэффициент повышения производительности), где X составит примерно 1-2.5%;
- неконтролируемые расходы будут компенсироваться по мере возникновения;
- ежегодная индексация на инфляцию;
- ежегодная корректировка для компенсации различий прогнозных и фактических данных (например, спрос на электроэнергию).

На наш взгляд, окончательная разрешенная норма прибыли после уплаты налогов (12%) и другие условия, относящиеся к новому тарифному регулированию, в целом соответствуют зарубежной практике и позитивны для миноритарных акционеров. В этой связи мы не видим поводов, мешающих МРСК к 2012 г. получать прибыль как минимум на уровне разрешенного целевого показателя (12%). Если бы это было в целом приемлемо для инвесторов (иными словами, если бы инвесторы были готовы держать акции МРСК, зная, что компании будут последовательно генерировать чистый доход в 12%), можно было бы ожидать, что акции МРСК будут торговаться по рыночной цене, представляющей соотношение EV/RAB на уровне 1.0. Этот подход является консервативным.

Хотя соображения экономической эффективности требуют от регуляторов удерживать минимально возможные тарифы на электроэнергию для потребителей, важнее обеспечить распределительные компании финансовыми ресурсами, чтобы гарантировать бесперебойность и надежность энергоснабжения. Финансовые, социальные и политические издержки перебоев в подаче электроэнергии крайне высоки, и регуляторы, участвующие в обсуждении тарифов, понимают суть вопроса, даже проявляя подчас щедрость по отношению к распределительным компаниям. Благодаря данному обстоятельству у последних обычно появляется возможность получить более значительную отдачу по сравнению с разрешенной нормой за счет сокращения затрат до уровней, уступающих тем, что предсказывались регуляторами при расчете тарифов.

Еще один путь к относительному финансовому благополучию – привлечение заемного капитала под проценты, уступающие показателям WACC, которые допускаются регулирующими органами. В последние недели процентные ставки по кредитам в России падали, и мы полагаем, что некоторые МРСК уже сейчас могут занимать по ставкам около 12%. Если учесть, что проценты по кредитам снижают налогооблагаемую базу, то ставка в 12% после уплаты налогов превращается в этом году в 10%. Власти прикладывают максимум усилий к стимулированию восстановления экономики за счет низких процентных ставок по кредитам, вследствие чего мы ожидаем дальнейшего их снижения.

Финансовые стратегии хорошо известны руководителям распределительных компаний, поэтому мы не видим причин, почему бы к 2012 г. они отказались от практик, свойственных регулируемой электроэнергетике, а их финансовые результаты не превзошли целевые показатели, на которые ориентируются регуляторы. С нашей точки зрения, резонно было бы ожидать, что инвесторы учитывают эти особенности, а стоимость распределительных компаний будет выше стоимости RAB. Тем не менее, в рамках настоящего исследования мы исходим из допущения, что в 2012 г. стоимость компаний будет равной стоимости их iRAB, а дополнительный потенциал роста появится, если МРСК смогут превосходить целевые показатели, заданные регуляторами.

Дисконтирование справедливых EV

Если мы примем EV/iRAB на уровне 1.0 за справедливую оценку будущей стоимости, когда взаимодействие МРСК с миноритарными акционерами начнет соответствовать международным нормам, то какой должна быть стоимость сегодня? На наш взгляд, дисконт в 25% является оправданным для МРСК вследствие:

- недавней высокой ценовой волатильности российских акций в целом и наименее ликвидных бумаг в частности;
- недостатков российской практики в отношении разделения стоимости с миноритариями;
- отсутствия какой-либо корпоративной финансовой истории МРСК...
- ...с другой стороны, демонстративной приверженности правительства рациональной ценовой реформе в секторе электроэнергетики;
- прозрачности ценообразования и финансовых потоков, характерной для компаний, работающих в режиме формирования цен на основе нормы прибыли.

Таблица 6. Расчет справедливого отношения EV/iRAB МРСК на сегодняшний день

Компания	Тикер	Вероятная стоимость iRAB, млн руб.	Год, когда отношение EV/iRAB достигнет 1.0	Ставка дисконтирования	Справедливое отношение EV/iRAB на сегодня	Справедливая стоимость компании (EV) на сегодня, млн руб.
МРСК Центра	MRKC	134 773	2012	25%	0.51	69 004
МРСК Северного Кавказа	MRKK	50 000	2020	25%	0.09	4 295
МРСК Юга	MRKY	58 500	2012	25%	0.51	29 952
МРСК Центра и Приволжья	MRKP	73 400	2012	25%	0.51	37 581
МРСК Волги	MRKV	97 813	2012	25%	0.51	50 080
МРСК Северо-Запада	MRKZ	113 518	2012	25%	0.51	58 121
МРСК Сибири	MRKS	86 600	2012	25%	0.51	44 339
МРСК Урала	MRKU	79 992	2012	25%	0.51	40 956
МОЭСК	MSRS	207 079	2014	25%	0.33	67 856
Ленэнерго	LSNG	81 900	2014	25%	0.33	26 837
Кубаньэнерго*	KUBE	24 622	2012	25%	0.51	12 606

* Показатели Кубаньэнерго рассчитаны с допущением успешного размещения 50% дополнительной эмиссии акций.

Источник: оценка Ренессанс Капитала

На базе рассчитанной справедливой стоимости активов и с учетом среднего чистого долга отдельных МРСК мы устанавливаем по акциям девяти компаний отрасли рекомендацию ПОКУПКА, а по бумагам двух эмитентов – ПРОДАЖА.

Таблица 7. Расчет справедливой стоимости акций

Компания	Тикер	Справедливая стоимость компании (EV) на сегодня, млн руб.	Чистый долг, млн руб.	Справедливая стоимость акционерного капитала на сегодня, млн руб.	Количество акций, млн шт.	Справедливая цена на сегодня, руб./акцию
МРСК Центра	MRKC	69 004	9 467	59 537	42 218	1.41
МРСК Северного Кавказа	MRKK	4 295	1 235	3 060	30	103.63
МРСК Юга	MRKY	29 952	9 123	20 829	49 811	0.42
МРСК Центра и Приволжья	MRKP	37 581	8 728	28 853	112 698	0.256
МРСК Волги	MRKV	50 080	4 129	45 952	178 578	0.257
МРСК Северо-Запада	MRKZ	58 121	3 552	54 569	95 786	0.570
МРСК Сибири	MRKS	44 339	6 010	38 330	89 368	0.429
МРСК Урала	MRKU	40 956	5 164	35 791	87 430	0.409
МОЭСК	MSRS	67 856	36 218	31 637	48 707	0.65
Ленэнерго	LSNG	26 837	9 846	16 991	926	18.35
Кубаньэнерго*	KUBE	12 606	2 174	10 432	48	219.09

* Данные Кубаньэнерго учитывают дополнительную эмиссию акций, размещаемых в пользу государства.

Источник: оценка Ренессанс Капитала

Таблица 8. Справедливая стоимость акций, рекомендации и потенциал роста котировок

Компания	Тикер	Справедливая цена, руб./акцию	Текущая цена продавца, руб./акцию	Справедливая цена, USD/акцию	Текущая цена, USD/акцию	Потенциал роста стоимости, %	Рекомендация
МРСК Центра	MRKC	1.41	0.73	0.0484	0.0249	95%	Покупка
МРСК Северного Кавказа	MRKK	103.63	85.28	3.56	2.9261	22%	Покупка
МРСК Юга	MRKY	0.42	0.18	0.0143	0.0061	134%	Покупка
МРСК Центра и Приволжья	MRKP	0.26	0.18	0.0088	0.0062	42%	Покупка
МРСК Волги	MRKV	0.26	0.10	0.0088	0.0036	147%	Покупка
МРСК Северо-Запада	MRKZ	0.57	0.19	0.0195	0.0066	194%	Покупка
МРСК Сибири	MRKS	0.43	0.23	0.0147	0.0080	83%	Покупка
МРСК Урала	MRKU	0.41	0.23	0.0140	0.0078	80%	Покупка
МОЭСК	MSRS	0.65	1.26	0.0223	0.0434	-49%	Продажа
Ленэнерго	LSNG	18.35	26.64	0.6296	0.9139	-31%	Продажа
Кубаньэнерго	KUBE	219.09	126.16	7.52	4.3287	74%	Покупка

Источник: оценка Ренессанс Капитала

Оценки стоимости Холдинга МРСК

Наша оценка по бумагам Холдинга МРСК рассчитана путем консолидации долей, которыми Холдинг МРСК владеет в каждой из дочерних МРСК (их оценки приведены выше). Как сообщило агентство Reuters, в ходе состоявшейся в Москве шестого октября конференции генеральный директор Холдинга МРСК г-н Швец озвучил оценку суммарного значения iRAB для всех распределительных компаний примерно в 1.2 трлн. руб. (мы не применяли это значение в рамках нашего анализа холдинга, но использовали его в целях проверки достоверности оценки Холдинга МРСК Ренессанс Капиталом).

Таблица 9. Расчет справедливой стоимости Холдинга МРСК

Дочерние и зависимые компании	Тикер	Доля Холдинга МРСК в акционерном капитале, %	Справедливая стоимость компании (EV) на сегодня, млн руб.	Чистый долг, млн руб.	Протяженность сетей, км	Расчетная справедливая стоимость компании, относимая на долю Холдинга МРСК, млн руб.	Расчетный чистый долг, относимый на долю Холдинга МРСК, млн руб.	Расчетная протяженность сетей, относимая на долю Холдинга МРСК, км
МРСК Центра	MRKC	50.2%	69 004	9 467	369 988	34 661	4 755	185 849
МРСК Северного Кавказа	MRKK	58.3%	4 295	1 235	135 963	2 502	719	79 203
МРСК Юга	MRKY	51.7%	29 952	9 123	160 102	15 472	4 712	82 704
МРСК Центра и Приволжья	MRKP	50.4%	37 581	8 728	252 967	18 941	4 399	127 495
МРСК Волги	MRKV	67.6%	50 080	4 129	217 537	33 867	2 792	147 112
МРСК Северо-Запада	MRKZ	55.4%	58 121	3 552	169 311	32 188	1 967	93 764
МРСК Сибири	MRKS	52.9%	44 339	6 010	260 595	23 448	3 178	137 810
МРСК Урала	MRKU	51.5%	40 956	5 164	145 503	21 099	2 661	74 959
МОЭСК	MSRS	50.9%	67 856	36 218	131 540	34 542	18 437	66 960
Ленэнерго	LSNG	45.7%	26 837	9 846	52 696	12 267	4 500	24 087
Кубаньэнерго*	KUBE	49.0%	12 606	5 923	85 361	6 177	2 902	41 827
Тюменьэнерго	-	100.0%	60 787	4 993	37 372	60 787	4 993	37 372
Холдинг МРСК	MRKH					295 952	56 016	1 099 142

Источник: оценка Ренессанс Капитала

Мы полагаем, что справедливый дисконт привилегированных акций Холдинга МРСК к обыкновенным акциям составляет 30%. С учетом этого мы получаем справедливую стоимость обыкновенных акций компании на уровне 5.65 руб. (рекомендация ПОКУПКА, потенциал роста 65%); теоретическая цена привилегированных акций составляет 3.95 руб. (ПОКУПКА, потенциал роста 120%).

Таблица 10. Расчет справедливой стоимости акций Холдинга МРСК

Расчетная справедливая стоимость Холдинга МРСК, млн руб.	295 952
Расчетная протяженность сетей Холдинга МРСК, км	1 099 142
Расчетный чистый долг Холдинга МРСК, млн руб.	56 016
Справедливая рыночная капитализация Холдинга МРСК, руб. млн	239 936
Справедливая стоимость обыкновенной акции Холдинга МРСК, руб.	5.65
Справедливая стоимость обыкновенной акции Холдинга МРСК, USD	0.19
Потенциал роста по сравнению с текущими котировками, %	66%
Справедливая стоимость привилегированной акции Холдинга МРСК, руб.	3.95
Справедливая стоимость привилегированной акции Холдинга МРСК, USD	0.14
Потенциал роста по сравнению с текущими котировками, %	120%

Источник: оценка Ренессанс Капитала

Сравнение с Великобританией: проверка логики

Хотелось бы выделить две важные причины, почему стоит сравнивать уровни iRAB, обсуждаемые для российских электросетей, с тем или иным зарубежным ориентиром:

- это позволит нам высказать свою точку зрения относительно того, представляют ли российские iRAB в целом справедливую стоимость (т. е. речь идет об обоснованной экономической оценке активов) для акционеров МРСК;
- мы можем обосновать свое мнение о том, представляются ли значения iRAB МРСК переоцененными или недооцененными по отношению к группе сопоставимых компаний МРСК.

Хотелось бы особо отметить, что результаты данного анализа позволяют оценить степень, в которой регулирование на основе нормы прибыли, реализуемое в настоящее время в России, соответствует лучшим зарубежным практикам.

С использованием данных отчетности региональных электросетевых компаний Великобритании мы рассчитали средневзвешенную новую восстановительную стоимость для региональных сетевых компаний в USD68 336 за километр сетей. Для 11-ти компаний (из 12-ти) данный средний уровень находится в приемлемом диапазоне отклонения, и мы включили эти 11 компаний для выведения средневзвешенного значения. Для 12-й компании (лондонской распределительной EdF) соответствующая отчетность показывает новую восстановительную стоимость в USD108 008 за километр, что намного выше среднего значения. Мы пришли к выводу, что хотя средний показатель по Великобритании для распределительной компании вполне приемлем, особенности строительства электросети в столь крупном мегаполисе, каковым является Лондон, предполагают более высокий показатель.

При использовании показателей Великобритании для выведения восстановительной стоимости для российских электросетей мы сделали следующее:

- применили лондонский показатель в USD108 008 за километр в качестве ориентира оценки для компании МОЭСК;
- использовали простое среднее значение для Лондона в USD108 008 за километр и показатель в USD68 336 для оставшихся 11-ти электросетевых компаний Великобритании для Ленэнерго (обслуживает многонаселенный мегаполис Санкт-Петербург и Ленинградскую область с меньшей плотностью населения);
- использовали среднее значение для Великобритании (т. е. исключая Лондон) в USD68 338 за километр для всех прочих российских сетевых компаний.

В ответ на аргументы о том, что топографические особенности России и Великобритании серьезно отличаются, мы отмечаем ряд факторов:

- широкие просторы, которые обычно связывают, например, с Сибирью, характеризуются низкой численностью населения и практически полным отсутствием распределительных сетей (в отличие от магистральных);
- хотя сети Великобритании, обслуживающие юго-западные районы Англии и север Шотландии, покрывают различные участки с точки зрения географических и топографических особенностей, их показатели новой восстановительной стоимости (в USD/км) аналогичны;
- приведенная в годовом отчете МРСК Волги таблица с оценочной стоимостью строительства новой сети предполагает среднюю стоимость для этой компании в USD61 710 за километр (что близко к нашему значению USD68 336 за километр, полученному в среднем для региональных сетей Великобритании).

Хотя мы подтверждаем базовое допущение, сделанное в рамках этого анализа (а именно то, что сети России и Великобритании схожи, чтобы позволить проведение сравнительного анализа), мы признаем необходимость некоторых корректировок для получения суммарных данных по сектору.

- Тюменьэнерго (100%-ная «дочка» Холдинга МРСК) в большинстве своих регионов деятельности имеет сети, работающие с более высоким напряжением, чем у других сетевые компании России (и Великобритании). Таким образом, не представляется обоснованным вводить любую оценку iRAB с использованием ориентиров сетей Великобритании; чтобы получить суммарные значения для сектора (которые должны включать Тюменьэнерго) мы предположили, что показатель для Тюменьэнерго, полученный из ориентира Великобритании, таков же, как предварительное значение iRAB компании.
- Как обсуждалось ранее, у нас нет предварительных значений iRAB для МРСК Юга и МРСК Волги. Опять же, для получения суммарных значений для сектора в приведенной ниже таблице у нас есть вводные данные для этих компаний, которые мы получили по формуле 2.4 x Основные средства.

Таблица 11. Расчет стоимости iRAB по эталону Великобритании

Компания	Тикер	Протяженность сетей, км	Эталонная удельная стоимость восстановления в Великобритании, USD/км	Полная стоимость восстановления, USD млн	Степень износа, %	Остаточная стоимость восстановления, USD млн	Ориентировочная стоимость iRAB, USD млн	Ориентировочная стоимость iRAB/Эталонная стоимость в Великобритании
МРСК Центра	MRKC	369 988	68 386	25 302	67%	8 350	4 624	55%
МРСК Северного Кавказа	MRKK	135 963	68 386	9 298	71%	2 696	1 716	64%
МРСК Юга	MRKY	160 102	68 386	10 949	66%	3 723	2 007	54%
МРСК Центра и Приволжья	MRKP	252 967	68 386	17 299	64%	6 228	2 518	40%
МРСК Волги	MRKV	217 537	68 386	14 876	65%	5 207	3 356	64%
МРСК Северо-Запада	MRKZ	169 311	68 386	11 578	66%	3 937	3 895	99%
МРСК Сибири	MRKS	260 595	68 386	17 821	63%	6 594	2 971	45%
МРСК Урала	MRKU	145 503	68 386	9 950	70%	2 985	2 745	92%
МОЭСК	MSRS	131 540	108 008	14 207	57%	6 109	7 105	116%
Ленэнерго	LSNG	52 696	88 197	4 648	58%	1 952	2 810	144%
Кубаньэнерго	KUBE	85 361	68 386	5 837	66%	1 985	845	43%
Тюменьэнерго		37 372				4 088	4 088	
Итого		2 018 935	71 227	143 803	65%	53 853	38 681	72%

Источники: данные компаний, Холдинг МРСК, оценка Ренессанс Капитала

Соответствует ли сумма вероятных значений iRAB рациональным ожиданиям?

На наш взгляд, основным показателем для ответа на этот вопрос является итоговая сумма, приведенная в таблице выше. А именно то, что сумма вероятных значений iRAB для сектора составляет 72% соответствующей амортизированной восстановительной стоимости, выведенной на основе ориентира Великобритании. Однозначно, это нижний диапазон оценок (28% меньше заместительной стоимости означает 28% меньше стоимости, на которую компаниям разрешено получать прибыль в рамках новых регуляторных правил). Этот факт окажется в пользу потребителей (а не миноритариев), поскольку они будут меньше платить за электроэнергию. Хотя мы допускаем возможность погрешности в нашем предположении об аналогии между электросетями Великобритании и России, величина погрешности в 28% представляется нам слишком большой.

На наш взгляд, подобная оценка отражает характерную для России в целом тенденцию, когда ситуация складывается не в пользу миноритарных акционеров. Тем не менее, с учетом того факта, что аналогичные оценки, проведенные в 2005-2006 гг. с целью консолидации отдельных местных сетей в МРСК, были на 63% ниже, чем соответствующие показатели, выведенные на основе ориентира Великобритании, судя по всему, налицо заметный прогресс. Однако когда речь идет о вероятных iRAB отдельных МРСК, мы придерживаемся менее оптимистического взгляда.

Соответствуют ли вероятные значения iRAB для отдельных МРСК рациональным ожиданиям?

Наша оценка компаний и рекомендации на основе iRAB применимы только при условии выполнения допущения о том, что система ценообразования на основе нормы прибыли, принимаемая сейчас российскими электросетевыми компаниями, в целом будет аналогична системе, доказавшей свою успешность в других странах мира. Иными словами, Россия может использовать обозначение схожего (и вызывающего доверия) метода тарифообразования, однако на практике, возможно, реализуется нечто совсем другое. Безусловно, тот факт, что вероятное значение iRAB МРСК Волги соответствует всего 40% соответствующей амортизированной восстановительной стоимости показателя Великобритании (табл. 9), вызывает вопросы (особенно когда у МРСК Северо-Запада, МРСК Урала, Мосэнерго и Ленэнерго вероятные значения iRAB составляют 100% или более амортизированной восстановительной стоимости показателя Великобритании). Мы рассмотрели эту ситуацию более подробно, и пришли к неутешительным выводам.

Зарубежная теория и российская практика

Если говорить упрощенно, то теория ценообразования на основе нормы прибыли для монопольных инфраструктурных компаний заключается в том, что регуляторные органы устанавливают цены, покрывающие все обоснованные расходы, плюс компонент, предназначенный для обеспечения справедливой финансовой прибыли владельцам активов. Негласная сделка между регулятором и акционерами компании состоит в том, чтобы позволяя акционерам заработать обоснованную прибыль на существующие активы (т. е. которые они уже купили и оплатили), поощрять их инвестировать в модернизацию, восстановление и, где уместно, расширение базы активов.

Уровень доверия между регуляторами и акционерами (в более общих чертах, инвестиционным сообществом) является важным элементом в этом процессе. Если регуляторы установят разрешенный уровень финансовой прибыли на слишком низком уровне, рыночная стоимость компании снизится, а стоимость капитала возрастет.

В крайнем случае, полное отсутствие доверия приведет к крайне высокой стоимости капитала для компании – если вообще кто-либо будет готов предоставлять заемные ресурсы или покупать акции эмитента. В краткосрочной перспективе это привело бы к резкому росту тарифов на электроэнергию для потребителей. В долгосрочной перспективе недостаток адекватного фондирования для инвестиций привел бы к нарушению электроснабжения. Введение iRAB МРСК предоставляет первую возможность российским политикам и регуляторам показать, что они понимают это, признав необходимость позволить акционерам получать справедливую прибыль.

Формальный процесс получения iRAB МРСК выходит из первичных законодательных актов, регулирующих ценовую реформу в электроэнергетике. Данный закон от 2003 г. (Закон РФ «Об электроэнергетике») призывает акционеров электросетей получать «обоснованную прибыль на инвестированный капитал». Инвестированный капитал впоследствии был определен министерствами и чиновниками как «амортизированная восстановительная стоимость». Позднее, после публикации результатов оценки iRAB для отдельных сетей, в определение внесли уточнения:

iRAB = Амортизированная восстановительная стоимость – «моральный износ»

По словам топ-менеджеров предприятий отрасли, «моральный износ» в данном контексте относится к обычным активам, которые построены, но потребности в них на данный момент нет. Мы предполагаем, что это относится к сетям, измерительному и прочему оборудованию, введенным в строй в советское время, но оказавшимся лишними в результате резких экономических и социальных перемен, которые Россия пережила за последние 20 лет (и, как результат, резкая смена уровня и характера потребления электроэнергии). Либо, возможно, по тем же причинам работать на полную мощность некоторым активам – например, трансформаторам – больше не нужно. Так или иначе, мы принимаем концепцию избыточности как рациональную и в некоторой степени справедливую, и она не вызывает вопросов.

Процесс определения iRAB состоит в том, что каждая МРСК назначила зарегистрированного и аккредитованного российского оценщика для проведения оценки своих сетей с использованием указанной выше формулы. Был проделан значительный объем работ (оценки обычно выполняются на основе огромного массива данных и с многостраничным обоснованием). В результате этой работы, которую можно назвать определением оценочных значений iRAB, руководство компаний (обычно во главе с гендиректором) проводило переговоры с заинтересованными сторонами. Цель обсуждения состояла в достижении понимания бизнесом и политическими лидерами теории ценообразования на основе нормы прибыли и одобрения ими фактических уровней iRAB и последствий повышения тарифов на электроэнергию для местных потребителей.

Переговоры, как представляется, велись в несколько этапов и затянулись надолго. И здесь, на наш взгляд, обычные принципы регулирования на основе нормы прибыли начинают рушиться.

В ходе нашего общения с некоторыми из заинтересованных сторон стало ясно, что iRAB МРСК, которым необходимы значительные инвестиции, были увеличены сверх показателей, полученных в результате применения стандартной формулы, чтобы эти компании могли удовлетворить потребности в капиталовложениях за счет прибыли. И только благодаря этим относительно высоким показателям iRAB общий показатель для всех МРСК составляет 74% значения, которое мы могли бы ожидать при использовании эталонного ориентира Великобритании. Отметим, что исключение, например, МРСК Северо-Запада, МРСК Урала, МОЭСК и Ленэнерго показало бы, что общее для сектора значение iRAB, было бы намного меньше 74% показателя, полученного с использованием ориентира Великобритании. Фактически, это значение составило бы 53%.

Мы пришли к нескольким выводам.

- Вероятные значения iRAB для некоторых МРСК отражают лишь половину стоимости, которая, по нашим оценкам, принадлежит акционерам.
- Для электросетей, находящихся в наихудшем состоянии, вероятно, утвердят максимальные значения iRAB (для финансирования капиталовложений посредством более высоких тарифов) и наоборот. На наш взгляд, это нарушает законы экономики: фактически, платить более высокую цену за активы в плохом состоянии и более низкую цену за активы в хорошем состоянии.
- В общем, относительная рыночная стоимость МРСК уже отражает реальность первого и второго пунктов.
- С учетом первых двух выводов мы приходим к заключению, что переход электросетей на ценообразование на основе нормы прибыли в России не был использован для доказательства понимания принципа о том, что нужно выплачивать обоснованную прибыль миноритарным акционерам сегодня, чтобы обеспечить доверие и снижение стоимости капитала завтра.

В табл. 12 приведены сводные результаты четырех подходов, которые мы использовали для получения оценки iRAB МРСК. Мы выделили жирным шрифтом значение iRAB, использованное нами для получения справедливой цены акций для каждой МРСК.

Таблица 12. Сопоставление расчетов удельной стоимости iRAB

Компания	Тикер	Ориентировочная стоимость iRAB, USD/км	1.8 x ОС, USD/км	3.0 x ОС, USD/км	Эталон Великобритании, USD/км
МРСК Центра	MRKC	12 498	7 474	12 457	22 567
МРСК Северного Кавказа	MRKK	12 618	6 441	10 735	19 832
МРСК Юга	MRKY	9 403	9 403	15 671	23 251
МРСК Центра и Приволжья	MRKP	9 956	9 685	16 141	24 619
МРСК Волги	MRKV	11 571	11 571	19 285	23 935
МРСК Северо-Запада	MRKZ	23 005	10 333	17 221	23 251
МРСК Сибири	MRKS	11 402	7 879	13 132	25 303
МРСК Урала	MRKU	18 863	10 449	17 416	20 516
МОЭСК	MSRS	54 015	55 213	92 022	46 443
Ленэнерго	LSNG	53 326	55 812	93 020	37 043
Кубаньэнерго	KUBE	9 897	8 915	14 858	23 251

* ОС – основные средства.

Источники: данные компаний, оценка Ренессанс Капитала

Рисунок 4. Сравнение оценок iRAB, USD млн

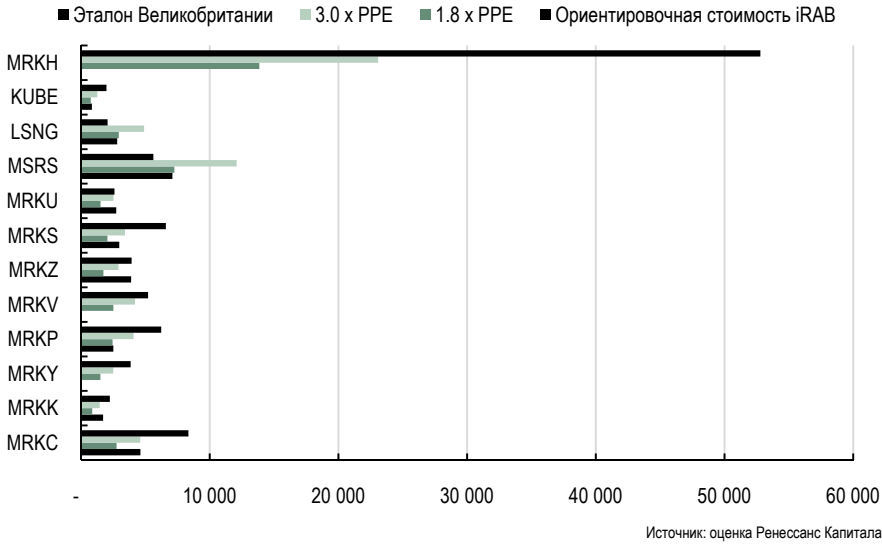
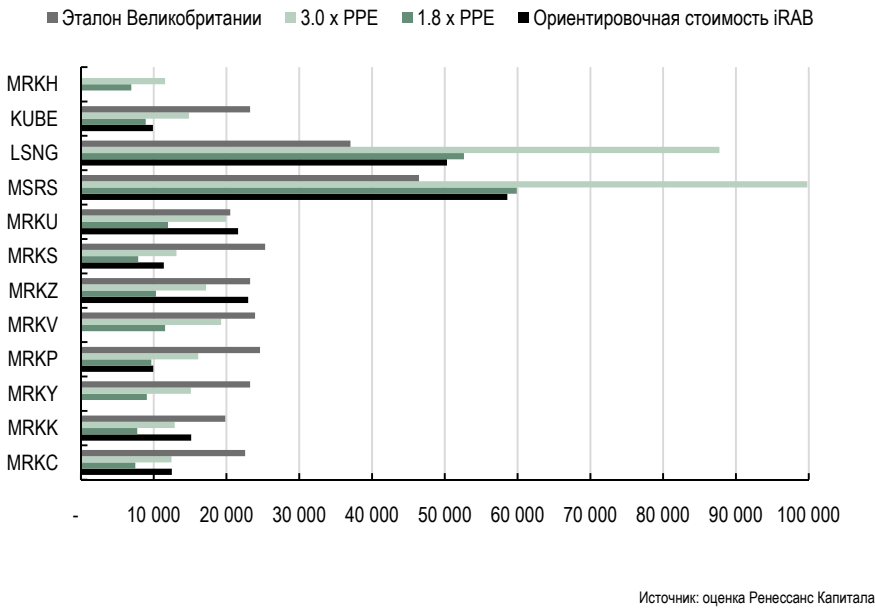


Рисунок 5. Сравнение оценок iRAB, USD/км



Опасность консолидации

Вскоре после вступления в должность главы Холдинга МРСК (компания без операционных активов и операционной деятельности в сфере передачи электроэнергии в силу холдинговой природы) г-н Швец предложил следующие способы создания денежного потока для компании.

- **Консолидировать все МРСК в Холдинг МРСК.** Это решение лишь на первый взгляд кажется привлекательным для миноритариев МРСК, поскольку оно предполагает повышение ликвидности акций. Мы утверждаем, что это серьезно подтачивает акционерную стоимость сектора. Будучи естественными монополиями, МРСК не могут конкурировать друг с другом с точки зрения цены, однако конкуренция возможна по таким параметрам, как потери в сетях, количество сбоев в поставках электроэнергии, сроки восстановления после аварийных ситуаций и стоимость капитала. И примеры такой конкуренции уже существуют сейчас. В результате, повышается эффективность сектора в целом, что весьма позитивно как для компаний, так и для их клиентов. В случае возврата к процессам консолидации в секторе в России возникает очередная непрозрачная государственная монополия, полностью не удовлетворяющая интересам ни потребителей, ни акционеров компании. Это не только наша точка зрения – в последнее время премьер-министр В. Путин неоднократно публично выражал пожелание сократить роль государства в качестве доминирующего собственника в экономике страны.
- **Реализовать политику выплат значительных дивидендов от МРСК.** Г-н Швец прокомментировал, что это также будет означать выплаты со стороны МРСК аналогичных значительных дивидендов миноритарным акционерам (как представляется, это сделало данное предложение неприемлемым для российского руководства, по крайней мере, в ближайшей перспективе).
- **Взимать с дочерних МРСК плату за управленческие услуги.** На наш взгляд, данная мера была предложена в качестве временного решения. Однако с учетом простоты и прозрачности подобной организации процесса мы не вполне понимаем, почему это решение не было принято на постоянной основе.
- **Включить одну МРСК в состав Холдинга МРСК.** На наш взгляд, это предложение наименее выгодно, поскольку в данном случае одна компания будет поставлена в более привилегированное положение, чем оставшиеся МРСК.

Наше заключение в отношении идеи полной консолидации состоит в том, что поскольку она негативно скажется на интересах миноритарных акционеров и потребителей, идет вразрез с объявленной правительством политикой и противоречит некоторым принципам до сих пор успешной реформы электроэнергетики в России, она не должна получить развития. Если же это случится, мы значительно понизим наши оценки МРСК. Для инвесторов, которые полагают, что консолидация все же произойдет, акции МРСК Северного Кавказа, на наш взгляд, представляются наиболее привлекательным способом пройти через эту сделку.

Раскрытие информации

Подтверждение аналитиков и отказ от ответственности

Настоящий отчет подготовлен аналитиком (ами), чье имя (чьи имена) указано (ы) на титульном листе настоящего отчета с целью предоставления справочной информации о компании или компаниях (собираательно «Компания») и ценных бумаг, являющихся предметами настоящего отчета. Каждый аналитик подтверждает, что все позиции, изложенные в настоящем отчете в отношении какой-либо ценной бумаги или эмитента, точно отражают личные взгляды этого аналитика касательно любого анализируемого эмитента/ценной бумаги.

Любые рекомендации или мнения, представленные в настоящем отчете, являются суждением на момент публикации настоящего отчета. 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, Компания, ее директора и сотрудники не устанавливали подлинность содержания настоящего отчета и, соответственно, ни один из аналитиков, Компания, 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 одно лицо не несет 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 ними лица не могут предпринять действия в соответствии 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 Компании. Настоящий отчет не является оценкой стоимости бизнеса Компании, ее активов либо ценных бумаг для целей, предусмотренных законодательством Российской Федерации и иных стран СНГ в сфере деятельности по оценке стоимости.

Каждый аналитик подтверждает, что 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 аналитикам определяется в зависимости от деятельности и услуг, направленных на обеспечение выгоды инвесторам, являющимся клиентами Renaissance Securities (Cyprus) Limited, RenCap Securities, Inc., Renaissance Capital Limited, а также дочерних компаний («Фирма»). Как и все сотрудники Фирмы, аналитики получают вознаграждение в зависимости от рентабельности деятельности Фирмы, которая включает выручку от ведения прочих видов деятельности подразделениями Фирмы.

Каждый аналитик, аффилированные компании либо иные лица являются или могут являться членами группы андеррайтеров в отношении предлагаемых к продаже ценных бумаг Компании. Каждый аналитик имеет право в будущем участвовать в публичном выпуске ценных бумаг Компании.

Рекомендации аналитического департамента РК

Диапазон инвестиционных рейтингов аналитического отдела РК		
Покупка	134	38%
Держать	51	14%
Продажа	16	5%
UR	20	6%
NR	134	38%
	355	

Диапазон инвестиционных рейтингов по электроэнергетическим компаниям		
Покупка	13	41%
Держать	1	3%
Продажа	3	9%
UR	0	0%
NR	15	47%
	32	

Рекомендации по компаниям, являющимся клиентами инвестиционно-банковского департамента*

Диапазон инвестиционных рейтингов аналитического отдела РК		
Покупка	8	67%
Держать	1	8%
Продажа	1	8%
UR	0	0%
NR	2	17%
	12	

Диапазон инвестиционных рейтингов по электроэнергетическим компаниям		
Покупка	0	0%
Держать	0	0%
Продажа	0	0%
UR	0	0%
NR	0	0%
	0	

* Компании, от которых Ренессанс Капитал получил вознаграждение за последние 12 месяцев.

Инвестиционный рейтинг

Инвестиционная рекомендация представляет прогноз Ренессанс Капитала 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 эмитентов, представляющих развивающиеся рынки, и рекомендации могут быть присвоены на основании суждения аналитика о ценных бумагах.

Инвестиционные рекомендации присваиваются в момент начала аналитического освещения деятельности эмитента долевых ценных бумаг либо в момент изменения теоретической цены по тем или иным долевым ценным бумагам эмитента. 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 эмитентам, в отношении которых Ренессанс Капитал не выразил 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.

Ренессанс Капитал

Ренессанс Капитал

123317, Москва

Пресненская набережная, 10

Тел.: + 7 (495) 258 7777

Факс: + 7 (495) 258 7778

www.rencap.com

Аналитическое управление

Руководитель аналитического управления

Роланд Нэш

+ 7 (495) 258 7916

RNash@rencap.com

Начальник отдела анализа акций

Александр Бурганский

+ 7 (495) 258 7904

ABurgansky@rencap.com

Начальник отдела макроэкономики и анализа долговых обязательств

Алексей Моисеев

+ 7 (495) 258 7946

AMoiseev@rencap.com

Рынок акций – Россия

Наталья Загвоздина

+ 7 (495) 258 7753

NZagvozdina@rencap.com

Стратегия на рынке акций

+ 7 (495) 258 7916

Роланд Нэш

RNash@rencap.com

Томас Манди

Ованес Оганисян

Банковский сектор

+ 7 (495) 258 7748

Дэвид Нангл

DNangle@rencap.com

Милена Иванова-Вентурини

Армен Гаспарян

Медиа и ИТ, сектор недвижимости

+ 7 (495) 258 4350

Дэвид Фергусон

DFerguson@rencap.com

Металлургия

+ 7 (495) 258 7743

Роб Эдвардс

REdwards@rencap.com

Борис Красноженов

Нефть и газ

+ 7 (495) 258 7904

Александр Бурганский

ABurgansky@rencap.com

Ирина Елиневская

Ильдар Давлетшин

Татьяна Калачева

Потребительский сектор и сельское хозяйство

+ 7 (495) 258 7753

Наталья Загвоздина

NZagvozdina@rencap.com

Ульяна Типсина

Телекоммуникации и транспорт

+ 7 (495) 258 7902

Александр Казбеги

AKazbegi@rencap.com

Иван Ким

Химия и машиностроение

+ 7 (495) 783 5653

Марина Алексеенкова

MAlaxeeenkova@rencap.com

Электротехника

+ 44 (20) 7367 7793

Дерек Уивинг

DWeaving@rencap.com

Владимир Скляр

Макроэкономика и рынок долговых обязательств

+ 7 (495) 258 7946

Алексей Моисеев

AMoiseev@rencap.com

Николай Подгузов

Петр Гришин

Максим Раскоснов

Андрей Марков

Анастасия Головач

Антон Никитин

Рынок Средней Азии

+ 7 (727) 244 1544

Милена Иванова-Вентурини

Татьяна Калачева

Рынок Украины

+ 38 (044) 492 7383

Анастасия Головач

Редакционно-издательский отдел, выпуск на английском языке

+ 7 (495) 258 7785

Александра Волдман

AWaldman@rencap.com

Патриция Сомервилль

Мичико Фокс

Марк Портер

Иван Алешин

Редакционно-издательский отдел, выпуск на русском языке

+ 7 (495) 258 7770 x4001

Екатерина Малахова

EMalakhova@rencap.com

Станислав Захаров

Мария Дунаева

Анна Ковтун

Административная поддержка

+ 7 (495) 725 5216

Юлия Попова

Екатерина Лизунова

© 2009 ООО «Ренессанс Капитал – Финансовый Консультант» (далее «РК»). Все права защищены. Настоящая публикация носит исключительно информационный характер и не является предложением о продаже или попыткой со стороны РК купить или продать какие-либо ценные бумаги, на которые в публикации может содержаться ссылка, или предоставить какие-либо инвестиционные рекомендации или услуги. Такие предложения могут быть сделаны исключительно в соответствии с применимым законодательством. Прошлая доходность не является показателем доходности инвестиций в будущем. Настоящая публикация основана на информации, которую мы считаем надежной, однако мы не утверждаем, что все приведенные сведения абсолютно точны. Мы не несем ответственности за использование клиентами информации, содержащейся в настоящей публикации, а также за операции с ценными бумагами, упоминающимися в ней. Мы не берем на себя обязательство регулярно обновлять информацию, которая содержится в настоящей публикации или исправлять возможные неточности. РК и его аффилированные лица, директора, партнеры и сотрудники, в том числе лица, участвующие в подготовке и выпуске этого материала, имеют право покупать и продавать упоминающиеся в материале ценные бумаги и производные инструменты от них. На ценные бумаги номинированные в иностранной валюте могут оказывать влияние обменные курсы валют, изменение которых может вызвать снижение стоимости инвестиций в эти активы. Инвесторы в Американские депозитарные расписки также подвергаются риску изменения обменного курса валют. Инвестирование в российские ценные бумаги несет значительный риск, и инвесторы должны проводить собственное исследование надежности эмитентов.