

Аналитический обзор

20 марта 2009 г.

Электроэнергетика
Россия

МРСК

Тихая гавань отрасли?

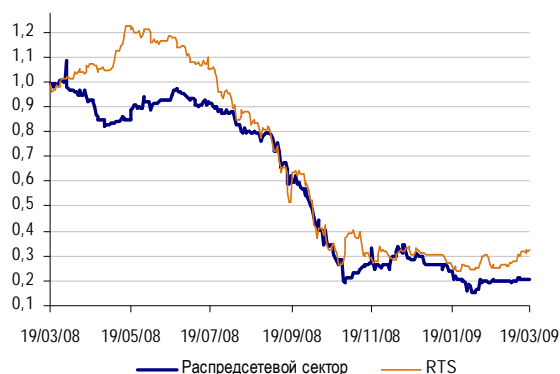
Аналитик: Олег Зотиков
Эл. почта: OZotikov@veles-capital.ru

Основные моменты

- В данном обзоре мы начинаем аналитическое покрытие распределительного сетевого сектора электроэнергетики. Мы оценили 8 межрегиональных распределительных сетевых компаний, используя метод дисконтирования денежных потоков.
- С вводом новой модели регулирования на основе доходности на инвестированный капитал распределительный сетевой сектор станет наиболее прозрачным, предсказуемым, стабильным и, следовательно, инвестиционно привлекательным в электроэнергетике. За 2008 г. были успешно проведены наиболее значимые преобразования в секторе, такие как: консолидация РСК в МРСК, выделение МРСК из РАО ЕЭС и выход их акций на торговые площадки. Принята нормативная база нового тарифного регулирования, и стартовали пилотные проекты с применением нового тарифообразования.
- Однако риски на переходном этапе к новой модели регулирования еще остаются. Среди них – повышенное влияние на выручку компаний перекрестного субсидирования и такого сильно волатильного источника дохода как плата за присоединение. При этом наступивший на финансовых рынках кризис добавил дополнительных рисков в сектор: упало потребление электроэнергии и платежеспособность населения, сократились заявки на новое присоединение и значительно уменьшились возможности привлечения заемных средств, что заставило компании пересматривать свои инвестпрограммы на ближайшие 1-2 года.
- Однако в целом переход на новую модель тарифного регулирования позволяет нам позитивно смотреть на перспективы распределительно сетевого сектора. В частности наибольшее предпочтение мы отдаем обыкновенным акциям МРСК «Волги», МРСК «Урала», МРСК «Центра и Приволжья», МРСК «Сибири» и Ленэнерго, и рекомендуем «ПОКУПАТЬ» их.

Основные показатели

Динамика индекса сектора драгоценных металлов относительно индекса РТС



Основные показатели компаний 2008 (П)

Компания	Выручка,	ЕБИТДА,	Норма рентаб., %	
	млн долл.	млн долл.	по ЕБИТДА	по ЧП
МРСК Центра	1 745	400	22,9	10,5
МРСК Центра и Поволжья	1 516	244	16,1	6,0
МРСК Волги	1 255	229	18,3	8,1
Мрск Юга	1 310	256	19,6	8,8
МРСК Урала	1 548	139	9,0	2,0
МРСК Северо-Запада	788	64	8,1	-
МРСК Сибири	1 411	101	7,2	-
Ленэнерго	826	189	22,9	5,9

Оценка и рекомендации по акциям МРСК

Компания	Тикер	Тек. цена, долл.	Рыночная капитализация, млн долл.	EV, млн долл.	Распределение электроэнергии, ГВтч	Первоначальный RAB, млн долл. (на начало 2009 г.)	EV ₁ /Распред	EV ₂ /RAB	Спр. цена, долл.	Потенциал, %	Рекомендация
МРСК Центра	MRKC	0,0123	519	829	62 327	2 680	13,30	0,31	0,0163	32,3	ПОКУПАТЬ
МРСК Центра и Приволжья	MRKP	0,0032	361	489	60 042	1 969	8,15	0,25	0,0063	96,8	ПОКУПАТЬ
МРСК Волги	MRKV	0,0024	429	557	62 235	1 767	8,94	0,32	0,0050	109,1	ПОКУПАТЬ
Мрск Юга	MRKY	0,0021	105	592	51 018	1 967	11,60	0,30	0,0031	45,5	ПОКУПАТЬ
МРСК Урала	MRKU	0,0022	195	338	90 309	2 717	3,74	0,12	0,0104	368,1	ПОКУПАТЬ
МРСК Северо-Запада	MRKZ	0,0025	239	342	44 057	1 284	7,77	0,27	0,0028	13,4	АККУМУЛИРОВАТЬ
МРСК Сибири	MRKS	0,0024	214	397	107 606	1 825	3,69	0,22	0,0046	90,6	ПОКУПАТЬ
Ленэнерго	LSNG	0,2275	262	473	30 631	3 365	15,43	0,14	0,6957	205,8	ПОКУПАТЬ

Оценка: Велес Капитал

Данные аналитические материалы ИК «Велес Капитал» могут быть использованы только в информационных целях. Компания не дает гарантий относительно полноты приведенной в них информации и ее достоверности, а также не несет ответственности за прямые или косвенные убытки от использования данных материалов не по назначению. Данный документ не может рассматриваться как основание для покупки или продажи тех или иных ценных бумаг.

Все права на данный бюллетень принадлежат ИК «Велес Капитал». Воспроизведение и/или распространение аналитических материалов ИК «Велес Капитал» не может осуществляться без письменного разрешения Компании. © Велес Капитал 2009 г.

Общий взгляд на положение в отрасли

Передача и распределение электрической энергии – это естественно монопольный вид деятельности по транспортировке электроэнергии. Передача осуществляется по высоковольтным магистральным сетям, напряжение в которых обычно свыше 110 кВ. Магистральные сети образуют собой единую национальную (общероссийскую) электрическую сеть (ЕНЭС), объединяя для параллельной работы основные электростанции и узлы нагрузки большинства регионов страны, и обеспечивая передачу электроэнергии между ними, а также осуществляя связь единой энергетической системы России с энергосистемами других стран.

Распределение электроэнергии осуществляется по распределительным сетям, которые имеют относительно низкий класс напряжения (110 кВ и менее), и заключается в том, чтобы доставлять конечным потребителям электроэнергию, поступающую от электростанций напрямую или через ЕНЭС. В данном обзоре речь пойдет именно о распределительных сетевых компаниях России.

Стоит констатировать, что на сегодняшний день состояние основных фондов электросетевого комплекса России находится в неудовлетворительном состоянии. Дело в том, что установленное на сетевых объектах оборудование разработано в основном в 70-е годы XX века и сильно физически и морально устарело, поэтому требует модернизации и частого ремонтного обслуживания. Однако со времен распада СССР и до недавнего времени инвестиции в отрасль практически не осуществлялись. Это было вызвано в основном тем, что тарифная политика государства по отношению к энергетикам выстраивалась так, что объемов денежных потоков хватало только на неотложные ремонты, необходимые для предотвращения критических ситуаций. Такая политика позволяла поддерживать сети, да и всю отрасль, в рабочем состоянии, чего вполне хватало в период отсутствия дефицита электроэнергии на фоне общего спада экономического развития и промпроизводства в 90-х. Однако после 1998 г. потребление электроэнергии стало активно расти, и появился риск возникновения её дефицита. В такой ситуации стало очевидно, что электроэнергетика, которая раньше, по сути, субсидировала экономику, в текущем своем состоянии уже не способна в полной мере обслуживать экономическое развитие страны. При этом проблема заключалась не только в необходимости строительства новых генерирующих мощностей для удовлетворения растущего спроса на электроэнергию и уменьшения нагрузки на устаревшие станции, но и в том, что сетевые ограничения, возникшие из-за недоинвестирования в предыдущие годы, не позволят полноценно загрузить даже существующие мощности. То есть в некоторых регионах возникла ситуация когда потребителю просто могут отказать в подключении к сетям, из-за того, что сети просто физически не могут доставить ему требуемую электроэнергию, хотя возможность для её выработки в регионе есть. Чтобы решить эти проблемы в 2000 г. и была запущена масштабная реформа электроэнергетики.

Реформирование заключалось, во-первых, в том, что вертикально интегрированные АО-энерго, подконтрольные тогда РАО ЕЭС, были разделены по видам бизнеса: на естественно монопольные (передача электроэнергии, оперативно-диспетчерское управление) и потенциально конкурентные (производство и сбыт электроэнергии, ремонт и сервис). Во-вторых, изменилась тарифная политика государства в электроэнергетике. Данные преобразования были направлены, прежде всего, на то, чтобы повысить эффективность работы предприятий электроэнергетики, и создать условия для развития отрасли на основе частных инвестиций.

Таким образом, в 2003 г. началась реструктуризация 72 региональных АО-энерго. Данные компании контролировали большинство распределительных сетей в России. При этом дочерним компаниям РАО ЕЭС принадлежало около 85% национальных распределительных сетей, а остальная доля приходилась на независимые от РАО ЕЭС АО-энерго и муниципальные электроэнергетические компании.

В результате, при разделении АО-энерго по видам деятельности и были созданы региональные распределительные сетевые компании (РСК), которые сохранили за собой названия АО-энерго. В соответствии со стратегией РАО ЕЭС, распределительные сетевые компании на этапе межрегиональной интеграции должны были объединиться по территориальному признаку в несколько крупных компаний, которые решено было назвать межрегиональные распределительные сетевые компании (МРСК). Целесообразность такого объединения объяснялось тем, что компании с более высокой капитализацией будут привлекательней как для стратегических, так и портфельных инвесторов, и что за счет эффекта масштаба компании будут более устойчивы и эффективны.

Изначально предполагалось, что будет создано 4 МРСК – «МРСК Центра и Северного Кавказа», «МРСК Северо-Запада», «МРСК Урала и Волги», «МРСК Сибири», плюс компания на базе распределительных сетевых активов Дальнего Востока. Данные компании были учреждены, но еще не наделены активами. Однако крупные миноритарные акционеры региональных распределительных компаний подвергли критике такую конфигурацию, поскольку посчитали ее неэффективной. По их мнению, при такой конфигурации МРСК, после объединения в них всех РСК, образовались бы слишком громоздкие компании, контролирующие сети, покрывающие слишком большие территории и со сложной структурой акционеров, что делало бы компании трудноуправляемыми. Также, при такой крупной структуре больше размывались бы доли уже существующих стратегических акционеров РСК, а потенциальным стратегам сложнее было бы консолидировать контроль. Поэтому было предложено разукрупнить МРСК с 4 до 10-11 компаний. Такая структура позволяла бы компаниям более эффективно решать локальные задачи, т.к. регионы покрытия становились не такими крупными, и облегчило бы управление ими, что делало их более привлекательными для стратегических акционеров. Также посчитали, что более целесообразно выделение в отдельные компании распределительные сети крупных мегаполисов, такие как Ленэнерго, Московская областная и городская сетевые компании и Тюменьэнерго, из-за особого характера их деятельности, связанного с повышенными нагрузками и высокими требованиями энергетической безопасности в данных регионах.

В итоге в 2006 г. ФСК, прислушавшись к предложениям миноритарных акционеров РСК, предложила новую конфигурацию МРСК, которая предполагала увеличение их количества до 11 (без учета МРСК Дальнего Востока). Такую конфигурацию и утвердил совет директоров РАО ЕЭС и она стала окончательной.

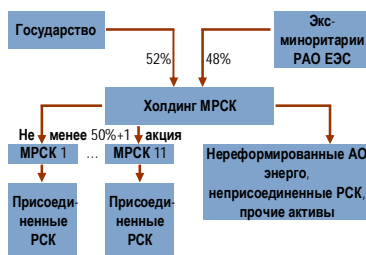
Территориальная структура МРСК



На сегодняшний день завершено формирование всех 11 МРСК в качестве единых операционных компаний, путем присоединения к ним всех РСК. Почти все РСК прекратили свое существование в качестве акционерных обществ и перешли на единую акцию с МРСК. Исключения составили только некоторые РСК, акционеры которых не утвердили присоединение к МРСК. Так, консолидации ОАО «Кубаньэнерго» с МРСК Юга и ОАО «Томская РК» с МРСК Сибири были заблокированы структурой Роснефти – ООО «Нефть-Актив», которая оспаривает законность реорганизации данных РСК. Также не поддержали консолидацию с МРСК Урала акционеры ОАО «Курганэнерго», которые не согласились с установленными коэффициентами конвертации акций РСК в акции МРСК. Пока такие РСК были присоединены к МРСК как дочерние общества.

В настоящий момент акции 10 из МРСК, кроме Тюменьэнерго, представлены на биржевых площадках России. Также все эти компании были выделены из холдинга РАО ЕЭС, который 1 июля 2008 г. прекратил свое существование. Тем самым реструктуризацию сетевого комплекса России можно назвать практически завершённой.

Отметим, что после реорганизации РАО ЕЭС все акции МРСК, принадлежащие на долю энергохолдинга (около 51% в каждой), перешли под управление специально созданной для этого компании «МРСК Холдинг». Структура акционерного капитала МРСК Холдинга зеркально повторила структуру акционерного капитала РАО ЕЭС. Таким образом, государство получило контроль в новой компании, которая в свою очередь контролирует все МРСК. Соответственно миноритарии РАО ЕЭС также получили свои доли в распределительном бизнесе через акции МРСК Холдинга. В свою очередь миноритарными акционерами МРСК напрямую остались миноритарные акционеры реорганизованных вертикально



Источник: Велес Капитал



интегрированных АО-энерго. Отметим, что в среднесрочной перспективе приватизация МРСК не ожидается. Пилотные проекты по приватизации распределительного сетевого хозяйства, по нашему мнению, планируются к запуску не раньше 2012 г.

Тарифообразование

Текущее положение дел. Как мы уже упомянули ранее, основная деятельность распределительных сетевых компаний заключается в предоставлении услуги по передаче электрической энергии от системы магистральных сетей до конечного потребителя или в иные территориальные сетевые организации. Деятельность распределительных сетей носит естественно монопольный характер и поэтому регулируется государством.

На сегодняшний день тарифы для сетевых компаний в основном устанавливаются по методу экономически обоснованных расходов (так называемый метод «затрат плюс»). При таком тарифообразовании энергокомпания должна ежегодно обосновывать свои затраты и уже на основе данных обоснований, а также объема услуг по передаче электроэнергии, региональные тарифные органы рассчитывают и утверждают тариф. Таким образом, компании должны получать уровень выручки, достаточный для покрытия текущих издержек, и позволяющей получать какую-то, обычно минимальную, прибыль.

Однако такая система тарифообразования на практике имеет ряд серьезных недостатков. Самый главный из них – это отсутствие у компаний мотивации к снижению издержек и увеличению эффективности своей деятельности. Ведь независимо от того, выросли затраты компании или упали, они все равно будут оплачены. Таким образом, получается, что компании не заинтересованы в снижении своих текущих расходов и даже становятся заинтересованными в их завышении. При этом отследить обоснованность заявленных издержек регулирующим органам крайне сложно.

Кроме того, существует проблема заниженной стоимости основных фондов в сетевых компаниях, что, соответственно, привело к занижению амортизационных отчислений за счет тарифов, объема которых не достаточно не только для осуществления инвестиций, но и для воспроизводства основных средств.

Сложившаяся ситуация не выгодна ни потребителям, ни инвесторам, ни самим энергетикам. Потребители страдают от роста тарифов, притом, что качество предоставляемых услуг если не падает, то, по крайней мере, не улучшается. Для привлечения же инвестиций в сетевое хозяйство потенциальным инвесторам нужно четко понимать долгосрочные перспективы компаний, как и когда они будут получать возврат вложенного капитала. Тарифообразование по принципу «затраты плюс» не может обеспечить такого понимания из-за своей непрозрачности и из-за того, что тарифы устанавливаются только на один год, что осложняет разработку долгосрочной стратегии.

Таким образом, стала очевидна необходимость совершенствования текущей модели тарифообразования. Новая модель должна была соответствовать следующим основным параметрам: регулирование должно быть более долгосрочным (три-пять лет), тарифы должны обеспечивать справедливую норму доходности на инвестированный капитал, а также стимулировать повышение эффективности деятельности компаний и улучшение надежности и качества обслуживания потребителей.

В связи с вышесказанным, профильными ведомствами при участии специалистов ФСК была разработана модель тарифного регулирования, основанная на доходности инвестированного капитала (regulatory asset base, RAB). Данная модель уже достаточно долгое время используется в мировой практике и отвечает требованиям, необходимым для увеличения эффективности работы российских сетевых компаний и увеличения их инвестиционной привлекательности.

Плата за присоединение. На этапе постепенного перехода на новую модель тарифообразования, для того, чтобы недостаток средств для развития сетевой инфраструктуры на данном этапе реформирования не служил тормозом роста экономики, дополнительно к существующему тарифу по принципу «затраты плюс» было решено ввести так называемую плату за техническое присоединение.

Принцип данного нововведения заключался в том, чтобы обеспечить потребителю доступ к электроэнергии за его же счет, когда сетевая компания не в состоянии финансировать строительство новых сетей за счет собственного денежного потока, из-за того, что далеко не все затраты на инвестиционную деятельность включены в тариф по принципу «затраты плюс». Т.е. новые потребители самостоятельно финансируют строительство необходимых им для подключения к сетям линий электропередач. Такая ситуация актуальна в регионах с наиболее высоким темпом экономического роста, таких как, например, Москва и Санкт-

Петербург, где дефицит сетей наиболее ощутим.

Однако такая система имеет ряд минусов. Во-первых, данный механизм с экономической точки зрения не совсем справедлив, т.к. активы, построенные фактически за счет потребителей, переходят в собственность сетевых компаний, которые к тому же будут еще и брать с потребителя плату за их пользование. Во-вторых, плата за присоединение устанавливается региональными органами управления, что делает данную процедуру не совсем прозрачной и, может привести к неадекватной оценке стоимости финансирования присоединения. В-третьих, по факту, не все заявки потребителей на подключение бывают подтверждены, т.е. сетевые компании недополучают выручку, на которую рассчитывали, что негативно сказывается на их денежных потоках.

Тем не менее, несмотря на вышеописанные минусы, данная мера позволяет в краткосрочной перспективе решать задачи по расширению сетевой инфраструктуры и уменьшить дефицит сетей, который служит тормозом развития экономики. Однако главные проблемы так и остаются нерешенными. Старые сети всё также находятся в плачевном состоянии, и средств на их модернизацию не поступает, а тарифообразование не стимулирует снижение издержек.

Модель RAB. Тарифообразование при данной модели регулирования осуществляется исходя из размера необходимого уровня валовой выручки для распределительной сетевой компании, который определяют регулирующие органы. Данная выручка состоит из трех частей: выручки, покрывающей операционные расходы компании, возврата на инвестированный капитал и дохода на инвестированный капитал.

Операционные расходы включают все производственные расходы компании, за исключением амортизации и средств на обслуживание долга. Операционные расходы, в свою очередь, делятся на подконтрольные (на которые компания может эффективно влиять) и неподконтрольные (которые подвержены влиянию внешних факторов). Уровень подконтрольных расходов на первый год долгосрочного периода регулирования устанавливается регулирующими органами и в последующие годы только индексируются на инфляцию, а также уменьшается на 1-2,5%. Т.е. регулятор вынуждает сетевые компании увеличивать свою эффективность и оптимизировать издержки ежегодно на 1-2,5%. Также расходы будут увеличиваться, если построены новые сети. Неподконтрольные расходы, в число которых входит в основном плата ФСК, включаются в тарифы в фактическом объеме. Тариф рассчитывается на основании прогноза этих расходов и впоследствии корректируется с учетом отличия факта от прогноза. Величина расходов на оплату потерь электроэнергии устанавливается на долгосрочный период регулирования, в течение которого ежегодно корректируются исключительно с учетом изменения стоимости потерь.

Размер инвестированного капитала является основой тарифообразования по методу RAB. Он устанавливается на долгосрочный период регулирующими органами и в течение его не пересматривается. В начале первого долгосрочного периода регулирования, когда компания только переходит на RAB, размер инвестированного капитала определяется как полная рыночная стоимость замещения активов с учетом их физического износа на основе независимой оценки. В последующие периоды регулирования инвестированный капитал увеличивается на инвестиции, осуществленные компанией за весь предыдущий период, и уменьшается на возврат инвестированного капитала также за весь предыдущий период. В инвестированный капитал не будут включаться объекты, построенные за счет платы за технологическое присоединение.

Возврат на инвестированный капитал (аналог бухгалтерской амортизации основных средств) должен обеспечивать воспроизводство как старых (активов введенных до перехода на RAB), так и новых активов, используемых при передаче электроэнергии. Возврат будет начисляться линейным способом в течение 35 лет для старых и 20 лет для новых мощностей. Для старого капитала возврат будет рассчитываться исходя из замещения полной его стоимости, т.е. без учета износа.

Доход на инвестированный капитал определяется устанавливаемой регулятором нормой доходности (регуляторного WACC), ставка которого будет устанавливаться на долгосрочный период регулирования для всех РСК. Данная ставка будет единая для всех компаний, но будет скорректирована на региональные коэффициенты. Доход ежегодно начисляется на размер инвестиционного капитала, который был установлен в начале долгосрочного периода, но увеличенный на инвестиции, которые осуществлялись в течение долгосрочного периода регулирования, и уменьшенный на возврат капитала, который был начислен в течение долгосрочного периода. Доход будет также начисляться на чистый оборотный капитал – капитал, который компания была вынуждена привлечь, чтобы иметь возможность осуществлять основную деятельность. Таким образом, при тарифообразовании по методу RAB, компании, чтобы увеличить доход на капитал, заинтересованны осуществлять новые

инвестиции.

Отметим, что при тарифообразовании по методу RAB инвестиции, в отличие от метода «затраты плюс», осуществленные в текущем году, будут учитываться в тарифах только на следующий год и будут включаться в него маленькими частями. Таким образом, инвестированные сейчас средства возвращаются инвестору в течение 35 лет. Это позволяет осуществлять масштабные инвестиции при умеренном росте тарифов.

Такой большой срок возврата капитала может показаться непривлекательным для инвесторов. С этим нельзя не согласиться, если речь идет о создании компании с нуля. Однако в нашем случае у компаний уже есть существенная база капитала, на которую акционеры сразу начнут получать возврат, даже без существенных инвестиционных вложений.

Планируется, что распределительные сетевые компании полностью перейдут на тарифообразование по методу RAB с 2010-2011 гг., однако в 2009 г. в некоторых регионах будут запущены пилотные проекты по переходу на новую модель тарифообразования. Также было установлено, что первый **долгосрочный период регулирования** продлится до 2011 г. При этом доходность в первом долгосрочном периоде регулирования для старого капитала будет снижена, чтобы избежать большого роста тарифов. Далее, после 2012 г. включительно долгосрочный период регулирования будет составлять 5 лет. Тариф перед началом каждого нового периода регулирования будет устанавливаться на 5 лет вперед с разбивкой на каждый год, но будет корректироваться, если прогноз на прошедший год оказался неверен, например, из-за различий между фактической и прогнозируемой инфляцией или уровнем неподконтрольных расходов. Такие несоответствия будут компенсированы за счет роста или снижения тарифа на следующий год.

Однако, ряд параметров устанавливаются в начале долгосрочного периода регулирования и в течение него не меняются. К ним относятся: базовый уровень операционных расходов, индекс эффективности операционных расходов, размер инвестированного капитала, чистый оборотный капитал, норма доходности инвестированного капитала, срок возврата инвестированного капитала, уровень надежности и качества реализуемых товаров (услуг).

Благодаря такой системе долгосрочного регулирования компании получают возможность получать выгоду от экономии от сокращения своих операционных издержек, чего не было при тарифообразовании по методу «затраты плюс». Например, если компания снизила свои издержки больше чем на 1-2,5%, которые предполагались регулятором, то на следующие годы периода регулирования тариф не пересматривается и компания зарабатывает сэкономленные деньги. При этом, даже если компания снизила издержки только в последний год периода регулирования, т.е. перед тем как базовый уровень расходов будет пересмотрен в сторону уменьшения с учетом сэкономленных средств, компания все равно зарабатывает. Дело в том, что в таком случае экономия будет включена в выручку на следующие 5 лет периода регулирования. Получает выгоду от такой системы и потребитель, т.к. первые пять лет выигрыш от снижения расходов получает компания, ведь тариф не пересматривается, а далее все последующие годы вся выгода от достигнутого снижения расходов достается потребителю.

Отметим, что во время первого долгосрочного периода регулирования, при переходе от тарифообразования по методу «затраты плюс» к RAB, для некоторых компаний возможно будет применяться механизм сглаживания тарифов, во избежание резкого их роста. Рост тарифов сетевых компаний при переходе на метод расчета тарифов RAB не должен будет превышать 27%. Сглаживание будет происходить путем перераспределения части выручки в первый год работы компании при RAB тарифообразовании на последующие годы.

Таким образом, в сложившейся ситуации в сетевом хозяйстве России переход при расчете тарифов на методику RAB является наиболее подходящим вариантом регулирования. Как видно из описанного выше, данная модель тарифообразования стимулирует приток инвестиций в отрасль и при этом гарантирует инвесторам, а также кредиторам возврат и рыночную доходность вложенных средств. При этом у компаний появляется стимул снижать свои издержки путем привлечения новых технологий и оптимизации своей деятельности. Причем компании заинтересованы в снижении издержек не только из-за того, что это требует регулятор, и иначе они будут терпеть убытки, но и из-за возможности дополнительно заработать. От новой модели тарифообразования выигрывают и потребители, которые не будут страдать от резкого роста тарифов и одновременно будут чувствовать выгоду от улучшения качества услуг.

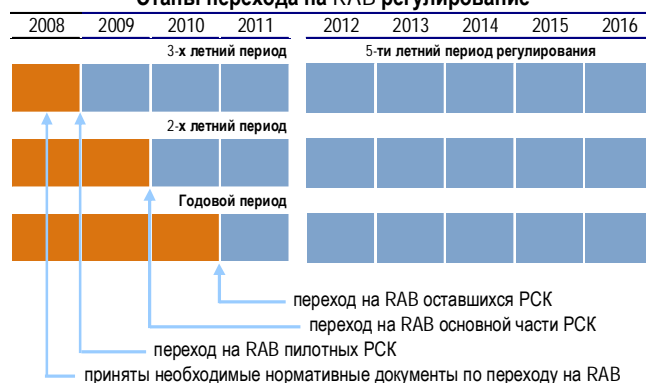
Ключевые параметры двух моделей тарифообразования.

Параметр	Тариф «Затраты плюс»	Тариф RAB
Период установления тарифа (период регулирования)	1 год	5 лет (на первом этапе – 3 года)
Корректировки на объективные отклонения	Нет	Предусматривается 6 видов ежегодных корректировок
Регулирование операционных расходов	Экономически обоснованные расходы	На основе метода сравнения аналогов
Стимул к снижению операционных расходов	Экономия 2 года (при согласовании с РЭК)	Экономия 5 лет остается в Компании
Источники для оплаты инвестиций	Амортизация + прибыль текущего года	Акционерный и заемный капитал, который будет оплачен потребителями
Регулирование стоимости капитала	Проценты по кредитам в фактическом объеме по фактической стоимости	Нормативный метод, фактическая стоимость капитала может отличаться
Регулирование надежности и качества обслуживания потребителей	Нет	Инвестпрограммы и необходимая валовая выручка привязаны к уровням надежности

Источник: ФСК, Оценка: Велес Капитал

На сегодняшний день приняты все нормативные документы и методики, касающиеся перехода на расчет тарифов по методике RAB.

Также были запущены пилотные проекты по переходу на RAB уже с 2009 г. нескольких распределительных сетевых компаний. Среди них: Тверьэнерго, Белгородэнерго, Липецкэнерго (все МРСК Центра), Пермьэнерго, Курганэнерго (МРСК Урала), Астраханьэнерго, Ростовэнерго (МРСК Юга), Тулаэнерго, Рязаньэнерго (МРСК Центра и Приволжья). Остальные регионы предположительно перейдут на RAB в 2010-2011 гг. В это время будет действовать среднесрочный период регулирования (до 3 лет). С 2012 г. предполагается переход к 5-летнему периоду регулирования на новых принципах во всех сетевых компаниях. Таким образом, точку невозврата реформирования тарифообразования в распределительно сетевом бизнесе можно считать пройденной.

Этапы перехода на RAB регулирование


Оценка: Велес Капитал

Хронология реформирования сектора.


Источник: ФСК, Оценка: Велес Капитал

Взаимоотношения между сетевыми организациями

Наряду с реформой тарифообразования в распределительном сетевом бизнесе, изменения претерпел и механизм расчета между сетевыми организациями и потребителями.

Как мы уже писали выше, распределительные сетевые компании транспортируют конечным потребителям электроэнергию, поступающую от электростанций через ЕНЭС. Однако не всегда электроэнергия поступает от распределительных сетей конечным потребителям напрямую. Между ними могут стоять территориальные сетевые организации (ТСО) – владельцы объектов электросетевого хозяйства, для которых деятельность по передаче электроэнергии является основной. Также это могут быть крупные компании, которые не только сами потребляют электроэнергию, доставляемую по распределительным сетям, но и далее по своим сетям транспортируют электроэнергию до других потребителей (субабонентов). Для таких компаний передача электроэнергии является не основной деятельностью. Таким образом, в распределении электроэнергии конечному потребителю может участвовать целая цепочка компаний.

Раньше для каждой такой организации на территории одного региона, будь то РСК или другие компании, участвующие в распределении электроэнергии, регулирующим органом (Региональной энергетической комиссией) устанавливался индивидуальный тариф в зависимости от издержек, протяженности сетей и объема передачи той или иной компании. Таким образом, в одном регионе тариф на передачу электроэнергии одного уровня напряжения для одной и той же категории потребителей мог отличаться в зависимости от того, к какой конкретно компании потребитель был подключен (разница может достигать 20-25%).

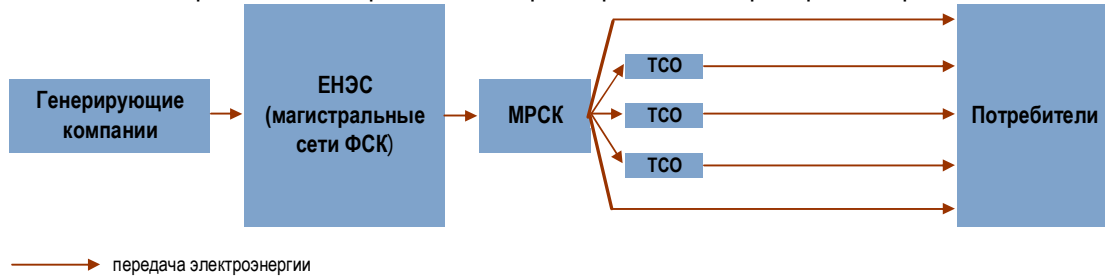
Однако с 2008 г. с целью создания конкурентной среды на розничном рынке электроэнергии и повышения прозрачности тарифообразования для потребителя, была введена новая модель расчета тарифа. Было решено перейти на единый тариф на распределение электроэнергии по сетям одного уровня напряжения для всех потребителей одного региона, независимо к какой сетевой организации он подключен. Такой метод получил название «котловый». Тариф для потребителя по данному методу рассчитывается исходя из суммарных издержек всех организаций региона, задействованных в распределении электроэнергии, деленных на объем всей переданной электроэнергии. При этом расчет потребителей производится с одной сетевой организацией, так называемым «держателем котла». Далее полученная выручка от «компании держателя котла» распределяет среди остальных компаний региона по установленному тарифу взаиморасчета таким образом, что все получают свою необходимую валовую выручку.

Держателем котла может быть сетевая организация, к которой непосредственно подключен потребитель. В этом случае выручка по цепочке распределяется среди вышестоящих компаний и в итоге доходит до РСК. Такая схема носит название «котел снизу». Альтернативная схема, под названием «котел сверху», предполагает, что вся выручка от потребителей, независимо к каким сетям они непосредственно подключены, сначала поступает к РСК, а уже потом распределяется среди нижестоящих компаний. Есть и третья схема, когда со всеми сетевыми организациями расплачивается непосредственно сбытовая компания. В таком случае «котел» находится у сбыта, и сетевые организации не ведут между собой взаиморасчет.

Какой именно из вариантов используется в том или ином регионе, зависит от специфики устройства сетевого хозяйства региона и взаимоотношений между сетевыми организациями в нем. Иногда применяется даже смешанные схемы. Однако наибольшее распространение получила схема, когда вся выручка стекается сначала в РСК, т.е. «котел сверху», т.к. они наиболее экономически устойчивые и стабильные участники взаимоотношений по распределению электроэнергии. Таким образом, МРСК получают преимущество перед нижестоящими организациями, т.к. контролирует все финансовые потоки. В таком случае, например, при возникновении задолженности со стороны потребителей МРСК, как держатели котла, пострадают меньше всего, т.к. в первую очередь будут удовлетворяться их потребности, а уже потом потребности нижестоящих организаций, которые и не дополучат выручку. Также при «котле сверху» у распределительной сетевой компании появляется заинтересованность в улучшении качества передачи электроэнергии через нижестоящие малые сетевые компании, низкая эффективность которых приводит к сверхнормативному уровню потерь в них, что негативно сказывается и на выручке РСК. Рычагом давления на малые сетевые компании при этом будет как раз наличие у РСК контроля над всеми средствами на передачу электроэнергии. Этот рычаг давления также дает возможность для

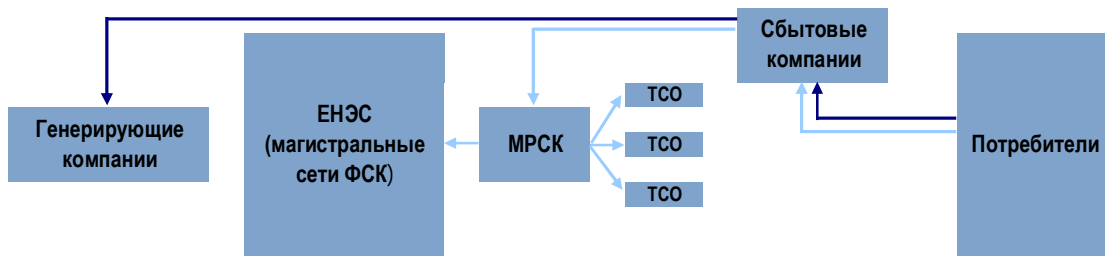
поглощения РСК таких смежных сетевых компаний. С одной стороны, это может привести к монополизации сетевого бизнеса в регионе, но с другой стороны, наличие слишком большого количества маленьких компаний в цепочке от РСК до потребителя не способствует конкуренции, а только ухудшает качество услуг.

Схема физической передачи электроэнергии от генератора к потребителю

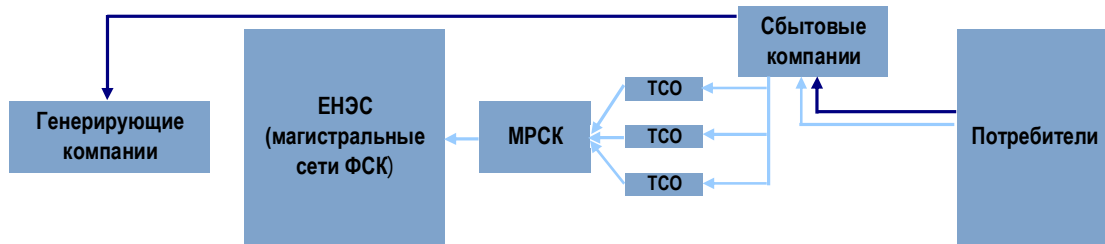


Направление денежных потоков в зависимости от модели расчетов

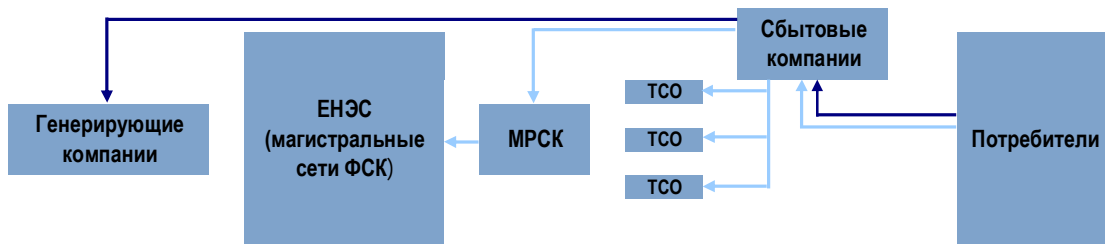
"котел сверху"



"котел снизу"



"котел" - сбытовая компания



→ оплата электроэнергии

→ оплата услуг по передаче по сетям

Оценка: Велес Капитал

Проблема перекрестного субсидирования и «последней мили»

В настоящее время все еще актуальным остается вопрос перекрестного субсидирования как во всей электроэнергетике в целом, так и в распределительных сетях в частности. Заключается данный механизм в том, что промышленность за счет установленного для нее завышенного тарифа субсидирует население. При этом себестоимость транспортировки электроэнергии населению выше, т.к. увеличиваются потери при трансформации напряжения в электросетях в более низкое. Перекрестное субсидирование населения обусловлено, как правило, политическими соображениями, цель которых снизить социальное напряжение. Минусы наличия такого явления для экономики региона заключаются в том, что из-за повышенной нагрузки на промышленность замедляется ее развитие, а субсидии для населения не всегда распределяются справедливо. В то же время для энергетиков непрозрачность этого процесса может дезориентировать инвесторов и дать неверные долгосрочные ориентиры для развития бизнеса.

В сетях этот механизм может быть реализован несколькими методами. В частности, за счет завышения тарифов на сетях высокого напряжения, к которым подключены в основном промышленные потребители, и занижения тарифов на низком напряжении, где подключены в основном бытовые потребители. Ликвидация такого механизма не несет серьезных рисков потерь в выручке для сетевых компаний.

Также существует механизм, когда население субсидируется за счет более низких для него тарифов на оптовом рынке. В этом случае страдает сбытовая компания, которая не дополучает выручку. Компенсировать убытки сбыту, в свою очередь, приходится за счет сетевых компаний. Дело в том, что сетевые компании возмещают свои потери электроэнергии за счет покупки её у сбытов по особому тарифу, и сбыт может его завышать, в случае наличия перекрестного субсидирования. Отмена такого механизма будет только на руку сетевым компаниям.

Сложнее дело обстоит с так называемой проблемой «последней мили». «Последней милей» в данном контексте называют участок линии электропередач (ЛЭП), идущий от ЕНЭС до промышленного потребителя. Дело в том, что к высоковольтным сетям ЕНЭС, которые обслуживает ФСК напрямую, могут быть подключены не только распределительные сетевые компании, но и наиболее крупные промышленные предприятия. Суть проблемы заключается в том, что тариф транспортировки на участке «последней мили» должен быть значительно ниже, чем у распределительных сетей, т.к. напряжение на нем выше (220 кВ и более) и, следовательно, меньше потери. Однако зачастую распределительные сетевые компании арендуют у ФСК часть ЛЭП «последней мили». Таким образом, промышленный потребитель, подключенный к данной ЛЭП, переходит под обслуживание МРСК, у которой для него более высокий тариф. В итоге увеличивается общий отпуск электроэнергии у МРСК и доля промышленного потребления в нем, что позволяет сгладить рост тарифа для населения.

Крупные промышленные потребители против такого положения дел, т.к. не хотят оплачивать издержки всей МРСК, тогда как они подключены напрямую к ЕНЭС, что логично. Здесь и кроется главный риск для МРСК. Если потребители «последней мили» уйдут от распределительных сетевых компаний, то это приведет либо к потере около 13% суммарной выручки всех МРСК, либо к росту тарифов для населения на 30-40%. Исходя из этого, было решено оставить право МРСК заключать договора об аренде «последней мили» пока не будет полностью ликвидировано перекрестное субсидирование. Законодательно установлено, что договоры «последней мили» просуществуют вплоть до 2011 г. Таким образом, если «последняя миля» будет отменена до ликвидации перекрестного субсидирования, это негативно скажется на финансовом положении МРСК, особенно тех компаний, доля «последней мили» в отпуске которых наиболее высока.

Описание модели.

В данном обзоре мы оценили 8 МРСК, используя метод дисконтирования денежных потоков. Т.к. у МРСК пока еще нет опубликованных полноценных консолидированных финансовых отчетностей ни за 2007 г., ни за 2008 г., то за основу мы взяли финансовые отчеты РСК по РСБУ на конец 2007 г. и просуммировали их согласно конфигурации той или иной МРСК. Также мы частично использовали финансовые отчеты уже консолидированных МРСК за 1-ое полугодие 2008 г. и 9 мес. 2008 г. Далее мы сами прогнозировали финансовые показатели компаний с 2008 г. по 2016 г.

- **Производственные показатели.** Динамику отпуска электроэнергии в распределительную сеть мы прогнозировали, исходя из заложенного нами роста на 2% ежегодно, за исключением 2009 г., за который, по нашим прогнозам, рост потребления будет равен 0%. Где была возможность, мы корректировали данную динамику, исходя из среднесрочных бизнес-планов компаний.
- **Выручка от распределения электроэнергии.** В 2008-2009 гг. для большинства компаний еще будет действовать тарифное регулирование по методу «затраты плюс». Поэтому мы прогнозировали рост тарифов в соответствии с ростом себестоимости передачи единицы электроэнергии и далее рассчитывали выручку. Далее, с 2010 г. мы рассчитывали необходимую валовую выручку по методу RAB, которая состоит, как мы уже писали выше, из суммы трех частей:
 - Выручка, покрывающая операционные издержки. Ее, часть, которая соответствует подконтрольным расходам, мы прогнозировали, взяв уровень данных расходов за год предшествующий вводу RAB, и далее индексировали полученную сумму на инфляцию, а также уменьшали на 1% ежегодно (регуляторный темп снижения расходов). Часть выручки, соответствующую неподконтрольным расходам, мы каждый год прогнозирования брали равной фактической сумме данных расходов в этот год.
 - Возврат на инвестированный капитал. Возврат будет начисляться линейным способом. Срок возврата на старый капитал – 35 лет, на новый – 20 лет.
 - Доход на инвестированный капитал. Ставка доходности на вложенный капитал в переходный период установлена регулятором для старого капитала на уровне 6%, 9%, 12% до налогов на 2009 г., 2010 г. и 2011 г. соответственно. Для нового капитала ставка изначально будет установлена на уровне 12%. Со второго периода регулирования ставка доходности для нового и старого капитала будет устанавливаться по единой ставке.

Ставка доходности, установленная регулятором рассчитывается по формуле (в скобках параметры, установленные для первого периода регулирования для нового капитала):

$$WACC (12\%) = WD (30\%) * CD (8\%) + WS (70\%) * CE (14\%), \text{ где:}$$

WD – доля заемного капитала;

CD – стоимость заемного капитала;

WS – доля собственного капитала;

CE – стоимость собственного капитала, рассчитываемая по формуле:

$$CE = RF (6\%) + ERP (8\%), \text{ где:}$$

RF – безрисковая ставка (доходность долгосрочных государственных облигаций РФ);

ERP – премия за риск инвестирования в акционерный капитал.

Отметим, что предполагается, что внутри периода регулирования при отклонении фактической доходности государственных облигаций от 6%, учтенных в возврате капитала, RAB ежегодно корректируется на разницу между фактической и установленной доходностью.

Пока еще не ясно, останется ли текущая номинальная ставка доходности во втором периоде регулирования, поэтому мы в своих моделях предположили, что ставка будет скорректирована, исходя из текущей макроэкономической ситуации.

Самым важным моментом в расчете возврата и дохода на инвестированный капитал, является определение непосредственно самого размера инвестированного капитала. Пока что он установлен регулятором только для нескольких плотных РСК. Поэтому в своих моделях для каждой МРСК мы установили размер инвестированного капитала равный прогнозам данного показателя менеджментом ФСК, который был дан на начало 2009 г. Далее, для расчета дохода на капитал, к данной цифре мы ежегодно прибавляем инвестиции (без учета инвестиций, осуществленных за счет платы за присоединение) и вычитаем возврат капитала. Напомним, что доход будет также начисляться на чистый оборотный капитал, величина которого устанавливается органами регулирования и не может составлять менее 4% и более 8% от необходимой валовой выручки.

- **Выручка от платы за присоединение.** Данный показатель сложно прогнозировать, поэтому мы воспользовались прогнозами самих, в том числе с учетом последних данных по сокращению сборов средств за присоединение в 2008 г. и по сокращению заявок на присоединение на 2009 г. в связи со спадом потребления электроэнергии. Также мы ожидаем, что в 2011 г. плата за присоединение в большинстве регионов будет отменена.
- **Себестоимость.** Наиболее крупными статьями себестоимости у МРСК являются:

- Покупная энергия на компенсацию потерь. Доля данной статьи в среднем по МРСК составляет около 24% себестоимости. Потери бывают двух видов: технические потери электроэнергии, обусловленные физическими процессами передачи, и коммерческие потери, связанные с неоплатой потребителем электрической энергии, ее хищением, а также неправильным учетом переданной энергии. Очевидно, что компании, прежде всего, должны быть заинтересованы в снижении последнего вида потерь. Однако в наших моделях долю потерь в общем объеме распределения мы консервативно оставили на текущем уровне или корректировали, исходя из собственных прогнозов компаний, когда была такая возможность. Потерянную электроэнергию сетевая компания компенсирует потребителю путем ее покупки у бытовой компании.

Данная статья относится к переменным затратам компаний. Таким образом, стоимость компенсации потерь мы прогнозируем в привязке к изменению объема передачи, а также индексируем на инфляцию.

- Плата ФСК и РСК. Доля данной статьи в среднем по МРСК составляет около 26% себестоимости. Данные расходы являются оплатой МРСК передачи электроэнергии от генерирующих компаний до своих сетей по магистральным сетям ФСК, а также по сетям смежных МРСК. Таким образом, данная статья также зависит от объема распределения МРСК, и мы также прогнозируем ее в привязке к изменению объема передачи, а также индексируем на инфляцию.

- Заработная плата. Доля данной статьи в среднем по МРСК составляет около 17% себестоимости. Данная статья относится к постоянным и контролируемым затратам. Мы не думаем, что количество персонала компаний значительно поменяется относительно изменения уровня распределения и от реализации инвестпрограмм. Поэтому данную статью мы прогнозируем в соответствии с ростом инфляции.

Также мы учли, что с введением RAB регулирования компании будут заинтересованы в снижении своих подконтрольных издержек (в том числе заработной платы) на требуемую регулятором величину. В своих моделях мы установили ежегодное снижение подконтрольных издержек на 1%.

- **Капитальные затраты.** В нашей модели заложено, что основные инвестиционные вложения в модернизацию старых и строительство новых мощностей МРСК будут производиться в период 2008-2012 гг. Соответствующие данные мы брали из инвестпрограмм компаний. Далее мы прогнозируем, что капзатраты компаний будут соответствовать уровню, достаточному для поддержания мощностей в надлежащем состоянии. Отметим, что в настоящее время из-за сокращения потребления электроэнергии, а также из-за серьезного сокращения поступлений от взимания платы за присоединение в связи с негативной финансовой ситуации в стране инвестиционные потребности компаний на ближайший год-полтора будут пересмотрены в сторону понижения или перенесены на более поздний срок. Скорректированные инвестпрограммы пока находятся в стадии обсуждения и не опубликованы, поэтому в наших моделях мы используем собственные расчеты и некоторые цифры уже заявленные компаниями в СМИ. При худшем сценарии, до 30% инвестиционной программы по МРСК в целом придется перенести на 2010 г.



- **Макроэкономическая ситуация.** Мы учли основные последние макроэкономические изменения в моделях компаний. В частности, инфляция по итогам 2008 г. составила 13%, курс доллара США на конец года – 35 руб. за долл. Также мы учли значительное повышение премий за инвестирование в долг компаний, что связано с ростом процентных ставок и снижением денежной ликвидности на кредитных рынках. Отметим, что в связи со стремительно меняющейся ситуацией и кардинальным отличием фактических данных от прогнозов правительства, вероятны дополнительные корректировки макроэкономических допущений.

Инвестиционное заключение

С вводом новой модели регулирования на основе доходности на инвестированный капитал распределительный сетевой сектор станет наиболее прозрачным, прогнозируемым, стабильным и, следовательно, инвестиционно привлекательным в электроэнергетике. За 2008 г. были успешно проведены наиболее значимые преобразования в секторе, такие как консолидация РСК в МРСК, выделение МРСК из РАО ЕЭС и вывод их акций на торговые площадки. Принята нормативная база нового тарифного регулирования и стартовали пилотные проекты с применением нового тарифообразования. Однако риски на переходном этапе к новой модели регулирования еще остаются, при этом наступивший на финансовых рынках кризис добавил дополнительных рисков в сектор.

Среди сохранившихся специфических отраслевых рисков можно назвать наличие перекрестного субсидирования и описанная нами выше проблема «последней мили».

Также слабым местом бизнеса является наличие механизма платы за присоединение, из-за непредсказуемости объема подключений и непрозрачности тарифообразования. Данная проблема была наглядно продемонстрирована с наступлением финансового кризиса, когда многие предприятия, особенно в сфере строительства, посчитали нужным пока что заморозить свои проекты по развитию бизнеса. В итоге за 2008-2009 гг. некоторые МРСК существенно недополучают часть запланированной выручки, что может негативно сказаться на их денежных потоках. Особенно, если на планируемые строительства уже были привлечены заемные средства.

Также есть неопределенность со сроками отмены платы за присоединение. Предполагается, плата за присоединение будет отменена в 2011 г. для всех МРСК, кроме Ленэнерго и МОЭСК, для которых этот срок продлен еще на 2 года. Отметим также, что для компаний, у которых доля платы за присоединение наиболее велика, это негативно скажется при переходе на RAB тарифообразование, т.к. привлеченные таким образом инвестиции не будут учитываться в базе капитала.

Также наступивший кризис не может не вызвать опасения в том, что переход на RAB хоть и начался, но сам переходный период может затянуться. В любом случае в более выигрышном положении окажутся те МРСК, чьи РСК были включены в пилотные проекты по переходу на RAB.

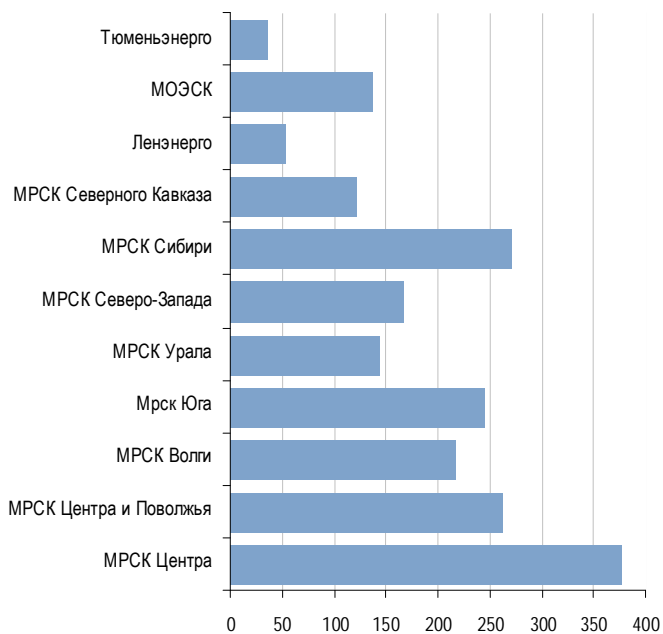
Нельзя не отметить то, что МРСК нуждаются в масштабных инвестициях, для привлечения которых и вводится новая модель тарифообразования. При этом предполагается, что значительная часть средств на инвестпроекты будет привлечена за счет займов, а часть – за счет акционерного капитала. Тут возникает две проблемы: во-первых, привлечение заемных средств в текущей рыночной ситуации является довольно сложной задачей, и не только для МРСК; во-вторых, текущие, сильно возросшие ставки по кредитам не учтены в уже утвержденной ставке возврата капитала. Это может отпугнуть инвесторов в среднесрочной перспективе, т.к. они не получают доход на вложенный капитал, и установленная ставка доходности перестанет их удовлетворять. При этом пока не установлено четкого механизма корректировки ставки в зависимости с изменением макроэкономической ситуации, а также позиции ФСТ по этому вопросу. Возможно, при неблагоприятной экономической ситуации государство просто будет не заинтересовано в повышении ставки и, соответственно, тарифа.

Однако, с другой стороны, не стоит забывать, что новый механизм тарифообразования должен значительно увеличить прозрачность операционных потоков компаний и обеспечить гарантированную доходность. Это, в свою очередь, должно снизить риски МРСК с точки зрения кредиторов, что со временем облегчит сетевым компаниям доступ к заемному капиталу и снизит ставки для них.

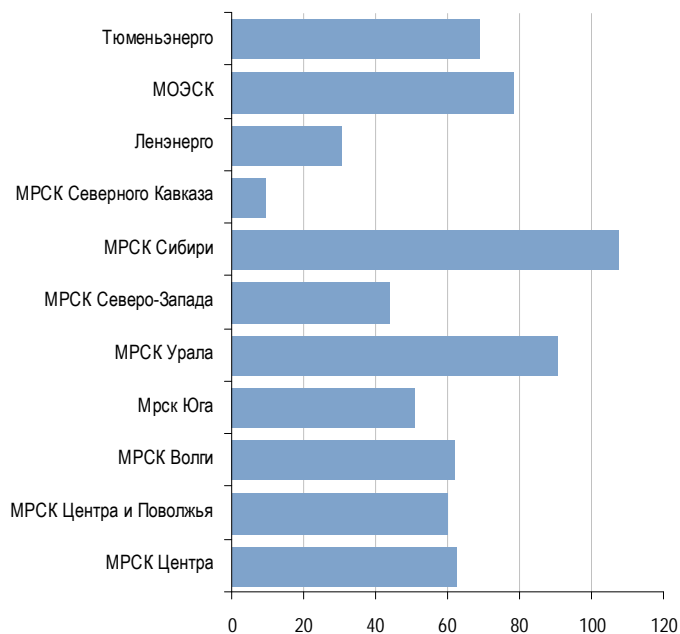
Вышеописанные риски, по нашему мнению, на данный момент являются определяющими при выборе объекта инвестирования среди МРСК.

Общий взгляд на МРСК

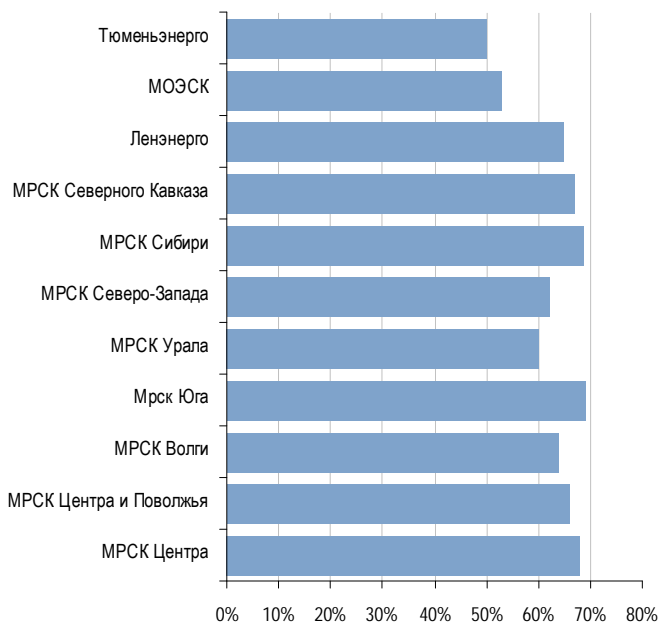
Протяженность сетей электропередач, тыс. км



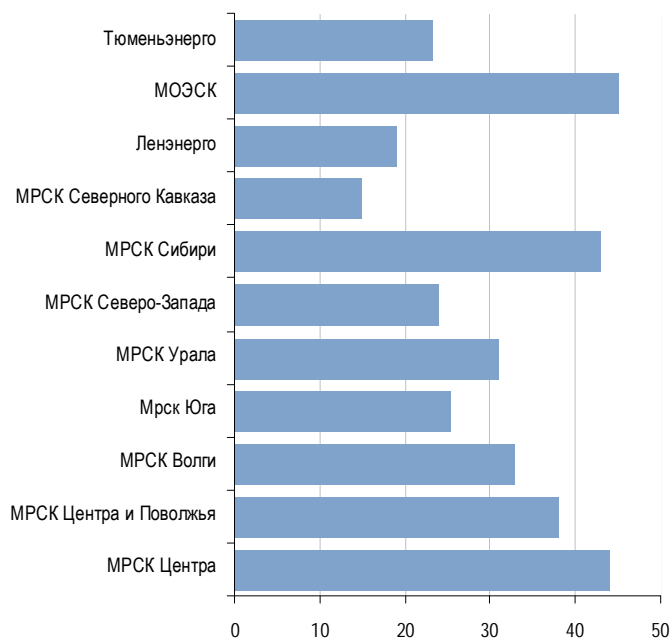
Отпуск электроэнергии в сеть, тыс. ГВтч



Износ активов



Трансформаторная мощность, тыс. МВА



МРСК Центра

Рекомендация: ПОКУПАТЬ

Основные моменты

Территория обслуживания МРСК Центра

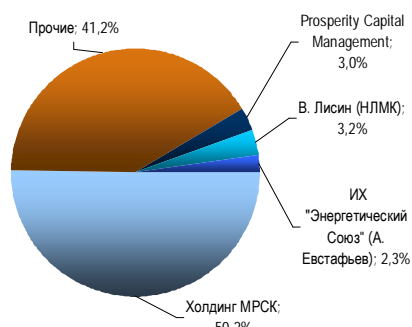


Информация об эмитенте	
Код РТС	MRKC
Цена об. акции, долл.	0,0123
Мин./макс. цена об. акции за год, долл.	0,006 / 0,0523
Справедливая цена обыкн. акции, долл.	0,0163
Потенциал роста об. акции, %	32,35
Количество об. акций, млн шт.	42 218
Рыночная капитализация, млн долл.	519
EV, млн долл.	829

Финансовые показатели	2008 (П)	2009 (П)	2010 (П)
Выручка, млн долл.	1 744,9	1 421,0	1 643,4
ЕБИТДА, млн долл.	400,1	354,2	518,7
Чистая прибыль, млн долл.	183,2	174,3	288,2
Норма ЕБИТДА, %	22,9	24,9	31,6
Норма чистой прибыли, %	10,5	12,3	17,5
НОПАТ, млн долл.	199,1	200,7	331,2
ROIC, %	10,9	9,8	14,2
ROE, %	11,5	9,9	14,9

Мультипликаторы	2008 (П)	2009 (П)	2010 (П)
P/E	2,8	3,0	1,8
P/S	0,3	0,4	0,3
$EV/EBITDA$	2,1	2,3	1,6
P/BV	0,3	0,3	0,2
$ROIC/WACC$	0,7	0,6	0,9

Структура акционерного капитала МРСК Центра



Источник: данные компании; Оценка: Велес Капитал

Основные производственные показатели МРСК Центра за 2007 г.

Наименование РСК	Протяженность воздушных линий, км					Отпуск электроэнергии в сеть, ГВтч	Потери, %	Характеристика регионов			
	110 кВ и выше	35 кВ	6-20 кВ	0,4 кВ	Итого			население, тыс. чел	площадь, кв. км	рост индекса пром. пр-ва в 2008 г., %	рост строительства в 2008 г., %
Белгородэнерго	2 319	2 640	17 535	15 536	38 030	11 001	7,0	1 519	27 100	10,5	16,0
Брянскэнерго	2 396	1 940	11 417	10 537	26 290	4 067	5,1	1 308	34 900	9,7	13,6
Воронежэнерго	4 569	4 158	20 363	22 933	52 023	8 195	10,1	2 280	52 200	3,7	8,5
Костромаэнерго	2 301	2 720	10 879	8 821	24 721	3 018	15,3	697	60 200	1,2	-21,9
Курскэнерго	2 609	3 149	15 040	13 822	34 620	5 744	9,2	1 184	29 800	-4,7	11,4
Липецкэнерго	2 370	2 585	11 774	10 471	27 200	7 600	8,4	1 174	24 100	-2,0	0,0
Орелэнерго	1 638	1 864	12 884	11 698	28 084	2 478	12,9	834	24 700	-4,5	-2,5
Смоленскэнерго	3 290	4 238	19 009	13 679	40 216	3 972	17,7	983	49 800	-0,8	22,1
Тамбовэнерго	2 492	3 265	11 719	11 587	29 063	3 260	7,5	1 130	34 462	1,0	15,2
Тверьэнерго	3 828	4 496	25 416	17 052	50 792	5 402	15,1	1 380	84 100	1,6	39,4
Ярэнерго	1 899	2 410	11 995	10 137	26 441	7 590	5,6	1 315	36 400	-2,7	0,1
Итого по МРСК	29 711	33 465	168 031	146 273	377 480	62 327	9,5	13 805	457 762	1,2	11,0

Источник: данные компании; Оценка: Велес Капитал

Финансовая модель МРСК Центра

Структура выручки

	2008 (П)	2009 (П)	2010 (П)	2011 (П)	2012 (П)	2013 (П)	2014 (П)	2015 (П)	2016 (П)
Общая протяженность сетей, км									
Отпуск э/э в сеть, ГВтч	63 530	63 530	64 801	66 097	67 419	68 767	70 142	71 545	72 976
Потери э/э, %	9,64	9,55	9,45	9,36	9,27	9,18	9,09	9,00	9,00
Полезный отпуск э/э, ГВтч	57 408	57 466	58 674	59 907	61 167	62 453	63 766	65 106	66 408
Тариф, долл./МВтч	26	11	24	25	29	30	30	31	32
Размер инвестированного капитала, млн долл.	-	2 680	2 410	2 590	2 740	2 774	2 791	2 788	2 762
Выручка, млн долл.:									
от передачи э/э:									
при тарифообразовании по методу "затраты +"	1 623	674	-	-	-	-	-	-	-
при тарифообразовании по методу RAB	-	647	1 552	1 670	1 936	2 039	2 135	2 224	2 305
операционные расходы	-	460	1 125	1 162	1 249	1 335	1 417	1 495	1 570
возврат инвестированного капитала	-	111	207	212	230	243	254	266	276
доход на инвестированный капитал	-	76	219	296	456	461	464	463	459
от услуг по присоединению	109	91	83	75	-	-	-	-	-
прочая выручка	13	8	8	9	9	10	10	11	11
Итого выручка	1 745	1 421	1 643	1 753	1 945	2 049	2 146	2 235	2 316
рост, %		-18,6	15,7	6,7	10,9	5,3	4,7	4,1	3,7

Источник: данные компании; Оценка: Велес Капитал

Структура себестоимости

	2008 (П)	2009 (П)	2010 (П)	2011 (П)	2012 (П)	2013 (П)	2014 (П)	2015 (П)	2016 (П)
Себестоимость, млн долл.:									
покупная э/э на компенсацию потерь	239	190	202	210	226	243	259	274	291
услуги ФСК и РСК	513	412	441	462	504	546	588	629	668
затраты на оплату труда	253	194	202	205	217	228	239	248	255
амортизация	138	97	99	115	126	133	139	145	150
прочие затраты	340	270	280	285	302	317	332	344	355
Итого себестоимость	1 483	1 164	1 224	1 276	1 375	1 468	1 556	1 639	1 719
рост, %		37,5	-21,5	5,2	4,3	7,7	6,7	6,0	5,4

Источник: данные компании; Оценка: Велес Капитал

Отчет о прибылях и убытках, млн долл.

	2008 (П)	2009 (П)	2010 (П)	2011 (П)	2012 (П)	2013 (П)	2014 (П)	2015 (П)	2016 (П)
Выручка	1 745	1 421	1 643	1 753	1 945	2 049	2 146	2 235	2 316
Себестоимость	(1 483)	(1 164)	(1 224)	(1 276)	(1 375)	(1 468)	(1 556)	(1 639)	(1 719)
Прочие операц. доходы (расходы)	-	-	-	-	-	-	-	-	-
ЕБИТДА	400	354	519	592	696	714	729	740	747
Амортизация	(138)	(97)	(99)	(115)	(126)	(133)	(139)	(145)	(150)
Операционная прибыль (ЕБИТ)	262	257	419	477	570	581	590	595	597
Финансовые доходы (расходы)	(21)	(34)	(57)	(73)	(84)	(53)	(16)	21	61
Прибыль до налогообложения (ЕБТ)	241	223	363	404	486	528	573	616	658
Налог на прибыль	(58)	(49)	(76)	(83)	(98)	(106)	(115)	(123)	(132)
Чистая прибыль (ЕАТ)	183	174	286	321	387	422	458	493	526
Прибыль на акцию (EPS), долл.	0,011	0,004	0,007	0,008	0,009	0,010	0,011	0,012	0,012

Источник: данные компании; Оценка: Велес Капитал

Баланс, млн долл.

	2008 (П)	2009 (П)	2010 (П)	2011 (П)	2012 (П)	2013 (П)	2014 (П)	2015 (П)	2016 (П)
Оборотные активы	429	386	416	430	454	467	652	1 023	1 445
Денежные средства и их эквиваленты	17	14	16	17	19	20	195	556	970
Дебиторская задолженность	301	271	292	301	317	326	333	340	346
Товаро-материальные запасы	109	98	105	109	115	118	120	123	125
Прочие оборотные активы	3	3	3	3	3	3	3	3	3
Внеоборотные активы	1 983	2 277	2 649	3 031	3 210	3 371	3 518	3 647	3 758
Основные средства	1 958	2 255	2 625	3 007	3 184	3 344	3 490	3 619	3 729
Прочие внеоборотные активы	25	22	24	25	26	27	27	28	29
Итого активы	2 412	2 663	3 065	3 462	3 664	3 838	4 170	4 670	5 203
Краткосрочные обязательства	251	227	244	252	265	272	279	284	289
Краткосрочные займы и кредиты	0	0	0	0	0	0	0	0	0
Безпроцентные обязательства	251	227	244	252	265	272	279	284	289
Долгосрочные обязательства	398	499	597	665	466	211	79	80	82
Долгосрочные займы и кредиты	327	435	528	593	391	134	0	0	0
Безпроцентные обязательства	71	64	69	71	75	77	79	80	82
Акционерный капитал	1 763	1 938	2 224	2 545	2 933	3 354	3 812	4 305	4 832
Уставный капитал	180	180	180	180	180	180	180	180	180
Добавочный капитал	1 418	1 418	1 418	1 418	1 418	1 418	1 418	1 418	1 418
Резервный капитал	0	0	0	0	0	0	0	0	0
Нераспределенная прибыль	165	339	626	947	1 334	1 756	2 214	2 707	3 233
Всего обязательств и капитала	2 412	2 663	3 065	3 462	3 664	3 838	4 170	4 670	5 203

Источник: данные компании; Оценка: Велес Капитал

Финансовый анализ

	2008 (П)	2009 (П)	2010 (П)	2011 (П)	2012 (П)	2013 (П)	2014 (П)	2015 (П)	2016 (П)
Показатели рентабельности:									
ROIC, %	10,9	9,8	14,2	14,0	14,7	14,2	13,7	13,3	12,8
ROE, %	11,5	9,9	14,8	14,4	15,2	14,4	13,7	12,9	12,2
ROA, %	8,8	7,2	10,8	10,5	11,2	11,5	11,9	11,8	11,3
Норма EBITDA, %	22,9	24,9	31,6	33,7	35,8	34,9	34,0	33,1	32,2
Норма EBIT, %	15,0	18,1	25,5	27,2	29,3	28,4	27,5	26,6	25,8
Норма EAT, %	10,5	12,3	17,4	18,3	19,9	20,6	21,4	22,1	22,7
Мультипликаторы:									
P/E	2,8	3,0	1,8	1,6	1,3	1,2	1,1	1,1	1,0
EV/S	0,5	0,6	0,5	0,5	0,4	0,4	0,4	0,4	0,4
$EV/EBITDA$	2,1	2,3	1,6	1,4	1,2	1,2	1,1	1,1	1,1
P/BV	0,3	0,3	0,2	0,2	0,2	0,2	0,1	0,1	0,1
$ROIC/WACC$	0,7	0,6	0,8	0,8	0,9	0,8	0,8	0,7	0,7
Показатели долговой нагрузки:									
Долг / EBITDA	0,82	1,23	1,02	1,00	0,56	0,19	-	-	-
Краткосрочный долг / чистая прибыль	-	-	-	-	-	0,00	-	-	-
Долг / выручка	0,19	0,31	0,32	0,34	0,20	0,07	-	-	-
Долг / активы	0,14	0,16	0,17	0,17	0,11	0,04	-	-	-
Краткоср. долг / активы	-	-	-	-	-	0,00	-	-	-
EBITDA / проценты к уплате	18,61	10,12	8,96	7,94	8,11	12,96	39,16	-	-
Показатели создания стоимости:									
Спрэд экономической прибыли (ROIC-WACC), %	-4,5	-8,0	-2,6	-2,8	-2,5	-3,5	-4,3	-4,7	4,8
Инвестированный капитал (IC)	2 048	2 336	2 712	3 097	3 279	3 442	3 590	3 721	3 833
Экономическая прибыль (EVA)	(82)	(163)	(61)	(77)	(76)	(116)	(147)	(169)	180
Спрэд SVA (ROE-ks), %	-4,9	-9,1	-3,2	-3,5	-2,8	-3,6	-4,3	-5,0	-5,7
Акционерный инвестир. капитал (E)	1 722	1 902	2 184	2 503	2 888	3 308	3 590	3 721	3 833
Акционерная эк. прибыль (SVA)	(76)	(156)	(61)	(77)	(69)	(104)	(143)	(181)	(214)

Источник: данные компании; Оценка: Велес Капитал

Оценка стоимости МРСК Центра

Расчет свободных денежных потоков, млн долл.

	2008 (П)	2009 (П)	2010 (П)	2011 (П)	2012 (П)	2013 (П)	2014 (П)	2015 (П)	2016 (П)
ЕВИТ	262	257	419	477	570	581	590	595	597
Налог на прибыль	(63)	(57)	(88)	(98)	(115)	(117)	(118)	(119)	(120)
НОРАТ	199	201	331	379	454	464	471	476	478
Амортизация	(138)	(97)	(99)	(115)	(126)	(133)	(139)	(145)	(150)
Валовый денежный поток	337	298	431	494	580	597	611	621	627
Сарех	(287)	(435)	(466)	(481)	(292)	(287)	(279)	(268)	(255)
Изменение чистого оборотного капитала	(25)	9	(6)	(3)	(5)	(3)	(2)	(2)	(2)
Валовые инвестиции	(313)	(426)	(473)	(484)	(297)	(289)	(281)	(270)	(257)
Своб. ден. поток фирмы (FCFF)	24	(128)	(42)	10	284	308	329	351	371
Дисконтированный денежный поток фирмы		(109)	(31)	6	151	136	122	110	99

Источник: данные компании; Оценка: Велес Капитал

Расчет средневзвешенной стоимости капитала (WACC)

	2008 (П)	2009 (П)	2010 (П)	2011 (П)	2012 (П)	2013 (П)	2014 (П)	2015 (П)	2016 (П)
Безрисковая доходность (для РФ) k_{rf}, %	7,39	9,92	9,92	9,92	9,92	9,92	9,92	9,92	9,92
Ср. доходность развитых рынков за 5 лет, %	3,87	2,26	2,26	2,26	2,26	2,26	2,26	2,26	2,26
Текущий спрэд дефолта РФ, %	3,52	7,66	7,66	7,66	7,66	7,66	7,66	7,66	7,66
Требуемая доходность акционеров k_s, %	16,33	17,92	16,92	16,92	16,92	16,92	16,92	16,92	16,92
акционерная премия, %	6,00	6,00	5,00	5,00	5,00	5,00	5,00	5,00	5,00
β коэффициент	1	1	1	1	1	1	1	1	1
премия за качество корпоративного управления, %	1,94	1,00	1,00	1,00	1,00	1,00	1,00	1,00	1,00
Требуемая доходность кредиторов k_d, %	13,33	14,9	13,87	13,76	12,66	12,58	10,92	10,92	10,92
премия за кредитный риск, %	5,94	4,93	3,95	3,84	2,74	2,66	1,00	1,00	1,00
Структура капитала:									
Доля источника "собственный капитал", %	84,36	81,67	80,88	81,20	87,93	95,38	100,00	100,00	100,00
Доля источника "заемный капитал", %	15,64	18,33	19,12	18,80	12,07	4,62	0,00	0,00	0,00
WACC	15,36	16,76	15,78	15,79	16,10	16,60	16,92	16,92	16,92

Источник: данные компании; Оценка: Велес Капитал

Оценка справедливой стоимости акций МРСК Центра методом DCF

Ставка роста в постпрогнозный период, %	3,0
Сумма денежного потока, млн долл.	475
Продленная стоимость, млн долл.	2 584
Дисконтированная продленная стоимость, млн долл.	633
Стоимость компании, млн долл.	1 108
Стоимость долга, млн долл.	421
Стоимость акционерного капитала, млн долл.	687
Количество обыкновенных акций на конец 2008 г., млн	42 218
Фундаментальная стоимость 1-ой акции, долл.	0,0163
Недооценка (переоценка) обыкновенных акций, %	32,35

Источник: данные компании; Оценка: Велес Капитал

МРСК Центра и Приволжья

Рекомендация: ПОКУПАТЬ

Основные моменты

Территория обслуживания МРСК Центра и Приволжья

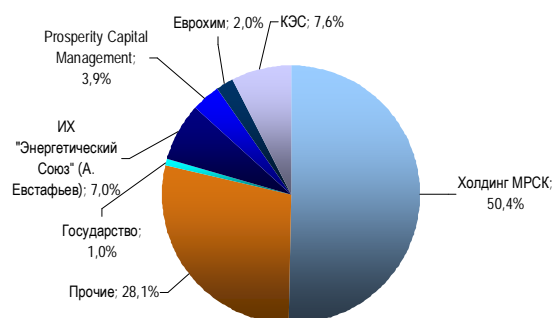


Информация об эмитенте	
Код РТС	MRKP
Цена об. акции, долл.	0,0032
Мин./макс. цена об. акции за год, долл.	0,0021 / 0,0153
Справедливая цена обыкн. акции, долл.	0,0063
Потенциал роста об. акции, %	96,76
Количество об. акций, млн шт.	112 698
Рыночная капитализация, млн долл.	361
EV, млн долл.	489

Финансовые показатели	2008 (П)	2009 (П)	2010 (П)
Выручка, млн долл.	1 515,8	1 221,0	1 412,3
ЕБИТДА, млн долл.	244,0	210,9	356,1
Чистая прибыль, млн долл.	90,2	71,6	186,2
Норма ЕБИТДА, %	16,1	17,3	25,2
Норма чистой прибыли, %	6,0	5,9	13,2
НОПАТ, млн долл.	96,7	92,0	205,0
ROIC, %	7,6	4,9	10,7
ROE, %	7,5	4,2	10,4

Мультипликаторы	2008 (П)	2009 (П)	2010 (П)
P/E	4,0	5,0	1,9
P/S	0,2	0,3	0,3
$EV/EBITDA$	2,0	2,3	1,4
P/BV	0,2	0,2	0,2
$ROIC/WACC$	0,5	0,3	0,7

Структура акционерного капитала МРСК Центра и Приволжья



Источник: данные компании; Оценка: Велес Капитал

Основные производственные показатели МРСК Центра и Приволжья за 2007 г.

Наименование РСК	Протяженность воздушных линий, км					Отпуск электроэнергии в сеть, ГВтч	Потери, %	Характеристика регионов			
	110 кВ и выше	35 кВ	6-20 кВ	0,4 кВ	Итого			население, тыс. чел	площадь, кв. км	рост индекса пром. пр-ва в 2008 г., %	рост строительства в 2008 г., %
Владимирэнерго	2 156	1 699	9 628	8 041	21 524	6 430	10,5	1 543	29 000	2,6	2,0
Ивэнерго	1 865	1 659	6 520	5 906	15 950	3 816	4,4	1 088	21 400	-4,3	2,0
Калугазэнерго	2 315	2 306	12 676	9 732	27 029	4 001	16,4	1 041	29 500	32,4	25,1
Кировэнерго	4 086	3 137	19 425	12 222	38 870	6 067	7,4	1 427	120 400	1,1	1,3
Маризэнерго	1 544	1 024	5 782	4 078	12 428	2 755	11,0	707	23 400	9,9	2,5
Нижевэнерго	5 307	2 964	24 847	25 838	58 956	18 087	10,8	3 524	74 800	-6,9	57,5
Рязаньэнерго	2 982	1 708	15 209	11 973	31 872	4 538	6,8	1 228	39 600	-1,0	-16,4
Тулэнерго	2 864	2 125	14 188	12 624	31 801	6 757	11,8	1 676	25 700	5,0	0,5
Удмуртэнерго	2 638	2 312	12 057	7 972	24 979	7 590	5,6	1 624	42 100	-0,8	-3,5
Итого по МРСК	25 757	18 934	120 332	98 386	263 409	60 042	9,6	13 857	405 900	4,2	26,0

Источник: данные компании; Оценка: Велес Капитал

Финансовая модель МРСК Центра и Приволжья

Структура выручки

	2008 (П)	2009 (П)	2010 (П)	2011 (П)	2012 (П)	2013 (П)	2014 (П)	2015 (П)	2016 (П)
Общая протяженность сетей, км									
Отпуск э/э в сеть, ГВтч	60 800	62 100	63 800	64 400	65 688	67 002	68 342	69 709	71 103
Потери э/э, %	9,21	9,02	8,62	6,83	6,83	6,83	6,83	6,83	6,83
Полезный отпуск э/э, ГВтч	55 200	56 500	58 300	60 000	61 200	62 424	63 672	64 946	66 245
Тариф, долл./МВтч	24	14	21	21	23	24	25	26	27
Размер инвестированного капитала, млн долл.	-	1 969	1 639	1 644	1 640	1 700	1 748	1 784	1 805
Выручка, млн долл.:									
от передачи э/э:									
при тарифообразовании по методу "затраты +"	1 433	891	-	-	-	-	-	-	-
при тарифообразовании по методу RAB	-	264	1 344	1 361	1 536	1 635	1 730	1 820	1 902
операционные расходы	-	209	1 059	1 036	1 118	1 199	1 277	1 352	1 422
возврат инвестированного капитала	-	29	138	135	142	151	161	170	178
доход на инвестированный капитал	-	26	147	189	276	285	293	298	302
от услуг по присоединению	69	58	60	55	-	-	-	-	-
прочая выручка	14	9	9	9	9	10	10	11	11
Итого выручка	1 516	1 221	1 412	1 424	1 545	1 645	1 741	1 831	1 913
рост, %	48,0	-19,4	15,7	0,8	8,5	6,5	5,8	5,2	4,5

Источник: данные компании; Оценка: Велес Капитал

Структура себестоимости

	2008 (П)	2009 (П)	2010 (П)	2011 (П)	2012 (П)	2013 (П)	2014 (П)	2015 (П)	2016 (П)
Себестоимость, млн долл.:									
покупная э/э на компенсацию потерь	332	266	274	226	246	267	287	307	326
услуги ФСК и РСК	467	383	410	430	468	508	547	584	621
затраты на оплату труда	244	178	182	181	192	202	211	219	226
амортизация	117	93	97	98	104	109	115	119	124
прочие затраты	230	183	190	193	204	215	224	233	240
Итого себестоимость	1 389	1 103	1 153	1 127	1 214	1 300	1 383	1 463	1 537
рост, %	56,6	-20,6	4,5	-2,2	7,7	7,1	6,4	5,7	5,1

Источник: данные компании; Оценка: Велес Капитал

Отчет о прибылях и убытках, млн долл.

	2008 (П)	2009 (П)	2010 (П)	2011 (П)	2012 (П)	2013 (П)	2014 (П)	2015 (П)	2016 (П)
Выручка	1 516	1 221	1 412	1 424	1 545	1 645	1 741	1 831	1 913
Себестоимость	(1 389)	(1 103)	(1 153)	(1 127)	(1 214)	(1 300)	(1 383)	(1 463)	(1 537)
Прочие опеац. доходы (расходы)	-	-	-	-	-	-	-	-	-
ЕВITDA	244	211	356	395	435	454	472	488	500
Амортизация	(117)	(93)	(97)	(98)	(104)	(109)	(115)	(119)	(124)
Операционная прибыль (ЕВIT)	127	118	260	297	331	345	357	368	377
Финансовые доходы (расходы)	(9)	(26)	(25)	(18)	(3)	15	33	55	81
Прибыль до налогообложения (ЕВТ)	119	92	235	280	328	360	391	423	457
Налог на прибыль	(28)	(20)	(49)	(57)	(66)	(72)	(78)	(85)	(92)
Чистая прибыль (ЕАТ)	90	72	186	222	262	288	312	338	366
Прибыль на акцию (EPS), долл.	0,001	0,001	0,002	0,002	0,002	0,003	0,003	0,003	0,003

Источник: данные компании; Оценка: Велес Капитал

Баланс, млн долл.

	2008 (П)	2009 (П)	2010 (П)	2011 (П)	2012 (П)	2013 (П)	2014 (П)	2015 (П)	2016 (П)
Оборотные активы	522	420	486	490	541	732	954	1 212	1 509
Денежные средства и их эквиваленты	131	105	122	123	143	308	506	741	1 016
Дебиторская задолженность	317	255	295	298	323	344	364	382	400
Товаро-материальные запасы	70	56	65	66	71	76	80	84	88
Прочие оборотные активы	4	3	4	4	4	5	5	5	5
Внеоборотные активы	1 830	1 878	1 988	2 106	2 228	2 343	2 450	2 546	2 630
Основные средства	1 795	1 850	1 956	2 073	2 193	2 305	2 410	2 504	2 586
Прочие внеоборотные активы	35	28	33	33	36	38	40	42	44
Итого активы	2 352	2 298	2 474	2 596	2 769	3 075	3 404	3 759	4 139
Краткосрочные обязательства	245	198	229	231	250	266	282	296	310
Краткосрочные займы и кредиты	0	0	0	0	0	0	0	0	0
Безпроцентные обязательства	245	198	229	231	250	266	282	296	310
Долгосрочные обязательства	383	306	265	162	55	57	58	60	61
Долгосрочные займы и кредиты	329	257	213	110	0	0	0	0	0
Безпроцентные обязательства	54	49	52	53	55	57	58	60	61
Акционерный капитал	1 723	1 795	1 980	2 203	2 464	2 752	3 064	3 403	3 769
Уставный капитал	480	480	480	480	480	480	480	480	480
Добавочный капитал	1 051	1 051	1 051	1 051	1 051	1 051	1 051	1 051	1 051
Резервный капитал	15	15	15	15	15	15	15	15	15
Нераспределенная прибыль	176	248	433	656	917	1 205	1 517	1 856	2 222
Всего обязательств и капитала	2 352	2 298	2 474	2 596	2 769	3 075	3 404	3 759	4 139

Источник: данные компании; Оценка: Велес Капитал

Финансовый анализ

	2008 (П)	2009 (П)	2010 (П)	2011 (П)	2012 (П)	2013 (П)	2014 (П)	2015 (П)	2016 (П)
Показатели рентабельности:									
ROIC, %	7,6	4,9	10,7	11,6	12,2	12,1	11,9	11,7	11,5
ROE, %	7,5	4,2	10,3	11,2	11,9	11,7	11,4	11,0	10,8
ROA, %	5,9	3,0	8,1	9,0	10,1	10,4	10,2	9,9	9,7
Норма EBITDA, %	16,1	17,3	25,2	27,7	28,1	27,6	27,1	26,6	26,1
Норма EBIT, %	8,4	9,7	18,4	20,9	21,4	21,0	20,5	20,1	19,7
Норма EAT, %	6,0	5,9	13,1	15,6	16,9	17,5	17,9	18,5	19,1
Мультипликаторы:									
P/E	4,0	5,0	1,9	1,6	1,4	1,3	1,2	1,1	1,0
EV/S	0,3	0,4	0,3	0,3	0,3	0,3	0,3	0,3	0,3
$EV/EBITDA$	2,0	2,3	1,4	1,2	1,1	1,1	1,0	1,0	1,0
P/BV	0,2	0,2	0,2	0,2	0,1	0,1	0,1	0,1	0,1
$ROIC/WACC$	0,5	0,3	0,6	0,7	0,7	0,7	0,7	0,7	0,6
Показатели долговой нагрузки:									
Долг / EBITDA	1,35	1,22	0,60	0,28	-	-	-	-	-
Краткосрочный долг / чистая прибыль	-	-	-	-	-	-	-	-	-
Долг / выручка	0,22	0,21	0,15	0,08	-	-	-	-	-
Долг / активы	0,14	0,11	0,09	0,04	-	-	-	-	-
Краткоср. долг / активы	-	-	-	-	-	-	-	-	-
EBITDA / проценты к уплате	25,26	5,97	10,45	13,27	27,64	-	-	-	-
Показатели создания стоимости:									
Спрэд экономической прибыли (ROIC-WACC), %	-7,8	-13,2	-6,7	-6,1	-5,7	-5,9	-6,1	-6,3	3,5
Инвестированный капитал (IC)	1 886	1 918	2 039	2 157	2 286	2 406	2 519	2 620	2 708
Экономическая прибыль (EVA)	(100)	(250)	(128)	(124)	(124)	(135)	(146)	(158)	92
Спрэд SVA (ROE-ks), %	-8,9	-14,8	-7,6	-6,7	-6,1	-6,3	-6,6	-6,9	-7,2
Акционерный инвестир. капитал (E)	1 557	1 661	1 826	2 047	2 286	2 406	2 519	2 620	2 708
Акционерная эк. прибыль (SVA)	(103)	(231)	(127)	(123)	(125)	(144)	(159)	(174)	(189)

Источник: данные компании; Оценка: Велес Капитал

Оценка стоимости МРСК Центра и Приволжья

Расчет свободных денежных потоков, млн долл.

	2008 (П)	2009 (П)	2010 (П)	2011 (П)	2012 (П)	2013 (П)	2014 (П)	2015 (П)	2016 (П)
ЕВИТ	127	118	260	297	331	345	357	368	377
Налог на прибыль	(31)	(26)	(55)	(61)	(67)	(69)	(72)	(74)	(75)
НОРАТ	97	92	205	236	264	276	286	294	301
Амортизация	(117)	(93)	(97)	(98)	(104)	(109)	(115)	(119)	(124)
Валовый денежный поток	213	185	302	334	368	385	400	414	425
Сарех	(265)	(171)	(199)	(214)	(218)	(216)	(214)	(209)	(201)
Изменение чистого оборотного капитала	(75)	23	(15)	(1)	(9)	(8)	(8)	(7)	(7)
Валовые инвестиции	(341)	(149)	(213)	(215)	(227)	(224)	(221)	(216)	(208)
Своб. ден. поток фирмы (FCFF)	(127)	36	88	120	140	161	179	198	217
Дисконтированный денежный поток фирмы		31	64	73	72	70	66	62	58

Источник: данные компании; Оценка: Велес Капитал

Расчет средневзвешенной стоимости капитала (WACC)

	2008 (П)	2009 (П)	2010 (П)	2011 (П)	2012 (П)	2013 (П)	2014 (П)	2015 (П)	2016 (П)
Безрисковая доходность (для РФ) k_{rf}, %	7,39	9,92	9,92	9,92	9,92	9,92	9,92	9,92	9,92
Ср. доходность развитых рынков за 5 лет, %	3,87	2,26	2,26	2,26	2,26	2,26	2,26	2,26	2,26
Текущий спрэд дефолта РФ, %	3,52	7,66	7,66	7,66	7,66	7,66	7,66	7,66	7,66
Требуемая доходность акционеров k_S, %	16,38	17,92	16,92	16,92	16,92	16,92	16,92	16,92	16,92
акционерная премия, %	6,00	6,00	5,00	5,00	5,00	5,00	5,00	5,00	5,00
β коэффициент	1	1	1	1	1	1	1	1	1
премия за качество корпоративного управления, %	1,99	1,00	1,00	1,00	1,00	1,00	1,00	1,00	1,00
Требуемая доходность кредиторов k_D, %	13,38	14,7	13,67	13,59	12,55	11,92	10,92	10,92	10,92
премия за кредитный риск, %	5,99	4,81	3,75	3,67	2,63	2,00	1,00	1,00	1,00
Структура капитала:									
Доля источника "собственный капитал", %	83,97	87,47	90,32	95,27	99,95	100,00	100,00	100,00	100,00
Доля источника "заемный капитал", %	16,03	12,53	9,68	4,73	0,05	0,00	0,00	0,00	0,00
WACC	15,38	17,11	16,33	16,63	16,92	16,92	16,92	16,92	16,92

Источник: данные компании; Оценка: Велес Капитал

Оценка справедливой стоимости акций МРСК МРСК Центра и Приволжья методом DCF

Ставка роста в постпрогнозный период, %	3,0
Сумма денежного потока, млн долл.	493
Продленная стоимость, млн долл.	1 505
Дисконтированная продленная стоимость, млн долл.	369
Стоимость компании, млн долл.	861
Стоимость долга, млн долл.	152
Стоимость акционерного капитала, млн долл.	710
Количество обыкновенных акций на конец 2008 г., млн	112 698
Фундаментальная стоимость 1-ой акции, долл.	0,0063
Недооценка (переоценка) обыкновенных акций, %	96,76

Источник: данные компании; Оценка: Велес Капитал

МРСК Волги

Рекомендация: ПОКУПАТЬ

Основные моменты

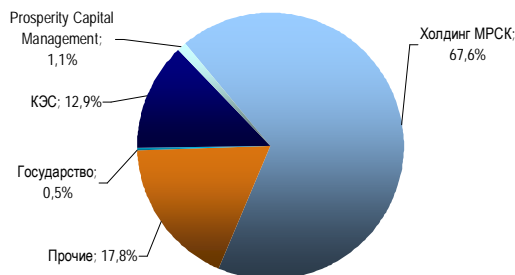
Территория обслуживания МРСК Волги


Информация об эмитенте

Код РТС	MRKV
Цена об. акции, долл.	0,0024
Мин./макс. цена об. акции за год, долл.	0,0013 / 0,0078
Справедливая цена обыкн. акции, долл.	0,0050
Потенциал роста об. акции, %	109,15
Количество об. акций, млн шт.	178 578
Рыночная капитализация, млн долл.	429
EV, млн долл.	557

Финансовые показатели	2008 (П)	2009 (П)	2010 (П)
Выручка, млн долл.	1 255,3	1 052,4	1 193,2
ЕБИТДА, млн долл.	229,4	217,9	317,5
Чистая прибыль, млн долл.	101,2	98,0	184,9
Норма ЕБИТДА, %	18,3	20,7	26,6
Норма чистой прибыли, %	8,1	9,3	15,5
НОПАТ, млн долл.	101,2	110,9	189,3
ROIC, %	-	6,3	10,6
ROE, %	-	5,6	10,0

Мультипликаторы	2008 (П)	2009 (П)	2010 (П)
P/E	4,2	4,4	2,3
P/S	0,3	0,4	0,4
$EV/EBITDA$	2,4	2,6	1,8
P/BV	0,2	0,2	0,2
$ROIC/WACC$	-	0,4	0,6

Структура акционерного капитала МРСК Волги


Источник: данные компании; Оценка: Велес Капитал

Основные производственные показатели МРСК Волги за 2007 г.

Наименование РСК	Протяженность воздушных линий, км					Протяженность кабельных линий, км	Отпуск электроэнергии в сеть, ГВтч	Потери, %	Характеристика регионов			
	110 кВ и выше	35 кВ	6-20 кВ	0,4 кВ	Итого				население, тыс. чел	площадь, кв. км	рост индекса пром. пр-ва в 2008 г., %	рост строительства в 2008 г., %
Волжская МРК	12 678	8 902	45 701	34 418	101 700	412	37 119	7,2	7 139	192 000	4,0	3,1
Мордовэнерго	1 605	1 021	8 156	7 514	18 296	125	2 792	9,9	876	26 200	4,5	5,1
Оренбургэнерго	4 530	5 457	20 235	12 695	42 917	1 814	12 929	7,8	2 150	124 000	4,7	16,3
Пензаэнерго	2 486	2 324	13 518	9 088	27 416	112	4 225	10,3	1 516	43 300	7,1	18,5
Чувашэнерго	1 573	570	9 251	13 301	24 695	50	5 170	6,3	1 299	18 300	5	-5,7
Итого по МРСК	22 872	18 274	96 861	77 015	215 022	2 512	62 235	7,6	12 980	403 800	5,0	6,1

Источник: данные компании; Оценка: Велес Капитал

Финансовая модель МРСК Волги

Структура выручки

	2008 (П)	2009 (П)	2010 (П)	2011 (П)	2012 (П)	2013 (П)	2014 (П)	2015 (П)	2016 (П)
Общая протяженность сетей, км									
Отпуск э/э в сеть, ГВтч	63 479	63 479	64 749	66 044	67 365	68 712	70 086	71 488	72 918
Потери э/э, %	7,57	7,57	7,57	7,57	7,57	7,57	7,57	7,57	7,57
Полезный отпуск э/э, ГВтч	58 675	58 675	59 848	61 045	62 266	63 511	64 782	66 077	67 399
Тариф, долл./МВтч	19	15	17	18	20	21	21	22	23
Размер инвестированного капитала, млн долл.	0	1 767	1 477	1 466	1 415	1 412	1 479	1 532	1 572
Выручка, млн долл.:									
от передачи э/э:									
при тарифообразовании по методу "затраты +"	1 190	980	-	-	-	-	-	-	-
при тарифообразовании по методу RAB	-	-	1 131	1 195	1 340	1 414	1 501	1 582	1 656
операционные расходы	-	-	882	913	983	1 053	1 120	1 185	1 244
возврат инвестированного капитала	-	-	117	114	118	123	132	140	149
доход на инвестированный капитал	-	-	132	168	238	238	248	257	263
от услуг по присоединению	32	43	31	54	-	-	-	-	-
прочая выручка	33	30	31	32	35	37	39	41	42
Итого выручка	1 255	1 052	1 193	1 281	1 374	1 451	1 539	1 622	1 698
рост, %	1,3	-16,2	13,4	7,4	7,2	5,6	6,1	5,4	4,7

Источник: данные компании; Оценка: Велес Капитал

Структура себестоимости

	2008 (П)	2009 (П)	2010 (П)	2011 (П)	2012 (П)	2013 (П)	2014 (П)	2015 (П)	2016 (П)
Себестоимость, млн долл.:									
покупная э/э на компенсацию потерь	332	267	285	299	326	353	381	407	432
услуги ФСК и РСК	264	212	227	238	260	281	303	324	344
затраты на оплату труда	202	175	175	173	179	189	197	205	211
амортизация	96	76	78	79	85	89	94	99	103
прочие затраты	228	181	188	191	203	213	223	231	238
Итого себестоимость	1 122	910	953	980	1 052	1 125	1 197	1 265	1 328
рост, %	0,5	-18,9	4,8	2,8	7,4	6,9	6,4	5,7	5,0

Источник: данные компании; Оценка: Велес Капитал

Отчет о прибылях и убытках, млн долл.

	2008 (П)	2009 (П)	2010 (П)	2011 (П)	2012 (П)	2013 (П)	2014 (П)	2015 (П)	2016 (П)
Выручка	1 255	1 052	1 193	1 281	1 374	1 451	1 539	1 622	1 698
Себестоимость	(1 122)	(910)	(953)	(980)	(1 052)	(1 125)	(1 197)	(1 265)	(1 328)
Прочие опеац. доходы (расходы)	-	-	-	-	-	-	-	-	-
ЕВИТДА	229	218	317	380	407	414	436	456	473
Амортизация	(96)	(76)	(78)	(79)	(85)	(89)	(94)	(99)	(103)
Операционная прибыль (ЕВИТ)	133	142	240	301	322	326	343	357	370
Финансовые доходы (расходы)	0	(17)	(6)	6	24	47	66	88	115
Прибыль до налогообложения (ЕВТ)	133	126	234	308	346	373	409	446	485
Налог на прибыль	(32)	(28)	(49)	(63)	(70)	(75)	(82)	(89)	(97)
Чистая прибыль (ЕАТ)	101	98	185	245	276	298	327	356	388
Прибыль на акцию (EPS), долл.	0,001	0,001	0,001	0,001	0,002	0,002	0,002	0,002	0,002

Источник: данные компании; Оценка: Велес Капитал

Баланс, млн долл.

	2008 (П)	2009 (П)	2010 (П)	2011 (П)	2012 (П)	2013 (П)	2014 (П)	2015 (П)	2016 (П)
Оборотные активы	235	197	268	451	677	857	1 072	1 328	1 627
Денежные средства и их эквиваленты	20	17	64	231	441	608	808	1 050	1 336
Дебиторская задолженность	154	129	147	157	169	178	189	199	209
Товаро-материальные запасы	42	35	40	43	46	49	52	54	57
Прочие оборотные активы	19	16	18	19	21	22	23	24	25
Внеоборотные активы	1 816	1 845	1 922	1 994	2 053	2 179	2 300	2 409	2 505
Основные средства	1 687	1 736	1 799	1 862	1 912	2 030	2 142	2 243	2 331
Прочие внеоборотные активы	129	108	123	132	141	149	158	167	175
Итого активы	2 052	2 042	2 190	2 444	2 730	3 036	3 372	3 737	4 133
Краткосрочные обязательства	114	95	108	116	125	132	140	147	154
Краткосрочные займы и кредиты	0	0	0	0	0	0	0	0	0
Безпроцентные обязательства	114	95	108	116	125	132	140	147	154
Долгосрочные обязательства	178	89	40	41	42	44	45	46	47
Долгосрочные займы и кредиты	137	51	0	0	0	0	0	0	0
Безпроцентные обязательства	41	37	40	41	42	44	45	46	47
Акционерный капитал	1 760	1 858	2 042	2 287	2 563	2 861	3 187	3 544	3 932
Уставный капитал	761	761	761	761	761	761	761	761	761
Добавочный капитал	799	799	799	799	799	799	799	799	799
Резервный капитал	8	8	8	8	8	8	8	8	8
Нераспределенная прибыль	191	289	474	719	995	1 293	1 619	1 976	2 363
Всего обязательств и капитала	2 052	2 042	2 190	2 444	2 730	3 036	3 372	3 737	4 133

Источник: данные компании; Оценка: Велес Капитал

Финансовый анализ

	2008 (П)	2009 (П)	2010 (П)	2011 (П)	2012 (П)	2013 (П)	2014 (П)	2015 (П)	2016 (П)
Показатели рентабельности:									
ROIC, %	-	6,3	10,6	12,9	13,3	13,1	13,0	12,9	12,7
ROE, %	-	5,6	9,9	12,0	12,1	11,6	11,4	11,2	10,9
ROA, %	-	4,8	9,0	11,2	11,3	10,9	10,8	10,6	10,4
Норма EBITDA, %	18,3	20,7	26,6	29,7	29,6	28,6	28,3	28,1	27,8
Норма EBIT, %	10,6	13,5	20,1	23,5	23,4	22,4	22,3	22,0	21,8
Норма EAT, %	8,1	9,3	15,5	19,1	20,1	20,5	21,2	22,0	22,8
Мультипликаторы:									
P/E	4,2	4,4	2,3	1,8	1,6	1,4	1,3	1,2	1,1
EV/S	0,4	0,5	0,5	0,4	0,4	0,4	0,4	0,3	0,3
$EV/EBITDA$	2,4	2,6	1,8	1,5	1,4	1,3	1,3	1,2	1,2
P/BV	0,2	0,2	0,2	0,2	0,2	0,1	0,1	0,1	0,1
$ROIC/WACC$	-	0,3	0,6	0,7	0,7	0,7	0,7	0,7	0,7
Показатели долговой нагрузки:									
Долг / EBITDA	0,60	0,24	-	-	-	-	-	-	-
Краткосрочный долг / чистая прибыль	-	-	-	-	-	-	-	-	-
Долг / выручка	0,11	0,05	-	-	-	-	-	-	-
Долг / активы	0,07	0,03	-	-	-	-	-	-	-
Краткоср. долг / активы	-	-	-	-	-	-	-	-	-
EBITDA / проценты к уплате	-	12,05	42,84	-	-	-	-	-	-
Показатели создания стоимости:									
Спрэд экономической прибыли (ROIC-WACC), %	-	-12,4	-7,4	-5,1	-4,6	-4,8	-5,0	-5,1	4,7
Инвестированный капитал (IC)	1 748	1 784	1 856	1 924	1 980	2 104	2 221	2 327	2 420
Экономическая прибыль (EVA)	-	(217)	(131)	(94)	(89)	(96)	(104)	(113)	110
Спрэд SVA (ROE-ks), %	-	-13,4	-8,0	-6,0	-5,9	-6,3	-6,6	-6,8	-7,0
Акционерный инвестир. капитал (E)	1 611	1 733	1 856	1 924	1 980	2 104	2 221	2 327	2 420
Акционерная эк. прибыль (SVA)	-	(216)	(139)	(111)	(114)	(126)	(138)	(151)	(164)

Источник: данные компании; Оценка: Велес Капитал

Оценка стоимости МРСК Волги

Расчет свободных денежных потоков, млн долл.

	2008 (П)	2009 (П)	2010 (П)	2011 (П)	2012 (П)	2013 (П)	2014 (П)	2015 (П)	2016 (П)
ЕВИТ	133	142	240	301	322	326	343	357	370
Налог на прибыль	(32)	(31)	(50)	(62)	(65)	(66)	(69)	(72)	(74)
НОРАТ	101	111	189	240	256	260	274	286	296
Амортизация	(96)	(76)	(78)	(79)	(85)	(89)	(94)	(99)	(103)
Валовый денежный поток	197	187	267	318	341	349	368	384	399
Сарех	(174)	(145)	(138)	(140)	(129)	(203)	(200)	(195)	(187)
Изменение чистого оборотного капитала	(61)	13	(9)	(6)	(6)	(5)	(6)	(6)	(5)
Валовые инвестиции	(234)	(132)	(147)	(146)	(135)	(208)	(206)	(200)	(192)
Своб. ден. поток фирмы (FCFF)	(37)	54	120	172	206	141	162	184	207
Дисконтированный денежный поток фирмы		46	86	105	106	62	60	58	55

Источник: данные компании; Оценка: Велес Капитал

Расчет средневзвешенной стоимости капитала (WACC)

	2008 (П)	2009 (П)	2010 (П)	2011 (П)	2012 (П)	2013 (П)	2014 (П)	2015 (П)	2016 (П)
Безрисковая доходность (для РФ) k_{rf}, %	7,39	9,92	9,92	9,92	9,92	9,92	9,92	9,92	9,92
Ср. доходность развитых рынков за 5 лет, %	3,87	2,26	2,26	2,26	2,26	2,26	2,26	2,26	2,26
Текущий спрэд дефолта РФ, %	3,52	7,66	7,66	7,66	7,66	7,66	7,66	7,66	7,66
Требуемая доходность акционеров k_S, %	16,15	17,92	16,92	16,92	16,92	16,92	16,92	16,92	16,92
акционерная премия, %	6,00	6,00	5,00	5,00	5,00	5,00	5,00	5,00	5,00
β коэффициент	1	1	1	1	1	1	1	1	1
премия за качество корпоративного управления, %	1,76	1,00	1,00	1,00	1,00	1,00	1,00	1,00	1,00
Требуемая доходность кредиторов k_D, %	13,15	14,6	12,92	12,92	11,92	11,92	10,92	10,92	10,92
премия за кредитный риск, %	5,76	4,66	3,00	3,00	2,00	2,00	1,00	1,00	1,00
Структура капитала:									
Доля источника "собственный капитал", %	92,75	97,30	100,00	100,00	100,00	100,00	100,00	100,00	100,00
Доля источника "заемный капитал", %	7,25	2,70	0,00	0,00	0,00	0,00	0,00	0,00	0,00
WACC	15,71	17,74	16,92	16,92	16,92	16,92	16,92	16,92	16,92

Источник: данные компании; Оценка: Велес Капитал

Оценка справедливой стоимости акций МРСК Волги методом DCF

Ставка роста в постпрогнозный период, %	3,0
Сумма денежного потока, млн долл.	578
Продленная стоимость, млн долл.	1 442
Дисконтированная продленная стоимость, млн долл.	353
Стоимость компании, млн долл.	931
Стоимость долга, млн долл.	35
Стоимость акционерного капитала, млн долл.	896
Количество обыкновенных акций на конец 2009 г., млн	178 578
Фундаментальная стоимость 1-ой акции, долл.	0,0050
Недооценка (переоценка) обыкновенных акций, %	109,15

Источник: данные компании; Оценка: Велес Капитал

МРСК Юга

Рекомендация: ПОКУПАТЬ

ОСНОВНЫЕ МОМЕНТЫ

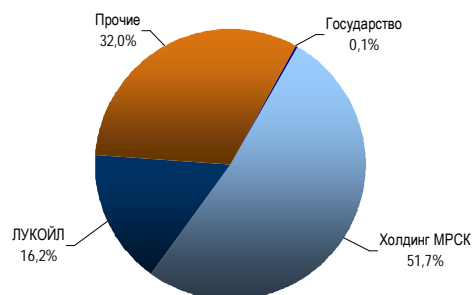
Территория обслуживания МРСК Юга


Информация об эмитенте

Код РТС	MRKY
Цена об. акции, долл.	0,0021
Мин./макс. цена об. акции за год, долл.	0,0009 / 0,0185
Справедливая цена обыкн. акции, долл.	0,0031
Потенциал роста об. акции, %	45,48
Количество об. акций, млн шт.	49 811
Рыночная капитализация, млн долл.	105
EV, млн долл.	592

Финансовые показатели	2008 (П)	2009 (П)	2010 (П)
Выручка, млн долл.	1 309,9	1 161,9	1 438,2
ЕБИТДА, млн долл.	256,4	189,3	373,4
Чистая прибыль, млн долл.	115,0	16,9	146,7
Норма ЕБИТДА, %	19,6	16,3	26,0
Норма чистой прибыли, %	8,8	1,5	10,2
НОПАТ, млн долл.	115,0	79,8	221,9
ROIC, %	-	4,3	11,4
ROE, %	-	1,2	10,7

Мультипликаторы	2008 (П)	2009 (П)	2010 (П)
P/E	0,9	6,2	0,7
P/S	0,1	0,1	0,1
$EV/EBITDA$	2,3	3,1	1,6
P/BV	0,1	0,1	0,1
$ROIC/WACC$	-	0,3	0,7

Структура акционерного капитала МРСК Юга


Источник: данные компании; Оценка: Велес Капитал

Основные производственные показатели МРСК Юга за 2007 г.

Наименование РСК	Протяженность воздушных линий, км					Протяженность кабельных линий, км	Отпуск электроэнергии в сеть, ГВтч	Потери, %	Характеристика регионов			
	110 кВ и выше	35 кВ	6-20 кВ	0,4 кВ	Итого				население, тыс. чел	площадь, кв. км	рост индекса пром. пр-ва в 2008 г., %	рост строительства в 2008 г., %
Астраханьэнерго	2 432	609	10 804	6 097	19 942	762	3 616	10,4	1 001	44 100	4,7	23,2
Волгоградэнерго	6 130	2 764	22 182	14 707	45 783	358	16 946	5,6	2 639	112 900	-2,0	12,9
Калмэнерго	2 229	1 992	11 801	2 627	18 649	1	16 077	8,4	290	76 100	-11,3	14,0
Кубаньэнерго	4 770	6 933	32 625	41 033	85 361	1 593	13 903	12,1	5 500	89 000	10,1	14,3
Ростовэнерго	5 246	6 121	31 810	29 166	72 343	510	476	33,9	4 404	100 800	5,5	6,3
Итого по МРСК	20 807	18 419	109 222	93 630	242 078	3 224	51 018	9,1	13 834	422 900	1,4	13,0

Источник: данные компании; Оценка: Велес Капитал

Финансовая модель МРСК Юга

Структура выручки

	2008 (П)	2009 (П)	2010 (П)	2011 (П)	2012 (П)	2013 (П)	2014 (П)	2015 (П)	2016 (П)
Общая протяженность сетей, км									
Отпуск э/э в сеть, ГВтч	52 038	52 038	53 079	54 140	55 223	56 328	57 454	58 603	59 775
Потери э/э, %	9,13	9,13	9,13	9,13	9,13	9,13	9,13	9,13	9,13
Полезный отпуск э/э, ГВтч	47 287	47 287	48 233	49 197	50 181	51 185	52 209	53 253	54 318
Тариф, долл./МВтч	23	21	26	27	30	31	33	34	34
Размер инвестированного капитала, млн долл.	-	1 967	1 675	1 704	1 654	1 717	1 763	1 793	1 807
Выручка, млн долл.:									
от передачи э/э:									
при тарифообразовании по методу "затраты +"	1 195	736	-	-	-	-	-	-	-
при тарифообразовании по методу RAB	-	356	1 369	1 457	1 651	1 762	1 868	1 967	2 059
операционные расходы	-	264	1 067	1 111	1 215	1 306	1 395	1 480	1 561
возврат инвестированного капитала	-	55	153	151	156	166	176	185	194
доход на инвестированный капитал	-	37	150	195	279	289	297	301	303
от услуг по присоединению	115	70	69	124	-	-	-	-	-
прочая выручка	0	0	0	0	0	0	0	0	0
Итого выручка	1 310	1 162	1 438	1 581	1 651	1 762	1 868	1 967	2 059
рост, %	14,0	-11,3	23,8	9,9	4,4	6,7	6,0	5,3	4,6

Источник: данные компании; Оценка: Велес Капитал

Структура себестоимости

	2008 (П)	2009 (П)	2010 (П)	2011 (П)	2012 (П)	2013 (П)	2014 (П)	2015 (П)	2016 (П)
Себестоимость, млн долл.:									
покупная э/э на компенсацию потерь	272	345	405	427	479	519	559	597	635
услуги ФСК и РСК	411	330	353	370	404	438	471	504	535
затраты на оплату труда	171	139	142	141	147	155	162	168	173
амортизация	105	87	93	99	107	114	120	125	129
прочие затраты	199	158	164	167	177	186	194	202	208
Итого себестоимость	1 159	1 060	1 157	1 204	1 314	1 411	1 505	1 596	1 680
рост, %	14,5	-8,5	9,2	4,0	9,1	7,4	6,7	6,0	5,3

Источник: данные компании; Оценка: Велес Капитал

Отчет о прибылях и убытках, млн долл.

	2008 (П)	2009 (П)	2010 (П)	2011 (П)	2012 (П)	2013 (П)	2014 (П)	2015 (П)	2016 (П)
Выручка	1 310	1 162	1 438	1 581	1 651	1 762	1 868	1 967	2 059
Себестоимость	(1 159)	(1 060)	(1 157)	(1 204)	(1 314)	(1 411)	(1 505)	(1 596)	(1 680)
Прочие опеац. доходы (расходы)	-	-	-	-	-	-	-	-	-
ЕВИТДА	256	189	373	476	444	464	482	496	507
Амортизация	(105)	(87)	(93)	(99)	(107)	(114)	(120)	(125)	(129)
Операционная прибыль (ЕВИТ)	151	102	281	377	336	350	362	371	378
Финансовые доходы (расходы)	0	(81)	(98)	(108)	(100)	(90)	(78)	(61)	(41)
Прибыль до налогообложения (ЕВТ)	151	22	182	269	236	261	284	311	337
Налог на прибыль	(36)	(5)	(38)	(55)	(48)	(52)	(57)	(62)	(67)
Чистая прибыль (ЕАТ)	115	17	144	214	188	208	227	248	269
Прибыль на акцию (EPS), долл.	0,002	0,000	0,003	0,004	0,004	0,004	0,005	0,005	0,005

Источник: данные компании; Оценка: Велес Капитал

Баланс, млн долл.

	2008 (П)	2009 (П)	2010 (П)	2011 (П)	2012 (П)	2013 (П)	2014 (П)	2015 (П)	2016 (П)
Оборотные активы	514	456	565	621	648	692	733	773	808
Денежные средства и их эквиваленты	37	33	40	44	46	50	53	55	58
Дебиторская задолженность	371	329	407	448	467	499	529	557	583
Товаро-материальные запасы	107	95	117	129	135	144	152	160	168
Прочие оборотные активы	0	0	0	0	0	0	0	0	0
Внеоборотные активы	1 719	1 841	2 009	2 162	2 301	2 426	2 541	2 641	2 726
Основные средства	1 671	1 799	1 957	2 104	2 241	2 362	2 473	2 570	2 651
Прочие внеоборотные активы	48	42	52	58	60	64	68	72	75
Итого активы	2 233	2 297	2 574	2 783	2 949	3 118	3 274	3 414	3 534
Краткосрочные обязательства	282	250	309	340	355	379	402	423	443
Краткосрочные займы и кредиты	0	0	0	0	0	0	0	0	0
Безпроцентные обязательства	282	250	309	340	355	379	402	423	443
Долгосрочные обязательства	598	677	750	715	677	615	521	390	222
Долгосрочные займы и кредиты	576	656	727	690	653	589	494	363	194
Безпроцентные обязательства	22	21	23	24	25	26	26	27	28
Акционерный капитал	1 353	1 370	1 514	1 728	1 916	2 125	2 352	2 600	2 869
Уставный капитал	289	289	289	289	289	289	289	289	289
Добавочный капитал	984	984	984	984	984	984	984	984	984
Резервный капитал	9	9	9	9	9	9	9	9	9
Нераспределенная прибыль	72	89	233	446	635	843	1 070	1 318	1 588
Всего обязательств и капитала	2 233	2 297	2 574	2 783	2 949	3 118	3 274	3 414	3 534

Источник: данные компании; Оценка: Велес Капитал

Финансовый анализ

	2008 (П)	2009 (П)	2010 (П)	2011 (П)	2012 (П)	2013 (П)	2014 (П)	2015 (П)	2016 (П)
Показатели рентабельности:									
ROIC, %	-	4,3	11,4	13,9	11,6	11,4	11,1	10,9	10,7
ROE, %	-	1,2	10,5	14,1	10,9	10,9	10,7	10,6	10,4
ROA, %	-	0,8	6,3	8,3	6,8	7,1	7,3	7,6	7,9
Норма EBITDA, %	19,6	16,3	26,0	30,1	26,9	26,4	25,8	25,2	24,6
Норма EBIT, %	11,6	8,8	19,5	23,8	20,4	19,9	19,4	18,9	18,4
Норма EAT, %	8,8	1,5	10,0	13,5	11,4	11,8	12,2	12,6	13,1
Мультипликаторы:									
P/E	0,9	6,2	0,7	0,5	0,6	0,5	0,5	0,4	0,4
EV/S	0,5	0,5	0,4	0,4	0,4	0,3	0,3	0,3	0,3
$EV/EBITDA$	2,3	3,1	1,6	1,2	1,3	1,3	1,2	1,2	1,2
P/BV	0,1	0,1	0,1	0,1	0,1	0,0	0,0	0,0	0,0
$ROIC/WACC$	-	0,2	0,7	0,9	0,7	0,7	0,7	0,6	0,6
Показатели долговой нагрузки:									
Долг / EBITDA	2,25	3,47	1,95	1,45	1,47	1,27	1,03	0,73	0,38
Краткосрочный долг / чистая прибыль	-	-	-	-	-	-	-	-	-
Долг / выручка	0,44	0,56	0,51	0,44	0,40	0,33	0,26	0,18	0,09
Долг / активы	0,26	0,29	0,28	0,25	0,22	0,19	0,15	0,11	0,05
Краткоср. долг / активы	-	-	-	-	-	-	-	-	-
EBITDA / проценты к уплате	-	2,27	3,68	4,25	4,23	4,90	5,77	7,46	10,67
Показатели создания стоимости:									
Спрэд экономической прибыли (ROIC-WACC), %	-	-13,1	-4,8	-2,4	-4,8	-5,3	-5,7	-6,3	2,7
Инвестированный капитал (IC)	1 845	1 951	2 148	2 316	2 463	2 600	2 725	2 836	2 931
Экономическая прибыль (EVA)	-	(242)	(95)	(52)	(111)	(129)	(147)	(171)	76
Спрэд SVA (ROE-ks), %	-	-18,4	-7,7	-4,1	-7,3	-7,3	-7,5	-7,6	-7,8
Акционерный инвестир. капитал (E)	1 269	1 295	1 422	1 626	1 810	2 011	2 231	2 473	2 736
Акционерная эк. прибыль (SVA)	-	(234)	(99)	(58)	(118)	(132)	(151)	(170)	(193)

Источник: данные компании; Оценка: Велес Капитал

Оценка стоимости МРСК Юга

Расчет свободных денежных потоков, млн долл.

	2008 (П)	2009 (П)	2010 (П)	2011 (П)	2012 (П)	2013 (П)	2014 (П)	2015 (П)	2016 (П)
ЕВИТ	151	102	281	377	336	350	362	371	378
Налог на прибыль	(36)	(22)	(59)	(77)	(68)	(71)	(73)	(74)	(76)
НОРАТ	115	80	222	300	268	280	289	297	302
Амортизация	(105)	(87)	(93)	(99)	(107)	(114)	(120)	(125)	(129)
Валовый денежный поток	220	167	314	399	376	394	409	422	432
Сарех	(296)	(232)	(245)	(240)	(235)	(229)	(224)	(216)	(206)
Изменение чистого оборотного капитала	(174)	21	(39)	(20)	(10)	(16)	(15)	(14)	(13)
Валовые инвестиции	(470)	(212)	(284)	(260)	(245)	(245)	(239)	(231)	(219)
Своб. ден. поток фирмы (FCFF)	(250)	(45)	30	138	130	149	170	191	213
Дисконтированный денежный поток фирмы		(38)	23	88	71	69	67	63	58

Источник: данные компании; Оценка: Велес Капитал

Расчет средневзвешенной стоимости капитала (WACC)

	2008 (П)	2009 (П)	2010 (П)	2011 (П)	2012 (П)	2013 (П)	2014 (П)	2015 (П)	2016 (П)
Безрисковая доходность (для РФ) k_{rf}, %	7,39	9,92	9,92	9,92	9,92	9,92	9,92	9,92	9,92
Ср. доходность развитых рынков за 5 лет, %	3,87	2,26	2,26	2,26	2,26	2,26	2,26	2,26	2,26
Текущий спрэд дефолта РФ, %	3,52	7,66	7,66	7,66	7,66	7,66	7,66	7,66	7,66
Требуемая доходность акционеров k_s, %	17,67	18,62	17,12	17,12	17,12	17,12	17,12	17,12	17,12
акционерная премия, %	6,00	6,00	5,00	5,00	5,00	5,00	5,00	5,00	5,00
β коэффициент	1	1	1	1	1	1	1	1	1
премия за качество корпоративного управления, %	3,28	1,70	1,20	1,20	1,20	1,20	1,20	1,20	1,20
Требуемая доходность кредиторов k_d, %	14,47	15,4	14,32	13,90	12,82	12,75	11,71	11,66	11,61
премия за кредитный риск, %	7,08	5,50	4,40	3,98	2,90	2,83	1,79	1,74	1,69
Структура капитала:									
Доля источника "собственный капитал", %	70,14	67,62	67,68	71,70	74,58	78,00	82,04	86,80	92,31
Доля источника "заемный капитал", %	29,86	32,38	32,32	28,30	25,42	22,00	17,96	13,20	7,69
WACC	15,68	16,48	15,24	15,40	15,37	15,60	15,73	16,09	16,52

Источник: данные компании; Оценка: Велес Капитал

Оценка справедливой стоимости акций МРСК Юга методом DCF

Ставка роста в постпрогнозный период, %	3,0
Сумма денежного потока, млн долл.	393
Продленная стоимость, млн долл.	1 514
Дисконтированная продленная стоимость, млн долл.	383
Стоимость компании, млн долл.	776
Стоимость долга, млн долл.	624
Стоимость акционерного капитала, млн долл.	152
Количество обыкновенных акций на конец 2009 г., млн	49 811
Фундаментальная стоимость 1-ой акции, долл.	0,0031
Недооценка (переоценка) обыкновенных акций, %	45,48

Источник: данные компании; Оценка: Велес Капитал

МРСК Урала

Рекомендация: ПОКУПАТЬ

Основные моменты

Территория обслуживания МРСК Урала

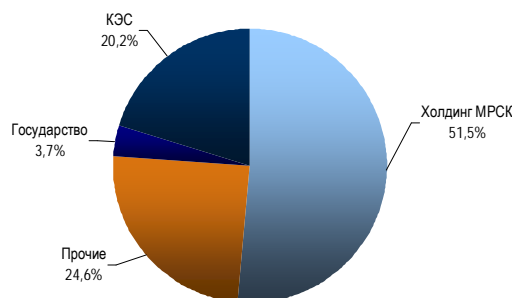


Информация об эмитенте	
Код РТС	MRKU
Цена об. акции, долл.	0,0022
Мин./макс. цена об. акции за год, долл.	0,0020 / 0,0208
Справедливая цена обыкн. акции, долл.	0,0104
Потенциал роста об. акции, %	368,05
Количество об. акций, млн шт.	87 430
Рыночная капитализация, млн долл.	195
EV, млн долл.	338

Финансовые показатели	2008 (П)	2009 (П)	2010 (П)
Выручка, млн долл.	1 547,8	1 392,4	1 568,6
ЕБИТДА, млн долл.	139,0	274,8	388,3
Чистая прибыль, млн долл.	30,5	143,4	238,4
Норма ЕБИТДА, %	9,0	19,7	24,8
Норма чистой прибыли, %	2,0	10,3	15,2
НОПАТ, млн долл.	36,9	162,9	254,4
ROIC, %	-	11,2	16,2
ROE, %	-	10,1	15,3

Мультипликаторы	2008 (П)	2009 (П)	2010 (П)
P/E	6,4	1,4	0,8
P/S	0,1	0,1	0,1
$EV/EBITDA$	2,4	1,2	0,9
P/BV	0,1	0,1	0,1
$ROIC/WACC$	-	0,6	1,0

Структура акционерного капитала МРСК Урала



Источник: данные компании; Оценка: Велес Капитал

Основные производственные показатели МРСК Урала за 2007 г.

Наименование РСК	Протяженность воздушных линий, км					Протяженность кабельных линий, км	Отпуск электроэнергии в сеть, ГВтч	Потери, %	Характеристика регионов			
	110 кВ и выше	35 кВ	6-20 кВ	0,4 кВ	Итого				население, тыс. чел	площадь, кв. км	рост индекса пром. пр-ва в 2008 г., %	рост строительства в 2008 г., %
Пермьэнерго	4 781	3 517	19 644	14 049	41 991	2 136	19 619	11,9	2 718	160 600	1,0	-1,8
Свердловэнерго	7 697	1 750	13 723	11 490	34 660	363	40 744	6,7	4 396	194 300	-1,3	1,1
Черябэнерго	5 367	2 720	16 019	12 379	36 485	2 128	25 731	7,4	3 603	88 529	-3,9	8,1
Курганэнерго	3 431	1 920	13 633	8 231	27 215	83	4 215	11,1	960	71 500	4,5	20,6
Итого по МРСК	21 276	9 907	63 019	46 149	140 351	4 710	90 309	8,2	11 678	514 929	0,1	3,2

Источник: данные компании; Оценка: Велес Капитал

Финансовая модель МРСК Урала

Структура выручки

	2008 (П)	2009 (П)	2010 (П)	2011 (П)	2012 (П)	2013 (П)	2014 (П)	2015 (П)	2016 (П)
Общая протяженность сетей, км									
Отпуск э/э в сеть, ГВтч	92 115	92 115	93 958	95 837	97 754	99 709	101 703	103 737	105 812
Потери э/э, %	8,24	8,24	8,24	8,24	8,24	8,24	8,24	8,24	8,24
Полезный отпуск э/э, ГВтч	84 526	84 526	86 216	87 941	89 700	91 494	93 324	95 190	97 094
Тариф, долл./МВтч	17	15	17	17	19	20	21	22	22
Размер инвестированного капитала, млн долл.	-	2 717	2 304	2 335	2 359	2 448	2 522	2 578	2 615
Выручка, млн долл.:									
от передачи э/э:									
при тарифообразовании по методу "затраты +"	1 524	954	-	-	-	-	-	-	-
при тарифообразовании по методу RAB	-	409	1 551	1 657	1 893	2 017	2 137	2 249	2 351
операционные расходы	-	310	1 184	1 229	1 328	1 425	1 521	1 612	1 698
возврат инвестированного капитала	-	53	163	161	172	184	196	208	219
доход на инвестированный капитал	-	46	203	266	394	408	420	429	434
от услуг по присоединению	24	29	18	22	-	-	-	-	-
прочая выручка	-	-	-	-	-	-	-	-	-
Итого выручка	1 548	1 392	1 569	1 679	1 893	2 017	2 137	2 249	2 351
рост, %	11,1	-10,0	12,7	7,0	12,8	6,6	5,9	5,2	4,6

Источник: данные компании; Оценка: Велес Капитал

Структура себестоимости

	2008 (П)	2009 (П)	2010 (П)	2011 (П)	2012 (П)	2013 (П)	2014 (П)	2015 (П)	2016 (П)
Себестоимость, млн долл.:									
покупная э/э на компенсацию потерь	325	261	280	293	320	346	373	399	424
услуги ФСК и РСК	601	483	517	541	591	640	689	737	783
затраты на оплату труда	154	113	114	115	122	129	134	139	144
амортизация	91	66	66	73	81	89	97	104	110
прочие затраты	328	261	271	275	291	306	320	332	343
Итого себестоимость	1 499	1 183	1 247	1 298	1 404	1 510	1 613	1 711	1 803
рост, %	16,1	-21,1	5,3	4,1	8,2	7,5	6,8	6,1	5,4

Источник: данные компании; Оценка: Велес Капитал

Отчет о прибылях и убытках, млн долл.

	2008 (П)	2009 (П)	2010 (П)	2011 (П)	2012 (П)	2013 (П)	2014 (П)	2015 (П)	2016 (П)
Выручка	1 548	1 392	1 569	1 679	1 893	2 017	2 137	2 249	2 351
Себестоимость	(1 499)	(1 183)	(1 247)	(1 298)	(1 404)	(1 510)	(1 613)	(1 711)	(1 803)
Прочие опеац. доходы (расходы)	-	-	-	-	-	-	-	-	-
ЕВИТДА	139	275	388	454	570	596	620	641	659
Амортизация	(91)	(66)	(66)	(73)	(81)	(89)	(97)	(104)	(110)
Операционная прибыль (ЕВИТ)	48	209	322	381	489	507	524	538	549
Финансовые доходы (расходы)	(8)	(25)	(21)	(12)	2	20	42	70	103
Прибыль до налогообложения (ЕВТ)	40	184	301	369	491	527	566	608	651
Налог на прибыль	(10)	(40)	(63)	(76)	(99)	(106)	(114)	(122)	(130)
Чистая прибыль (ЕАТ)	30	143	238	293	391	421	453	486	521
Прибыль на акцию (EPS), долл.	0,000	0,002	0,003	0,003	0,004	0,005	0,005	0,006	0,006

Источник: данные компании; Оценка: Велес Капитал

Баланс, млн долл.

	2008 (П)	2009 (П)	2010 (П)	2011 (П)	2012 (П)	2013 (П)	2014 (П)	2015 (П)	2016 (П)
Оборотные активы	353	318	358	383	567	798	1 073	1 396	1 771
Денежные средства и их эквиваленты	39	35	39	42	182	388	639	939	1 293
Дебиторская задолженность	259	233	263	281	317	338	358	376	394
Товаро-материальные запасы	53	48	54	58	65	69	73	77	81
Прочие оборотные активы	2	2	2	3	3	3	3	3	4
Внеоборотные активы	1 623	1 730	1 899	2 098	2 326	2 538	2 737	2 919	3 083
Основные средства	1 496	1 616	1 770	1 960	2 171	2 373	2 562	2 735	2 890
Прочие внеоборотные активы	127	114	129	138	155	165	175	184	193
Итого активы	1 976	2 048	2 257	2 481	2 893	3 336	3 810	4 315	4 854
Краткосрочные обязательства	210	189	213	228	257	274	290	306	320
Краткосрочные займы и кредиты	0	0	0	0	0	0	0	0	0
Безпроцентные обязательства	210	189	213	228	257	274	290	306	320
Долгосрочные обязательства	353	302	250	166	157	162	167	171	175
Долгосрочные займы и кредиты	211	167	106	17	0	0	0	0	0
Безпроцентные обязательства	142	135	143	148	157	162	167	171	175
Акционерный капитал	1 413	1 556	1 794	2 087	2 479	2 900	3 352	3 838	4 359
Уставный капитал	380	380	380	380	380	380	380	380	380
Добавочный капитал	1 007	1 007	1 007	1 007	1 007	1 007	1 007	1 007	1 007
Резервный капитал	1	1	1	1	1	1	1	1	1
Нераспределенная прибыль	25	168	406	699	1 091	1 512	1 964	2 450	2 971
Всего обязательств и капитала	1 976	2 048	2 257	2 481	2 893	3 336	3 810	4 315	4 854

Источник: данные компании; Оценка: Велес Капитал

Финансовый анализ

	2008 (П)	2009 (П)	2010 (П)	2011 (П)	2012 (П)	2013 (П)	2014 (П)	2015 (П)	2016 (П)
Показатели рентабельности:									
ROIC, %	-	11,2	16,2	17,5	20,2	18,9	17,9	16,9	16,2
ROE, %	-	10,1	15,3	16,4	18,7	17,0	15,6	14,5	13,6
ROA, %	-	7,3	11,6	13,0	15,8	14,5	13,6	12,8	12,1
Норма EBITDA, %	9,0	19,7	24,8	27,0	30,1	29,6	29,0	28,5	28,0
Норма EBIT, %	3,1	15,0	20,5	22,7	25,8	25,2	24,5	23,9	23,3
Норма EAT, %	2,0	10,3	15,2	17,5	20,7	20,9	21,2	21,6	22,2
Мультипликаторы:									
P/E	6,4	1,4	0,8	0,7	0,5	0,5	0,4	0,4	0,4
EV/S	0,2	0,2	0,2	0,2	0,2	0,2	0,2	0,2	0,1
$EV/EBITDA$	2,4	1,2	0,9	0,7	0,6	0,6	0,5	0,5	0,5
P/BV	0,1	0,1	0,1	0,1	0,1	0,1	0,1	0,1	0,0
$ROIC/WACC$	-	0,6	0,9	1,0	1,1	1,0	1,0	0,9	0,9
Показатели долговой нагрузки:									
Долг / EBITDA	1,52	0,61	0,27	0,04	-	-	-	-	-
Краткосрочный долг / чистая прибыль	-	-	-	-	-	-	-	-	-
Долг / выручка	0,14	0,12	0,07	0,01	-	-	-	-	-
Долг / активы	0,11	0,08	0,05	0,01	-	-	-	-	-
Краткоср. долг / активы	-	-	-	-	-	-	-	-	-
EBITDA / проценты к уплате	16,61	9,84	16,04	29,26	224,47	-	-	-	-
Показатели создания стоимости:									
Спрэд экономической прибыли (ROIC-WACC), %	-	-7,3	-1,6	-0,6	2,1	0,8	-0,3	-1,2	8,2
Инвестированный капитал (IC)	1 458	1 574	1 732	1 925	2 141	2 346	2 538	2 715	2 873
Экономическая прибыль (EVA)	-	(107)	(26)	(11)	40	16	(7)	(31)	222
Спрэд SVA (ROE-ks), %	-	-9,0	-2,9	-1,8	0,6	-1,2	-2,6	-3,7	-4,6
Акционерный инвестир. капитал (E)	1 247	1 407	1 626	1 908	2 141	2 346	2 538	2 715	2 873
Акционерная эк. прибыль (SVA)	-	(113)	(41)	(30)	11	(25)	(60)	(93)	(125)

Источник: данные компании; Оценка: Велес Капитал

Оценка стоимости МРСК Урала

Расчет свободных денежных потоков, млн долл.

	2008 (П)	2009 (П)	2010 (П)	2011 (П)	2012 (П)	2013 (П)	2014 (П)	2015 (П)	2016 (П)
ЕВИТ	48	209	322	381	489	507	524	538	549
Налог на прибыль	(12)	(46)	(68)	(78)	(99)	(102)	(105)	(108)	(110)
НОРАТ	37	163	254	303	390	405	419	430	439
Амортизация	(91)	(66)	(66)	(73)	(81)	(89)	(97)	(104)	(110)
Валовый денежный поток	127	229	321	376	471	494	515	534	549
Сарех	(195)	(210)	(220)	(256)	(284)	(282)	(278)	(270)	(259)
Изменение чистого оборотного капитала	38	3	(4)	(2)	(5)	(3)	(3)	(3)	(3)
Валовые инвестиции	(157)	(207)	(224)	(259)	(289)	(286)	(281)	(273)	(262)
Своб. ден. поток фирмы (FCFF)	(29)	22	97	117	181	208	234	261	287
Дисконтированный денежный поток фирмы		19	70	71	93	90	86	81	76

Источник: данные компании; Оценка: Велес Капитал

Расчет средневзвешенной стоимости капитала (WACC)

	2008 (П)	2009 (П)	2010 (П)	2011 (П)	2012 (П)	2013 (П)	2014 (П)	2015 (П)	2016 (П)
Безрисковая доходность (для РФ) k_{rf}, %	7,39	9,92	9,92	9,92	9,92	9,92	9,92	9,92	9,92
Ср. доходность развитых рынков за 5 лет, %	3,87	2,26	2,26	2,26	2,26	2,26	2,26	2,26	2,26
Текущий спрэд дефолта РФ, %	3,52	7,66	7,66	7,66	7,66	7,66	7,66	7,66	7,66
Требуемая доходность акционеров k_S, %	16,44	18,12	17,12	17,12	17,12	17,12	17,12	17,12	17,12
акционерная премия, %	6,00	6,00	5,00	5,00	5,00	5,00	5,00	5,00	5,00
β коэффициент	1	1	1	1	1	1	1	1	1
премия за качество корпоративного управления, %	2,05	1,20	1,20	1,20	1,20	1,20	1,20	1,20	1,20
Требуемая доходность кредиторов k_D, %	13,24	14,7	13,61	13,55	11,92	11,92	10,92	10,92	10,92
премия за кредитный риск, %	5,85	4,74	3,69	3,63	2,00	2,00	1,00	1,00	1,00
Структура капитала:									
Доля источника "собственный капитал", %	87,01	90,29	94,43	99,14	100,00	100,00	100,00	100,00	100,00
Доля источника "заемный капитал", %	12,99	9,71	5,57	0,86	0,00	0,00	0,00	0,00	0,00
WACC	15,61	17,47	16,77	17,07	17,12	17,12	17,12	17,12	17,12

Источник: данные компании; Оценка: Велес Капитал

Оценка справедливой стоимости акций МРСК Урала методом DCF

Ставка роста в постпрогнозный период, %	3,0
Сумма денежного потока, млн долл.	575
Продленная стоимость, млн долл.	1 948
Дисконтированная продленная стоимость, млн долл.	470
Стоимость компании, млн долл.	1 045
Стоимость долга, млн долл.	132
Стоимость акционерного капитала, млн долл.	913
Количество обыкновенных акций на конец 2009 г., млн	87 430
Фундаментальная стоимость 1-ой акции, долл.	0,0104
Недооценка (переоценка) обыкновенных акций, %	368,05

Источник: данные компании; Оценка: Велес Капитал

МРСК Северо-Запада

Рекомендация: АККУМУЛИРОВАТЬ

Основные моменты

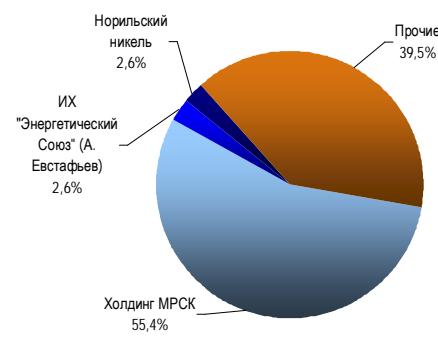
Территория обслуживания МРСК Северо-Запада


Информация об эмитенте

Код РТС	MRKZ
Цена об. акции, долл.	0,0025
Мин./макс. цена об. акции за год, долл.	0,0013 / 0,0115
Справедливая цена обыкн. акции, долл.	0,0028
Потенциал роста об. акции, %	13,38
Количество об. акций, млн шт.	95 786
Рыночная капитализация, млн долл.	239
EV, млн долл.	342

Финансовые показатели	2008 (П)	2009 (П)	2010 (П)
Выручка, млн долл.	787,7	662,4	825,9
ЕБИТДА, млн долл.	64,1	84,7	218,2
Чистая прибыль, млн долл.	(12,5)	(13,3)	85,7
Норма ЕБИТДА, %	8,1	12,8	26,4
Норма чистой прибыли, %	-	-	10,4
НОПАТ, млн долл.	(11,3)	5,3	109,5
ROIC, %	-	0,4	8,2
ROE, %	-	-	7,4

Мультипликаторы	2008 (П)	2009 (П)	2010 (П)
P/E	-	-	2,8
P/S	0,3	0,4	0,3
$EV/EBITDA$	5,3	4,0	1,6
P/BV	0,2	0,2	0,2
$ROIC/WACC$	-	0,0	0,5

Структура акционерного капитала МРСК Северо-Запада


Источник: данные компании; Оценка: Велес Капитал

Основные производственные показатели МРСК Северо-Запада за 2007 г.

Наименование РСК	Протяженность воздушных линий, км					Протяженность кабельных линий, км	Отпуск электроэнергии в сеть, ГВтч	Потери, %	Характеристика регионов			
	110 кВ и выше	35 кВ	6-20 кВ	0,4 кВ	Итого				население, тыс. чел	площадь, кв. км	рост индекса пром. пр-ва в 2008 г., %	рост строительства в 2008 г., %
Архэнерго	2 975	2 139	10 814	7 946	23 874	1 800	4 040	13,0	1 337	587 400	8,7	-21,0
Вологдаэнерго	3 125	3 189	19 542	12 580	38 436	66	10 173	4,3	1 270	145 700	-5,3	-27,8
Карелияэнерго	2 312	1 944	4 277	2 543	11 076	80	7 443	4,3	716	180 500	0,0	24,0
Колэнерго	3 890	568	387	68	4 913	310	11 399	11,3	893	144 900	-2,7	11,1
Комизэнерго	3 808	1 084	7 936	5 261	18 089	2 700	5 998	14,6	1 019	416 000	3,0	0,2
Новгородэнерго	2 206	1 436	11 966	6 655	22 263	197	3 168	10,0	694	55 300	1,2	11,8
Псковэнерго	2 161	1 664	23 129	16 136	43 090	2 000	1 837	4,4	761	55 300	4,7	3,9
Итого по МРСК	20 477	12 024	78 051	51 189	161 741	7 153	44 057	6,8	6 689	1 585 100	1,4	-8,0

Источник: данные компании; Оценка: Велес Капитал



Финансовая модель МРСК Северо-Запада

Структура выручки

	2008 (П)	2009 (П)	2010 (П)	2011 (П)	2012 (П)	2013 (П)	2014 (П)	2015 (П)	2016 (П)
Общая протяженность сетей, км									
Отпуск э/э в сеть, ГВтч	45 843	45 843	46 759	47 695	48 648	49 621	50 614	51 626	52 659
Потери э/э, %	6,88	6,88	6,88	6,88	6,88	6,88	6,88	6,88	6,88
Полезный отпуск э/э, ГВтч	42 690	42 690	43 544	44 415	45 303	46 209	47 134	48 076	49 038
Тариф, долл./МВтч	18	15	17	18	19	20	21	21	22
Размер инвестированного капитала, млн долл.	-	1 284	1 098	1 104	1 073	1 147	1 193	1 230	1 256
Выручка, млн долл.:									
от передачи э/э:									
при тарифообразовании по методу "затраты +"	777	624	-	-	-	-	-	-	-
при тарифообразовании по методу RAB	-	-	790	835	937	1 001	1 057	1 109	1 156
операционные расходы	-	-	608	626	672	716	758	798	835
возврат инвестированного капитала	-	-	84	82	85	93	100	106	112
доход на инвестированный капитал	-	-	98	126	180	192	200	205	210
от услуг по присоединению	11	39	36	77	-	-	-	-	-
прочая выручка									
Итого выручка	788	662	826	912	937	1 001	1 057	1 109	1 156
рост, %	7,9	-15,9	24,7	10,4	2,8	6,8	5,6	4,9	4,2

Источник: данные компании; Оценка: Велес Капитал

Структура себестоимости

	2008 (П)	2009 (П)	2010 (П)	2011 (П)	2012 (П)	2013 (П)	2014 (П)	2015 (П)	2016 (П)
Себестоимость, млн долл.:									
покупная э/э на компенсацию потерь	114	92	98	103	112	122	131	140	149
услуги ФСК и РСК	190	153	164	171	187	203	218	233	248
затраты на оплату труда	183	145	151	153	162	171	178	185	191
амортизация	75	78	81	84	89	93	97	100	102
прочие затраты	236	188	195	198	210	221	231	239	247
Итого себестоимость	799	656	689	711	760	809	855	898	937
рост, %	14,1	-17,9	5,1	3,1	7,0	6,4	5,7	5,0	4,4

Источник: данные компании; Оценка: Велес Капитал

Отчет о прибылях и убытках, млн долл.

	2008 (П)	2009 (П)	2010 (П)	2011 (П)	2012 (П)	2013 (П)	2014 (П)	2015 (П)	2016 (П)
Выручка	788	662	826	912	937	1 001	1 057	1 109	1 156
Себестоимость	(799)	(656)	(689)	(711)	(760)	(809)	(855)	(898)	(937)
Прочие опеац. доходы (расходы)	-	-	-	-	-	-	-	-	-
ЕВИТДА	64	85	218	286	266	285	299	311	321
Амортизация	(75)	(78)	(81)	(84)	(89)	(93)	(97)	(100)	(102)
Операционная прибыль (ЕВИТ)	(11)	7	137	201	177	192	202	211	219
Финансовые доходы (расходы)	(1)	(20)	(31)	(27)	(16)	(10)	2	13	27
Прибыль до налогообложения (ЕВТ)	(12)	(13)	106	174	161	182	204	224	246
Налог на прибыль	0	0	(21)	(35)	(32)	(36)	(41)	(45)	(49)
Чистая прибыль (ЕАТ)	(12)	(13)	85	139	129	146	163	180	197
Прибыль на акцию (EPS), долл.	(0,000)	(0,000)	0,001	0,001	0,001	0,002	0,002	0,002	0,002

Источник: данные компании; Оценка: Велес Капитал

Баланс, млн долл.

	2008 (П)	2009 (П)	2010 (П)	2011 (П)	2012 (П)	2013 (П)	2014 (П)	2015 (П)	2016 (П)
Оборотные активы	213	179	223	246	253	270	386	527	693
Денежные средства и их эквиваленты	14	12	15	16	17	18	119	247	401
Дебиторская задолженность	145	122	152	168	173	185	195	205	213
Товаро-материальные запасы	50	42	52	58	59	63	67	70	73
Прочие оборотные активы	4	3	4	4	4	5	5	5	5
Внеоборотные активы	1 282	1 338	1 388	1 447	1 534	1 596	1 653	1 701	1 741
Основные средства	1 264	1 323	1 370	1 426	1 513	1 574	1 629	1 676	1 715
Прочие внеоборотные активы	18	15	18	20	21	22	24	25	26
Итого активы	1 494	1 517	1 611	1 693	1 787	1 867	2 038	2 228	2 434
Краткосрочные обязательства	224	185	226	248	166	177	187	196	205
Краткосрочные займы и кредиты	85	68	80	86	0	0	0	0	0
Безпроцентные обязательства	140	117	146	162	166	177	187	196	205
Долгосрочные обязательства	106	182	150	71	118	40	39	40	41
Долгосрочные займы и кредиты	72	151	115	34	81	2	0	0	0
Безпроцентные обязательства	34	31	34	36	37	38	39	40	41
Акционерный капитал	1 164	1 150	1 235	1 374	1 503	1 649	1 812	1 992	2 189
Уставный капитал	408	408	408	408	408	408	408	408	408
Добавочный капитал	743	743	743	743	743	743	743	743	743
Резервный капитал	13	13	13	13	13	13	13	13	13
Нераспределенная прибыль	(1)	(14)	71	210	339	485	648	828	1 024
Всего обязательств и капитала	1 494	1 517	1 611	1 693	1 787	1 867	2 038	2 228	2 434

Источник: данные компании; Оценка: Велес Капитал

Финансовый анализ

	2008 (П)	2009 (П)	2010 (П)	2011 (П)	2012 (П)	2013 (П)	2014 (П)	2015 (П)	2016 (П)
Показатели рентабельности:									
ROIC, %	-1,0	0,4	8,2	11,5	9,7	9,9	10,0	10,1	10,2
ROE, %	-	-	7,4	11,3	9,4	9,7	9,9	9,9	9,9
ROA, %	-1,0	-0,9	5,6	8,7	7,6	8,2	8,7	8,8	8,8
Норма EBITDA, %	8,1	12,8	26,4	31,3	28,3	28,5	28,3	28,1	27,8
Норма EBIT, %	-1,4	1,0	16,6	22,1	18,9	19,2	19,1	19,1	18,9
Норма EAT, %	-1,6	-2,0	10,3	15,3	13,7	14,6	15,4	16,2	17,0
Мультипликаторы:									
P/E	(19,2)	(18,0)	2,8	1,7	1,9	1,6	1,5	1,3	1,2
EV/S	0,4	0,5	0,4	0,4	0,4	0,3	0,3	0,3	0,3
$EV/EBITDA$	5,3	4,0	1,6	1,2	1,3	1,2	1,1	1,1	1,1
P/BV	0,2	0,2	0,2	0,2	0,2	0,1	0,1	0,1	0,1
$ROIC/WACC$	(0,1)	0,0	0,5	0,7	0,6	0,6	0,6	0,6	0,6
Показатели долговой нагрузки:									
Долг / EBITDA	2,46	2,58	0,89	0,42	0,30	0,01	-	-	-
Краткосрочный долг / чистая прибыль	-6,80	-5,08	0,94	0,62	-	-	-	-	-
Долг / выручка	0,20	0,33	0,24	0,13	0,09	0,00	-	-	-
Долг / активы	0,11	0,14	0,12	0,07	0,05	0,00	-	-	-
Краткоср. долг / активы	0,06	0,04	0,05	0,05	-	-	-	-	-
EBITDA / проценты к уплате	23,04	4,04	6,84	9,95	14,95	24,90	866,80	-	-
Показатели создания стоимости:									
Спрэд экономической прибыли (ROIC-WACC), %	-16,6	-17,6	-9,0	-5,9	-7,9	-8,0	-7,9	-7,8	2,2
Инвестированный капитал (IC)	1 289	1 342	1 397	1 459	1 546	1 611	1 669	1 720	1 761
Экономическая прибыль (EVA)	(183)	(227)	(121)	(83)	(115)	(124)	(128)	(131)	38
Спрэд SVA (ROE-ks), %	-	-	-10,6	-6,7	-8,6	-8,3	-8,1	-8,1	-8,1
Акционерный инвестир. капитал (E)	1 132	1 124	1 202	1 338	1 465	1 609	1 669	1 720	1 761
Акционерная эк. прибыль (SVA)	-	-	(119)	(80)	(115)	(121)	(130)	(135)	(139)

Источник: данные компании; Оценка: Велес Капитал

Оценка стоимости МРСК Северо-Запада

Расчет свободных денежных потоков, млн долл.

	2008 (П)	2009 (П)	2010 (П)	2011 (П)	2012 (П)	2013 (П)	2014 (П)	2015 (П)	2016 (П)
ЕВИТ	(11)	7	137	201	177	192	202	211	219
Налог на прибыль	0	(1)	(27)	(40)	(35)	(38)	(40)	(42)	(44)
НОРАТ	(11)	5	109	161	142	154	162	169	175
Амортизация	(75)	(78)	(81)	(84)	(89)	(93)	(97)	(100)	(102)
Валовый денежный поток	64	83	191	246	230	247	259	269	278
Сарех	(141)	(135)	(125)	(138)	(171)	(150)	(148)	(144)	(139)
Изменение чистого оборотного капитала	12	7	(9)	(5)	(1)	(4)	(3)	(3)	(3)
Валовые инвестиции	(129)	(128)	(133)	(143)	(172)	(154)	(151)	(147)	(141)
Своб. ден. поток фирмы (FCFF)	(65)	(45)	58	103	58	93	107	122	136
Дисконтированный денежный поток фирмы	(38)	42	63	30	41	40	38	36	

Источник: данные компании; Оценка: Велес Капитал

Расчет средневзвешенной стоимости капитала (WACC)

	2008 (П)	2009 (П)	2010 (П)	2011 (П)	2012 (П)	2013 (П)	2014 (П)	2015 (П)	2016 (П)
Безрисковая доходность (для РФ) k_{rf}, %	7,39	9,92	9,92	9,92	9,92	9,92	9,92	9,92	9,92
Ср. доходность развитых рынков за 5 лет, %	3,87	2,26	2,26	2,26	2,26	2,26	2,26	2,26	2,26
Текущий спрэд дефолта РФ, %	3,52	7,66	7,66	7,66	7,66	7,66	7,66	7,66	7,66
Требуемая доходность акционеров k_s, %	16,30	17,92	16,92	16,92	16,92	16,92	16,92	16,92	16,92
акционерная премия, %	6,00	6,00	5,00	5,00	5,00	5,00	5,00	5,00	5,00
β коэффициент	1	1	1	1	1	1	1	1	1
премия за качество корпоративного управления, %	1,91	1,00	1,00	1,00	1,00	1,00	1,00	1,00	1,00
Требуемая доходность кредиторов k_d, %	13,30	14,9	13,79	13,65	12,59	12,56	10,92	10,92	10,92
премия за кредитный риск, %	5,91	4,96	3,87	3,73	2,67	2,64	1,00	1,00	1,00
Структура капитала:									
Доля источника "собственный капитал", %	88,08	84,04	86,41	92,01	94,51	99,01	100,00	100,00	100,00
Доля источника "заемный капитал", %	11,92	15,96	13,59	7,99	5,49	0,99	0,00	0,00	0,00
WACC	15,56	16,96	16,12	16,44	16,54	16,85	16,92	16,92	16,92

Источник: данные компании; Оценка: Велес Капитал

Оценка справедливой стоимости акций МРСК Северо-Запада методом DCF

Ставка роста в постпрогнозный период, %	3,0
Сумма денежного потока, млн долл.	248
Продленная стоимость, млн долл.	939
Дисконтированная продленная стоимость, млн долл.	230
Стоимость компании, млн долл.	478
Стоимость долга, млн долл.	207
Стоимость акционерного капитала, млн долл.	272
Количество обыкновенных акций на конец 2009 г., млн	95 786
Фундаментальная стоимость 1-ой акции, долл.	0,0028
Недооценка (переоценка) обыкновенных акций, %	13,38

Источник: данные компании; Оценка: Велес Капитал

МРСК Сибири

Рекомендация: ПОКУПАТЬ

Основные моменты

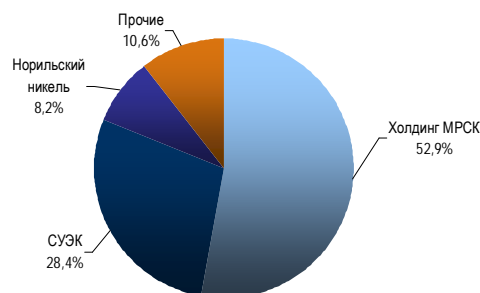
Территория обслуживания МРСК Сибири


Информация об эмитенте

Код РТС	MRKS
Цена об. акции, долл.	0,0024
Мин./макс. цена об. акции за год, долл.	0,0023 / 0,0225
Справедливая цена обыкн. акции, долл.	0,0046
Потенциал роста об. акции, %	90,56
Количество об. акций, млн шт.	89 368
Рыночная капитализация, млн долл.	214
EV, млн долл.	397

Финансовые показатели	2008 (П)	2009 (П)	2010 (П)
Выручка, млн долл.	1 411,3	1 131,0	1 488,1
ЕВITDA, млн долл.	101,2	100,3	399,9
Чистая прибыль, млн долл.	(26,7)	(72,0)	153,8
Норма ЕВITDA, %	7,2	8,9	26,9
Норма чистой прибыли, %	-	-	10,3
НОРАТ, млн долл.	(20,5)	(29,8)	206,1
ROIC, %	-	-	12,3
ROE, %	-	-	12,2

Мультипликаторы	2008 (П)	2009 (П)	2010 (П)
P/E	-	-	1,4
P/S	0,2	0,2	0,1
$EV/EBITDA$	3,9	4,0	1,0
P/BV	0,2	0,2	0,2
$ROIC/WACC$	-	-	0,8

Структура акционерного капитала МРСК Сибири


Источник: данные компании; Оценка: Велес Капитал

Основные производственные показатели МРСК Сибири за 2007 г.

Наименование РСК	Протяженность воздушных линий, км					Отпуск электроэнергии в сеть, ГВтч		Характеристика регионов			
	110 кВ и выше	35 кВ	6-20 кВ	0,4 кВ	Итого	Потери, %	Потери, %	население, тыс. чел	площадь, кв. км	рост индекса пром. пр-ва в 2008 г., %	рост строительства в 2008 г., %
Алтайэнерго	8 502	3 886	28 703	20 637	61 728	8 614	10,3	2 509	169 100	1,8	0,3
Бурятэнерго	2 977	2 878	11 483	6 406	23 744	4 072	13,3	960	351 300	7,6	5,7
Красноярскэнерго	7 708	5 630	18 982	13 925	46 245	35 151	7,6	2 966	2 339 700	5,3	4,9
Кузбассэнерго-РСК	4 872	3 793	10 681	10 421	29 767	27 429	4,3	2 899	95 500	-2,5	12,0
Омскэнерго	5 238	5 025	18 781	16 416	45 460	8 941	8,7	2 018	139 700	3,4	5,2
Томская РК	4 467	1 650	6 906	3 143	16 166	5 871	9,0	1 046	316 900	0,0	-1,6
Хакасияэнерго	1 113	1 188	3 887	3 324	9 512	12 472	3,8	537	61 900	4,8	-13,6
Читаэнерго	4 084	2 861	17 142	9 134	33 221	5 055	14,5	1 155	431 500	2,2	34,8
Итого по МРСК	38 961	26 911	116 565	83 406	265 843	107 606	7,2	14 090	3 905 600	3,0	8,4

Источник: данные компании; Оценка: Велес Капитал

Финансовая модель МРСК Сибири

Структура выручки

	2008 (П)	2009 (П)	2010 (П)	2011 (П)	2012 (П)	2013 (П)	2014 (П)	2015 (П)	2016 (П)
Общая протяженность сетей, км									
Отпуск э/э в сеть, ГВтч	109 020	111 800	115 208	118 254	120 604	123 016	125 476	127 986	130 546
Потери э/э, %	7,17	7,80	7,44	7,43	7,41	7,41	7,41	7,41	7,41
Полезный отпуск э/э, ГВтч	101 203	103 079	106 637	109 469	111 670	113 903	116 181	118 505	120 875
Тариф, долл./МВтч	12	10	12	12	14	15	16	16	17
Размер инвестированного капитала, млн долл.	-	1 825	1 596	1 748	1 981	2 287	2 372	2 441	2 489
Выручка, млн долл.:									
от передачи э/э:									
при тарифообразовании по методу "затраты +"	1 244	1 027	-	-	-	-	-	-	-
при тарифообразовании по методу RAB	-	-	1 370	1 471	1 710	1 869	1 981	2 086	2 182
операционные расходы	-	-	1 084	1 125	1 213	1 301	1 386	1 467	1 543
возврат инвестированного капитала	-	-	141	146	165	187	200	213	225
доход на инвестированный капитал	-	-	145	200	332	381	395	406	414
от услуг по присоединению	67	23	33	46	-	-	-	-	-
прочая выручка	101	81	85	87	93	99	105	110	114
Итого выручка	1 411	1 131	1 488	1 604	1 803	1 969	2 086	2 196	2 296
рост, %	17,3	-19,9	31,6	7,8	12,5	9,2	5,9	5,3	4,6

Источник: данные компании; Оценка: Велес Капитал

Структура себестоимости

	2008 (П)	2009 (П)	2010 (П)	2011 (П)	2012 (П)	2013 (П)	2014 (П)	2015 (П)	2016 (П)
Себестоимость, млн долл.:									
покупная э/э на компенсацию потерь	194	174	180	189	206	223	240	257	273
услуги ФСК и РСК	587	471	504	529	577	625	673	719	764
затраты на оплату труда	269	216	226	232	249	264	279	292	304
амортизация	122	130	142	163	190	207	215	222	227
прочие затраты	211	170	178	183	195	208	219	230	239
Итого себестоимость	1 432	1 161	1 230	1 296	1 416	1 527	1 625	1 719	1 807
рост, %	25,4	-18,9	6,0	5,3	9,2	7,8	6,5	5,8	5,1

Источник: данные компании; Оценка: Велес Капитал

Отчет о прибылях и убытках, млн долл.

	2008 (П)	2009 (П)	2010 (П)	2011 (П)	2012 (П)	2013 (П)	2014 (П)	2015 (П)	2016 (П)
Выручка	1 411	1 131	1 488	1 604	1 803	1 969	2 086	2 196	2 296
Себестоимость	(1 432)	(1 161)	(1 230)	(1 296)	(1 416)	(1 527)	(1 625)	(1 719)	(1 807)
Прочие опеац. доходы (расходы)	-	-	-	-	-	-	-	-	-
ЕВИТДА	101	100	400	471	577	650	676	698	716
Амортизация	(122)	(130)	(142)	(163)	(190)	(207)	(215)	(222)	(227)
Операционная прибыль (ЕВИТ)	(21)	(30)	258	307	388	442	460	476	489
Финансовые доходы (расходы)	(6)	(42)	(68)	(81)	(102)	(116)	(94)	(62)	(28)
Прибыль до налогообложения (ЕВТ)	(27)	(72)	190	227	285	326	367	414	461
Налог на прибыль	0	0	(38)	(45)	(57)	(65)	(73)	(83)	(92)
Чистая прибыль (ЕАТ)	(27)	(72)	152	181	228	261	293	331	369
Прибыль на акцию (EPS), долл.	(0,000)	(0,001)	0,002	0,002	0,003	0,003	0,003	0,004	0,004

Источник: данные компании; Оценка: Велес Капитал

Баланс, млн долл.

	2008 (П)	2009 (П)	2010 (П)	2011 (П)	2012 (П)	2013 (П)	2014 (П)	2015 (П)	2016 (П)
Оборотные активы	329	264	347	374	421	459	486	512	615
Денежные средства и их эквиваленты	8	7	9	10	11	12	12	13	93
Дебиторская задолженность	245	196	259	279	313	342	362	381	399
Товаро-материальные запасы	66	53	69	75	84	92	97	102	107
Прочие оборотные активы	10	8	10	11	13	14	15	15	16
Внеоборотные активы	1 582	1 672	1 882	2 199	2 533	2 644	2 733	2 806	2 864
Основные средства	1 534	1 634	1 832	2 145	2 472	2 578	2 662	2 733	2 787
Прочие внеоборотные активы	47	38	50	54	61	66	70	74	77
Итого активы	1 911	1 936	2 229	2 573	2 954	3 103	3 219	3 319	3 479
Краткосрочные обязательства	334	266	349	375	421	459	487	512	331
Краткосрочные займы и кредиты	131	103	134	143	161	175	186	195	0
Безпроцентные обязательства	204	163	215	231	260	284	301	317	331
Долгосрочные обязательства	243	407	467	603	709	560	355	98	70
Долгосрочные займы и кредиты	188	358	411	545	647	495	288	29	0
Безпроцентные обязательства	55	49	56	58	62	65	66	68	70
Акционерный капитал	1 334	1 262	1 414	1 595	1 823	2 084	2 378	2 709	3 078
Уставный капитал	381	381	381	381	381	381	381	381	381
Добавочный капитал	937	937	937	937	937	937	937	937	937
Резервный капитал	0	0	0	0	0	0	0	0	0
Нераспределенная прибыль	16	(56)	96	277	505	766	1 060	1 391	1 760
Всего обязательств и капитала	1 911	1 936	2 229	2 573	2 954	3 103	3 219	3 319	3 479

Источник: данные компании; Оценка: Велес Капитал

Финансовый анализ

	2008 (П)	2009 (П)	2010 (П)	2011 (П)	2012 (П)	2013 (П)	2014 (П)	2015 (П)	2016 (П)
Показатели рентабельности:									
<i>ROIC, %</i>	-	-1,9	12,3	12,9	14,0	13,8	13,8	13,8	13,7
<i>ROE, %</i>	-	-	12,0	12,8	14,3	14,3	14,1	13,9	13,6
<i>ROA, %</i>	-1,4	-3,8	7,8	8,1	8,9	8,8	9,5	10,3	11,1
<i>Норма EBITDA, %</i>	7,2	8,9	26,9	29,4	32,0	33,0	32,4	31,8	31,2
<i>Норма EBIT, %</i>	-1,5	-2,6	17,3	19,2	21,5	22,5	22,1	21,7	21,3
<i>Норма EAT, %</i>	-1,9	-6,4	10,2	11,3	12,7	13,3	14,1	15,1	16,1
Мультипликаторы:									
<i>P/E</i>	(8,0)	(3,0)	1,4	1,2	0,9	0,8	0,7	0,6	0,6
<i>EV/S</i>	0,3	0,4	0,3	0,2	0,2	0,2	0,2	0,2	0,2
<i>EV/EBITDA</i>	3,9	4,0	1,0	0,8	0,7	0,6	0,6	0,6	0,6
<i>P/BV</i>	0,2	0,2	0,2	0,1	0,1	0,1	0,1	0,1	0,1
<i>ROIC/WACC</i>	-	(0,1)	0,8	0,8	0,9	0,8	0,8	0,8	0,8
Показатели долговой нагрузки:									
Долг / EBITDA	3,15	4,60	1,36	1,46	1,40	1,03	0,70	0,32	-
Краткосрочный долг / чистая прибыль	-4,90	-1,43	0,88	0,79	0,70	0,67	0,63	0,59	-
Долг / выручка	0,23	0,41	0,37	0,43	0,45	0,34	0,23	0,10	-
Долг / активы	0,17	0,24	0,24	0,27	0,27	0,22	0,15	0,07	-
Краткоср. долг / активы	0,07	0,05	0,06	0,06	0,05	0,06	0,06	0,06	-
EBITDA / проценты к уплате	14,23	2,34	5,85	5,77	5,59	5,55	7,12	10,94	24,36
Показатели создания стоимости:									
<i>Спрэд экономической прибыли (ROIC-WACC), %</i>	-	-19,4	-4,1	-3,2	-1,9	-2,5	-2,9	-3,6	5,7
Инвестированный капитал (IC)	1 597	1 679	1 899	2 220	2 560	2 677	2 769	2 847	2 907
Экономическая прибыль (EVA)	-	(309)	(68)	(61)	(43)	(63)	(78)	(100)	164
<i>Спрэд SVA (ROE-ks), %</i>	-	-	-5,9	-5,1	-3,7	-3,7	-3,9	-4,0	-4,4
Акционерный инвестир. капитал (E)	1 278	1 217	1 355	1 532	1 752	2 006	2 295	2 622	2 907
Акционерная эк. прибыль (SVA)	-	-	(72)	(70)	(56)	(64)	(78)	(93)	(114)

Источник: данные компании; Оценка: Велес Капитал

Оценка стоимости МРСК Сибири

Расчет свободных денежных потоков, млн долл.

	2008 (П)	2009 (П)	2010 (П)	2011 (П)	2012 (П)	2013 (П)	2014 (П)	2015 (П)	2016 (П)
ЕВИТ	(21)	(30)	258	307	388	442	460	476	489
Налог на прибыль	0	0	(52)	(61)	(78)	(88)	(92)	(95)	(98)
НОРАТ	(21)	(30)	206	246	310	354	368	381	391
Амортизация	(122)	(130)	(142)	(163)	(190)	(207)	(215)	(222)	(227)
Валовый денежный поток	101	100	348	409	500	561	584	603	618
Сарех	(212)	(221)	(328)	(456)	(490)	(295)	(292)	(285)	(276)
Изменение чистого оборотного капитала	(40)	18	(22)	(7)	(13)	(11)	(8)	(7)	(7)
Валовые инвестиции	(251)	(204)	(351)	(463)	(503)	(306)	(300)	(293)	(282)
Своб. ден. поток фирмы (FCFF)	(150)	(104)	(2)	(54)	(3)	255	284	310	336
Дисконтированный денежный поток фирмы		(88)	(2)	(35)	(2)	120	112	101	89

Источник: данные компании; Оценка: Велес Капитал

Расчет средневзвешенной стоимости капитала (WACC)

	2008 (П)	2009 (П)	2010 (П)	2011 (П)	2012 (П)	2013 (П)	2014 (П)	2015 (П)	2016 (П)
Безрисковая доходность (для РФ) k_{rf}, %	7,39	9,92	9,92	9,92	9,92	9,92	9,92	9,92	9,92
Ср. доходность развитых рынков за 5 лет, %	3,87	2,26	2,26	2,26	2,26	2,26	2,26	2,26	2,26
Текущий спрэд дефолта РФ, %	3,52	7,66	7,66	7,66	7,66	7,66	7,66	7,66	7,66
Требуемая доходность акционеров k_S, %	16,44	18,13	16,92	16,92	16,92	16,92	16,92	16,92	16,92
акционерная премия, %	6,00	6,00	5,00	5,00	5,00	5,00	5,00	5,00	5,00
β коэффициент	1	1	1	1	1	1	1	1	1
премия за качество корпоративного управления, %	2,05	1,21	1,00	1,00	1,00	1,00	1,00	1,00	1,00
Требуемая доходность кредиторов k_D, %	13,44	15,1	14,10	13,95	12,92	12,80	11,71	11,64	10,92
премия за кредитный риск, %	6,05	5,21	4,18	4,03	3,00	2,88	1,79	1,72	1,00
Структура капитала:									
Доля источника "собственный капитал", %	80,72	73,21	72,30	70,03	69,10	75,16	82,49	90,99	100,00
Доля источника "заемный капитал", %	19,28	26,79	27,70	29,97	30,90	24,84	17,51	9,01	0,00
WACC	15,24	16,51	15,36	15,19	14,89	15,26	15,60	16,23	16,92

Источник: данные компании; Оценка: Велес Капитал

Оценка справедливой стоимости акций МРСК Сибири методом DCF

Ставка роста в постпрогнозный период, %	3,0
Сумма денежного потока, млн долл.	287
Продленная стоимость, млн долл.	2 355
Дисконтированная продленная стоимость, млн долл.	577
Стоимость компании, млн долл.	864
Стоимость долга, млн долл.	455
Стоимость акционерного капитала, млн долл.	409
Количество обыкновенных акций на конец 2009 г., млн	89 368
Фундаментальная стоимость 1-ой акции, долл.	0,0046
Недооценка (переоценка) обыкновенных акций, %	90,56

Источник: данные компании; Оценка: Велес Капитал

Ленэнерго

Рекомендация: ПОКУПАТЬ

ОСНОВНЫЕ МОМЕНТЫ

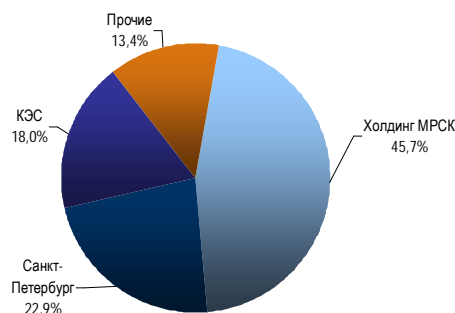
Территория обслуживания Ленэнерго


Информация об эмитенте

Код РТС	LSNG
Цена об. акции, долл.	0,2275
Цена прив. акции, долл.	0,5500
Мин./макс. цена об. акции за год, долл.	0,1850 / 1,9400
Мин./макс. цена об. акции за год, долл.	0,2500 / 1,7500
Справедливая цена обыкн. акции, долл.	0,6957
Справедливая цена привил. акции, долл.	0,5218
Потенциал роста об. акции, %	205,79
Потенциал роста прив. акции, %	-5,14
Количество об. акций, млн шт.	926
Количество прив. акций, млн шт.	93
Рыночная капитализация, млн долл.	262
EV, млн долл.	473

Финансовые показатели	2008 (П)	2009 (П)	2010 (П)
Выручка, млн долл.	825,7	756,2	1 334,4
ЕВITDA, млн долл.	188,9	200,2	696,2
Чистая прибыль, млн долл.	48,8	37,3	387,7
Норма ЕВITDA, %	22,9	26,5	52,2
Норма чистой прибыли, %	5,9	4,9	29,1
НОРАТ, млн долл.	63,8	93,1	475,1
ROIC, %	4,0	5,1	23,0
ROE, %	3,4	2,5	25,1

Мультипликаторы	2008 (П)	2009 (П)	2010 (П)
P/E	5,4	7,0	0,7
P/S	0,3	0,3	0,2
$EV/EBITDA$	2,5	2,4	0,7
P/BV	0,2	0,2	0,1
$ROIC/WACC$	0,2	0,3	1,5

Структура акционерного капитала Ленэнерго


Источник: данные компании; Оценка: Велес Капитал

Основные производственные показатели Ленэнерго за 2007 г.

Наименование РСК	Протяженность воздушных линий, км				Протяженность кабельных линий, км	Отпуск электроэнергии в сеть, ГВтч	Потери, %	Характеристика регионов			
	35-110 кВ и выше	6-20 кВ	0,4 кВ	Итого				население, тыс. чел	площадь, кв. км	рост индекса пром. пр-ва в 2008 г., %	рост строительства в 2008 г., %
Ленэнерго	10 505	16 833	11 503	38 842	16 338	30 631	12,1	6 200	87 100	2,5	1,9

Источник: данные компании; Оценка: Велес Капитал

Финансовая модель Ленэнерго

Структура выручки

	2008 (П)	2009 (П)	2010 (П)	2011 (П)	2012 (П)	2013 (П)	2014 (П)	2015 (П)	2016 (П)
Общая протяженность сетей, км									
Отпуск э/э в сеть, ГВтч	31 627	30 540	31 193	31 681	32 274	32 883	33 540	34 211	34 895
Потери э/э, %	12,07	12,00	12,36	12,09	11,94	11,82	11,82	11,82	11,82
Полезный отпуск э/э, ГВтч	28 221	27 267	27 761	28 265	28 831	29 407	29 576	30 168	30 771
Тариф, долл./МВтч	19	15	35	38	45	47	49	50	51
Размер инвестированного капитала, млн долл.	-	3 365	2 767	2 812	2 804	2 864	2 928	2 977	3 008
Выручка, млн долл.:									
от передачи э/э:									
при тарифообразовании по методу "затраты +"	609	568	-	-	-	-	-	-	-
при тарифообразовании по методу RAB	-	-	1 105	1 220	1 455	1 531	1 644	1 720	1 790
операционные расходы	-	-	638	678	755	808	896	950	1 002
возврат инвестированного капитала	-	-	227	224	236	250	264	278	293
доход на инвестированный капитал	-	-	240	317	464	473	483	491	496
от услуг по присоединению	209	183	224	230	166	134	-	-	-
прочая выручка	8	5	6	6	6	7	7	7	8
Итого выручка	826	756	1 334	1 456	1 627	1 672	1 651	1 728	1 798
рост, %	37,6	-8,4	76,5	9,1	11,7	2,8	-1,3	4,7	4,1

Источник: данные компании; Оценка: Велес Капитал

Структура себестоимости

	2008 (П)	2009 (П)	2010 (П)	2011 (П)	2012 (П)	2013 (П)	2014 (П)	2015 (П)	2016 (П)
Себестоимость, млн долл.:									
покупная э/э на компенсацию потерь	160	134	187	211	247	266	320	342	364
услуги ФСК и РСК	231	221	242	254	282	305	329	351	373
затраты на оплату труда	93	73	76	77	81	86	90	93	96
амортизация	102	79	89	103	116	128	138	145	152
прочие затраты	153	128	133	136	144	151	158	164	169
Итого себестоимость	738	635	727	781	870	936	1 034	1 095	1 154
рост, %	44,1	-14,1	14,6	7,4	11,5	7,5	10,5	6,0	5,3

Источник: данные компании; Оценка: Велес Капитал

Отчет о прибылях и убытках, млн долл.

	2008 (П)	2009 (П)	2010 (П)	2011 (П)	2012 (П)	2013 (П)	2014 (П)	2015 (П)	2016 (П)
Выручка	826	756	1 334	1 456	1 627	1 672	1 651	1 728	1 798
Себестоимость	(738)	(635)	(727)	(781)	(870)	(936)	(1 034)	(1 095)	(1 154)
Прочие опеац. доходы (расходы)	-	-	-	-	-	-	-	-	-
ЕБИТДА	189	200	696	778	872	864	755	777	796
Амортизация	(102)	(79)	(89)	(103)	(116)	(128)	(138)	(145)	(152)
Операционная прибыль (ЕБИТ)	87	122	607	675	756	736	617	632	645
Финансовые доходы (расходы)	(21)	(73)	(115)	(103)	(83)	(47)	(12)	27	68
Прибыль до налогообложения (ЕБТ)	67	49	492	572	673	689	605	660	713
Налог на прибыль	(18)	(11)	(107)	(119)	(138)	(139)	(122)	(132)	(143)
Чистая прибыль (ЕАТ)	49	37	385	453	536	550	483	527	570
Прибыль на акцию (EPS), долл.	0,049	0,040	0,416	0,489	0,578	0,594	0,522	0,570	0,616

Источник: данные компании; Оценка: Велес Капитал

Баланс, млн долл.

	2008 (П)	2009 (П)	2010 (П)	2011 (П)	2012 (П)	2013 (П)	2014 (П)	2015 (П)	2016 (П)
Оборотные активы	920	881	1 170	1 222	1 291	1 309	1 301	1 478	1 882
Денежные средства и их эквиваленты	331	317	421	439	465	471	468	626	1 013
Дебиторская задолженность	534	511	679	709	750	760	755	773	788
Товаро-материальные запасы	55	53	70	73	77	78	78	80	81
Прочие оборотные активы	0	0	0	0	0	0	0	0	0
Внеоборотные активы	2 144	2 360	2 757	3 136	3 493	3 828	4 042	4 244	4 435
Основные средства	2 108	2 326	2 712	3 089	3 443	3 777	3 992	4 193	4 383
Прочие внеоборотные активы	35	34	45	47	50	50	50	51	52
Итого активы	3 064	3 241	3 927	4 358	4 785	5 137	5 342	5 722	6 317
Краткосрочные обязательства	807	772	1 026	1 071	1 132	1 148	1 141	1 167	1 191
Краткосрочные займы и кредиты	0	0	0	0	0	0	0	0	0
Безпроцентные обязательства	807	772	1 026	1 071	1 132	1 148	1 141	1 167	1 191
Долгосрочные обязательства	750	924	971	904	734	521	250	76	78
Долгосрочные займы и кредиты	697	874	904	834	660	446	176	0	0
Безпроцентные обязательства	53	50	67	70	74	75	75	76	78
Акционерный капитал	1 507	1 544	1 930	2 382	2 918	3 468	3 951	4 479	5 049
Уставный капитал	35	35	35	35	35	35	35	35	35
Добавочный капитал	1 476	1 476	1 476	1 476	1 476	1 476	1 476	1 476	1 476
Резервный капитал	6	6	6	6	6	6	6	6	6
Нераспределенная прибыль	(10)	28	413	866	1 401	1 951	2 435	2 962	3 532
Всего обязательств и капитала	3 064	3 241	3 927	4 358	4 785	5 137	5 342	5 722	6 317

Источник: данные компании; Оценка: Велес Капитал

Финансовый анализ

	2008 (П)	2009 (П)	2010 (П)	2011 (П)	2012 (П)	2013 (П)	2014 (П)	2015 (П)	2016 (П)
Показатели рентабельности:									
ROIC, %	4,0	5,1	23,0	22,6	22,0	19,2	14,5	14,0	13,6
ROE, %	3,4	2,5	25,0	23,5	22,5	18,8	13,9	13,3	12,7
ROA, %	2,0	1,2	11,9	11,5	12,3	11,5	9,4	9,9	10,0
Норма EBITDA, %	22,9	26,5	52,2	53,4	53,6	51,7	45,7	45,0	44,3
Норма EBIT, %	10,6	16,1	45,5	46,4	46,5	44,0	37,4	36,6	35,8
Норма EAT, %	5,9	4,9	28,9	31,1	32,9	32,9	29,3	30,5	31,7
Мультипликаторы:									
P/E	5,4	7,0	0,7	0,6	0,5	0,5	0,5	0,5	0,5
EV/S	0,6	0,6	0,4	0,3	0,3	0,3	0,3	0,3	0,3
$EV/EBITDA$	2,5	2,4	0,7	0,6	0,5	0,5	0,6	0,6	0,6
P/BV	0,2	0,2	0,1	0,1	0,1	0,1	0,1	0,1	0,1
$ROIC/WACC$	0,2	0,3	1,4	1,4	1,3	1,1	0,8	0,8	0,8
Показатели долговой нагрузки:									
Долг / EBITDA	3,69	4,36	1,30	1,07	0,76	0,52	0,23	-	-
Краткосрочный долг / чистая прибыль	-	-	0,00	-	-	-	-	-	-
Долг / выручка	0,84	1,16	0,68	0,57	0,41	0,27	0,11	-	-
Долг / активы	0,23	0,27	0,23	0,19	0,14	0,09	0,03	-	-
Краткоср. долг / активы	-	-	0,00	-	-	-	-	-	-
EBITDA / проценты к уплате	5,63	2,13	4,90	5,39	6,76	8,95	11,95	33,00	-
Показатели создания стоимости:									
Спрэд экономической прибыли (ROIC-WACC), %	-16,0	-14,3	6,8	6,2	5,4	2,0	-3,1	-4,0	5,6
Инвестированный капитал (IC)	1 838	2 068	2 368	2 730	3 064	3 393	3 609	3 802	3 984
Экономическая прибыль (EVA)	(257)	(262)	141	146	146	61	(105)	(143)	211
Спрэд SVA (ROE-ks), %	-19,1	-19,6	7,0	5,5	4,5	0,9	-4,0	-4,6	-5,2
Акционерный инвестир. капитал (E)	1 141	1 194	1 464	1 896	2 404	2 947	3 433	3 802	3 984
Акционерная эк. прибыль (SVA)	(221)	(223)	83	80	85	21	(119)	(159)	(199)

Источник: данные компании; Оценка: Велес Капитал

Оценка стоимости Ленэнерго

Расчет свободных денежных потоков, млн долл.

	2008 (П)	2009 (П)	2010 (П)	2011 (П)	2012 (П)	2013 (П)	2014 (П)	2015 (П)	2016 (П)
ЕБИТ	87	122	607	675	756	736	617	632	645
Налог на прибыль	(24)	(29)	(132)	(141)	(155)	(149)	(124)	(127)	(129)
НОРАТ	64	93	475	534	602	587	493	505	515
Амортизация	(102)	(79)	(89)	(103)	(116)	(128)	(138)	(145)	(152)
Валовый денежный поток	165	172	564	637	717	715	631	650	667
Сарех	(380)	(320)	(464)	(466)	(457)	(450)	(342)	(339)	(335)
Изменение чистого оборотного капитала	74	(12)	85	15	20	5	(2)	9	8
Валовые инвестиции	(306)	(331)	(379)	(451)	(436)	(444)	(344)	(330)	(327)
Своб. ден. поток фирмы (FCFF)	(140)	(160)	185	186	281	271	286	321	340
Дисконтированный денежный поток фирмы	(134)	137	118	152	123	108	101	91	91

Источник: данные компании; Оценка: Велес Капитал

Расчет средневзвешенной стоимости капитала (WACC)

	2008 (П)	2009 (П)	2010 (П)	2011 (П)	2012 (П)	2013 (П)	2014 (П)	2015 (П)	2016 (П)
Безрисковая доходность (для РФ) k_{rf}, %	7,39	9,92	9,92	9,92	9,92	9,92	9,92	9,92	9,92
Ср. доходность развитых рынков за 5 лет, %	3,87	2,26	2,26	2,26	2,26	2,26	2,26	2,26	2,26
Текущий спрэд дефолта РФ, %	3,52	7,66	7,66	7,66	7,66	7,66	7,66	7,66	7,66
Требуемая доходность акционеров k_S, %	22,54	20,98	16,92	16,92	16,92	16,92	16,92	16,92	16,92
акционерная премия, %	6,00	6,00	5,00	5,00	5,00	5,00	5,00	5,00	5,00
β коэффициент	1	1	1	1	1	1	1	1	1
премия за качество корпоративного управления, %	8,15	4,06	1,00	1,00	1,00	1,00	1,00	1,00	1,00
Требуемая доходность кредиторов k_d, %	19,54	18,0	14,60	13,90	12,75	12,66	11,60	10,92	10,92
премия за кредитный риск, %	12,15	8,06	4,68	3,98	2,83	2,74	1,68	1,00	1,00
Структура капитала:									
Доля источника "собственный капитал", %	68,38	63,87	68,17	74,17	81,11	87,59	94,08	100,00	100,00
Доля источника "заемный капитал", %	31,62	36,13	31,83	25,83	18,89	12,41	5,92	0,00	0,00
WACC	19,93	18,37	15,17	15,39	15,64	16,07	16,47	16,92	16,92

Источник: данные компании; Оценка: Велес Капитал

Оценка справедливой стоимости акций Ленэнерго методом DCF

Ставка роста в постпрогнозный период, %	3,0
Сумма денежного потока, млн долл.	678
Продленная стоимость, млн долл.	2 335
Дисконтированная продленная стоимость, млн долл.	572
Стоимость компании, млн долл.	1 250
Стоимость долга, млн долл.	557
Стоимость акционерного капитала, млн долл.	693
Количество обыкновенных акций на конец 2009 г., млн	926
Количество привилегированных акций на конец 2009 г., млн	93
Фундаментальная стоимость 1-ой обыкновенной акции, долл.	0,6957
Фундаментальная стоимость 1-ой привилегированной акции, долл.	0,5218
Недооценка (переоценка) обыкновенных акций, %	205,79
Недооценка (переоценка) привилегированных акций, %	-5,14

Источник: данные компании; Оценка: Велес Капитал



Краткий справочник инвестора

Методы, применяемые для оценки акций			
Доходный подход		Сравнительный подход	Затратный подход
	Метод DCF	Метод экономической прибыли	Мультипликативный анализ
Концепция оценки единого объекта (EV) *	Дисконтирование ден. потоков фирмы (FCFF)	Дисконтирование эк. прибыли фирмы (EVA)	Метод чистых активов
Прямой расчет стоимости акционерного капитала (SV) **	Дисконтирование ден. потоков для акционеров (FCFE)	Дисконтирование эк. прибыли для акционеров (Edwards-Bell-Ohlson метод)	

* Стоимость долга рассчитывается отдельно и затем вычитается из общей стоимости бизнеса (target EV), сформированной исходя из ден. потоков / эк. прибылей фирмы.

** Долг учитывается в расчете интегрированно - через ежегодные погашения. Соответственно справедливая стоимость акц. капитала (target SV) формируется прямым образом - исходя из ден. потоков / эк. прибылей для акционеров.

Примечание:

DCF Методы отличаются от методов эк.прибыли способом учета инвестиций. Методы концепции оценки единого объекта отличаются от методов прямого расчета стоимости акционерного капитала - способом учета стоимости и обслуживания долговых обязательств.

Расчет стоимости в рамках доходного подхода:

	расчет стоимости бизнеса (EV) в рамках оценки стоимости единого объекта	расчет стоимости акционерного капитала (SV)
Метод DCF (FCFF)	$EV = \sum_{i=1}^n \frac{FCFF_i}{(1+WACC_c)^i} + \frac{TV}{(1+WACC_c)^n} + NA$	$SV = EV - D$
Метод DCF (FCFE)		$SV = \sum_{i=1}^n \frac{FCFE_i}{(1+k_{sj})^i} + \frac{TV}{(1+k_{sj})^n} + Cash + NA$
Метод экономической прибыли (EVA)	$EV = IC_1 + \sum_{i=1}^n \frac{EVA_i}{(1+WACC_c)^i} + \frac{TV}{(1+WACC_c)^n} + NA$	$SV = EV - D$
Метод EBO		$SV = BV_1 + \sum_{i=1}^n \frac{SVA_i}{(1+k_{sj})^i} + \frac{TV}{(1+k_{sj})^n} + Cash + NA$

Обозначения:

EV	- стоимость бизнеса (Enterprise Value)
SV	- стоимость акционерного капитала (Shareholders Value)
TV	- стоимость бизнеса / акц. капитала в постпрогнозном периоде (Terminal Value)
Sagr	- темпы развития в постпрогнозном периоде
BV, E	- акционерный капитал на начало периода (Balance Value, Equity)
EBIT	- операционная прибыль от продаж, прибыль до уплаты процентов по кредиту и налога на прибыль
EBITDA	- операционная прибыль до уплаты процентов по кредиту, налога на прибыль и амортизации
EBT	- доналоговая прибыль (Earnings Before Tax)
EAT	- чистая прибыль (Earnings After Tax)
EPS	- чистая прибыль на одну акцию (Earnings Per Share)
NOPAT	- чистая операционная прибыль, очищенная от эффектов долгового финансирования $NOPAT = EBIT * (1 - \text{эффе́ктивная ставка налога на прибыль})$
FCFF	- свободный ден.поток фирмы (Free Cash Flow to Firm) $FCFF = \text{валовый ден. поток} - \text{валовые инвестиции}$ $\text{Валовый ден. поток} = NOPAT + \text{амортизация}$
FCFE	- свободный ден.поток для акционеров (Free Cash Flow to Equity) $FCFE = \text{валовый акционерный ден. поток} - \text{валовые инвестиции}$ $\text{Валовый акционерный ден. поток} = EAT \text{ операционной деятельности (вкл. процентные платежи)} - \text{ежегодное погашение долга} + \text{привлечение заемных средств} + \text{амортизация}$
EVA	- экономическая добавленная стоимость, экономическая прибыль фирмы (Economic Value Added) $EVA = \text{спрэд экономической прибыли} * IC = (ROIC - WACC) * IC$
SVA	- экономическая прибыль для акционеров (Shareholders Value Added) $SVA = \text{спрэд} * E = (ROE - k_s) * E$
WACC	- средневзвешенная стоимость капитала (Weighted Average Cost of Capital)
k_s	- требуемая доходность акционеров
D	- справедливая (рыночная) стоимость чистого долга
Cash	- денежные средства, а также рыночные ценные бумаги на балансе
NA	- неоперационные активы
IC	- инвестированный капитал в операционную деятельность на начало периода (Invested Capital)
ROIC	- рентабельность инвестированного капитала (Return on Invested Capital) $ROIC = \frac{NOPAT}{IC}$
ROE	- рентабельность акционерного капитала (Return on Equity)
ROA	- рентабельность активов (Return on Assets)

Раскрытие информации

Заявление аналитика и подтверждение о снятии ответственности

Настоящий отчет подготовлен аналитиком (ами) ИК «Велес Капитал». Приведенные в данном отчете оценки отражают личное мнение аналитика (ов). Вознаграждение аналитиков не зависит, никогда не зависело и не будет зависеть от конкретных рекомендаций или оценок, указанным в данном отчете. Вознаграждение аналитиков зависит от общей эффективности бизнеса ИК «Велес Капитал», определяющейся инвестиционной выгодой клиентов компании, а также доходами от иных видов деятельности ИК «Велес Капитал».

Данный отчет, подготовленный Аналитическим управлением ИК «Велес Капитал», основан на общедоступной информации. Настоящий обзор подготовлен независимо от других подразделений ИК «Велес Капитал», и любые рекомендации и суждения, представленные в данном отчете, отражают исключительно точку зрения аналитика (ов), участвовавших в написании данного обзора. В связи с этим, ИК «Велес Капитал» считает необходимым заявить, что аналитики и Компания не несут ответственности за содержание данного отчета. Аналитики ИК «Велес Капитал» не берут на себя ответственность регулярно обновлять данные, находящиеся в данном отчете, а также сообщать обо всех изменениях, вносимых в данный обзор.

Данный аналитический материал ИК «Велес Капитал» может быть использован только в информационных целях. Компания не дает гарантий относительно полноты и точности приведенной в этом отчете информации и ее достоверности, а также не несет ответственности за прямые или косвенные убытки от использования данных материалов. Данный документ не может служить основанием для покупки или продажи тех или иных ценных бумаг, а также рассматриваться как оферта со стороны ИК «Велес Капитал». ИК «Велес Капитал» и (или) ее дочерние предприятия, а также сотрудники, директора и аналитики ИК «Велес Капитал» имеют право покупать и продавать любые ценные бумаги, упоминаемые в данном обзоре.

ИК «Велес Капитал» и (или) ее дочерние предприятия могут выступать в качестве маркет-мейкера или нести обязательства по андеррайтингу ценных бумаг компаний, упоминаемых в настоящем обзоре, могут продавать или покупать их для клиентов, а также совершать иные действия, не противоречащие российскому законодательству. ИК «Велес Капитал» и (или) ее дочерние предприятия также могут быть заинтересованы в возможности предоставления компаниям, упомянутым в данном обзоре, инвестиционно-банковских или иных услуг.

Все права на данный бюллетень принадлежат ИК «Велес Капитал». Воспроизведение и/или распространение аналитических материалов ИК «Велес Капитал» не может осуществляться без письменного разрешения Компании. © Велес Капитал 2009 г.

Принцип определения рекомендаций

Инвестиционные рекомендации выносятся исходя из оценки доходностей акций компаний. Основу при расчете ожидаемой стоимости компании составляет оценка по методу дисконтированных денежных потоков (DCF). В некоторых оценках применяется оценка по методу сравнительных коэффициентов, а также смешанная оценка (методу DCF и по методу сравнительных коэффициентов). Все рекомендации выставляются исходя из определенной нами справедливой стоимости акций в последующие 12 месяцев.

В настоящее время инвестиционная шкала ИК «Велес Капитал» представлена следующим образом:

ПОКУПАТЬ – соответствует потенциалу роста акций в последующие 12 месяцев на 15% и более.

АККУМУЛИРОВАТЬ – соответствует потенциалу роста акций в последующие 12 месяцев на 5-15%.

ДЕРЖАТЬ – соответствует потенциалу роста (снижения) акций в последующие 12 месяцев от - 5% до 5%.

СОКРАЩАТЬ – соответствует потенциалу снижения акций в последующие 12 месяцев от 5% до 15%.

ПРОДАВАТЬ – соответствует потенциалу снижения акций в последующие 12 месяцев на 15% и более.

В некоторых случаях возможны отклонения от указанных выше диапазонов оценки, исходя из которых устанавливаются рекомендации, что связано с высокой волатильностью некоторых бумаг в частности и рынка в целом, а также с индивидуальными характеристиками того или иного эмитента.

Для получения дополнительной информации и разъяснений просьба обращаться в Аналитическое управление ИК «Велес Капитал».

Аналитическое управление

research@veles-capital.ru

Михаил Зак

Начальник Управления
Стратегия
MZak@veles-capital.ru

Иван Манаенко

Начальник отдела анализа
долгового рынка
IManaenko@veles-capital.ru

Илья Федотов

Телекоммуникации
IFedotov@veles-capital.ru

Станислав Фоменко

Металлургия
SFomenko@veles-capital.ru

Марина Иркли

Машиностроение и транспорт
Mlrkly@veles-capital.ru

Олег Зотиков

Энергетика
OZotikov@veles-capital.ru

Дмитрий Лютягин

Нефть и газ
DLyutyagin@veles-capital.ru

Управление фондовых операций

sales@veles-capital.ru

Юрий Павлов

Директор (VIP клиенты)
YPavlov@veles-capital.ru

Сергей Ветошкин

Корпоративные клиенты
SVetoshkin@veles-capital.ru

Александр Таран

Трейдинг (Украина)
ATaran@veles-capital.com.ua

Управление стратегических инвестиций

Андрей Ли

Начальник Управления
ALee@veles-capital.ru

Управление доверительных операций

am@veles-capital.ru

Бейшен Исаев

Начальник Управления
BIsaev@veles-capital.ru

Вадим Лабед

Работа с инвесторами
VLabed@veles-capital.ru

Станислав Бродский

Инвестиционные продукты
SBrodsky@veles-capital.ru