

Сетевой комплекс: крутой поворот реформы

С данным обзором мы проводим пересмотр наших рекомендаций по акциям сетевых компаний, связанный с неожиданными событиями, произошедшими в мае. После проведенного пересмотра, мы сохраняем рекомендацию «покупать» по акциям ФСК и снижаем рекомендацию по бумагам Холдинга МРСК с «покупать» до «держать».

- С середины марта акции компаний электросетевого комплекс возглавили список падение. Хотя охлаждение интереса к сектору началось еще в 2011 г после инициатив правительства по внедрению ручного регулирования в ранее принятые методологии, настоящий удар по капитализации сетей произошел в мае 2012 г. Новая инициатива по слиянию сетей фактически ставит крест, как на идее реформы, так и на планах приватизации.
- Наше отношение к отрасли мы бы сформулировали так: мы не ожидаем скорых решений ключевых проблем (вопрос последней мили, высокий износ сетей, низкие возможности по привлечению финансирования, реструктуризацию структуры управления), в связи с чем считаем маловероятным сценарий формирования устойчивого тренда роста котировок. Тем не менее, после прошедших распродаж реакция на позитивные новости, очевидно, будет более сильной, чем на усиление негатива.
- С данным обзором мы проводим пересмотр наших рекомендаций по акциям сетевых компаний. Ранее при оценке сектора мы использовали достаточно консервативные предпосылки, и с фундаментальной точки зрения текущий фон по «перезагрузке РAB» пока не оказывают существенного давления на выставленные нами ранее целевые уровни. Но появившаяся неопределенность относительно объединения сектора вынуждает переоценить риски инвестиций в сектор.
- Нерешенность проблем «последней мили» и источников финансирования инвестпрограмм компаний с высоким уровнем долга, делают практически «бесполезными» фундаментальные оценки отдельных МРСК. Мы временно отзываем наши рекомендации по акциям МРСК Сибири, Ленэнерго, МРСК СЗ.

Михаил Лямин

Lyamin_my@nomos.ru

Целевые уровни и рекомендации

	Целевой уровень, \$			Текущая цена, \$	Потенциал, %	Рекомендация	Текущий EV/RAB
	Новый	Прежний	Изм, %				
ФСК	0.009	0.014	-33.1	0.01	40.6	Покупать	0.37
Холдинг МРСК	0.080	0.143	-43.6	0.06	34.6	Держать	0.17
МРСК Волги	0.0028	0.005	-43.1	0.002	22.5	Держать	0.23
МРСК Урала	0.0078	0.010	-22.4	0.007	8.8	Держать	0.45
МОЭСК	0.0480	0.054	-11.1	0.042	14.5	Держать	0.59
МРСК Центра и Приволжья	0.0059	0.010	-41.2	0.005	20.6	Держать	0.43
МРСК Центра	0.0231	0.037	-37.6	0.018	25.6	Держать	0.36
МРСК Северо-Запада	-	0.004					
МРСК Сибири	-	0.006					
Ленэнерго	-	0.369					

Введение: Крутой поворот реформы

- Динамика акций сетевых компаний является отражением проводимой в секторе реформы. Переход на долгосрочные методы регулирования (RAB) оказывал положительное влияние на динамику акций.
- Охлаждение интереса к сектору началось в 2010-2011 гг после инициатив правительства по внедрению ручного регулирования в ранее принятые методологии, призванные сократить темпы роста тарифов. Но, неожиданный поворот реформы произошел в 2012 г. В мае было объявлено о слиянии сетей, которое ставит крест как на идее реформы, так и на планах приватизации – т.е. на всем, что двигало рынок в 2008-2010 гг.

Перезагрузка RAB: пока близко к ожиданиям

- В феврале-марте мы начали покрытие сектора. Опасаясь «ручного управления» свободными принципами тарифообразования, в своих оценках мы использовали консервативный сценарий, который включал серьезное противоречие: искусственное урезание тарифной выручки делало невозможным компенсацию инвестиционных затрат сетям, а тарифный период не позволял эффективно проводить сглаживание. В данной связи, в оценке мы применяли 10 - 20% дисконт к конечной стоимости компании, в качестве которой использовали будущую базу капитала.
- Текущие тарифные решения на 2012-2014 гг. известны только по ФСК. Объявленные параметры не сильно расходятся с нашими предположениями. Рост тарифов в середине 2012 г составит 11 %, в 2013-2014 гг, 9,4%. С другой стороны, инвестиционная программа компании на 2012-2014 г. снижена на 90 млрд. руб, в то время как мы ожидали менее 70 млрд.

Сравнение прогнозов с фактом (ФСК)

	2012	2013	2014
Рост тарифов, %			
Прогноз (февраль 2012)	5.5	10.2	9.4
Факт	8.0	14.1	11.1
Капитальные расходы, млрд руб			
Прогноз (февраль 2012)	160.4	127.1	126.4
Факт	156.1	160.7	163.9
Изм, %	2.7	-20.9	-22.9

Но, многое еще неизвестно

- Объявленные решения пока являются лишь пересмотром действующей программы в рамках 5 летнего периода. Какие параметры регулирования ждут ФСК в 2015-2017 гг, пока не известно. Но, очевидно, что долгосрочная программа ФСК теперь будет рассматриваться в привязке к МРСК, дефициты бюджетов которых более существенны и, соответственно, вероятность того, что ФСК станет «донором» для МРСК, высока.
- Нет ясности и в отношении МРСК, «перезагрузка RAB» в которых продолжается. Новые сроки утверждения – сентябрь 2012 г. Текущий новостной фон противоречивый, и единой картины даже на ближайшие три года (как в случае с ФСК) не складывается.
- На сегодняшний день известно, что индексация 2012 г составит 11% (техническое повышение в середине 2012 г). Утвержденные инвестиционные программы МРСК имеют отличия от наших оценок.

Размер инвестиционных программ 2012-2017 гг, млрд. руб.

	2012	2013	2014	2015	Всего		Откл. %
					2012-17	Прогноз	
МОЭСК	37.4	52.3	56.8	47.3	274.0	262.1	4.5
Ленэнерго	15.2	16.0	14.7	14.9	88.0	113.9	-22.8
МРСК ЦП	8.9	10.0	12.3	14.6	80.7	81.4	-0.8
МРСК Сибири	5.3	6.1	5.9	6.5	38.4	35.7	7.6

- В условиях отсутствия понимания источников финансирования менять предпосылки мы считаем преждевременным. Более того, в мае сообщалось, что 16 регионов могут перейти с RAB на метод долгосрочной индексации.

Новый удар по стоимости – объединение сетей

- «Ручное управление» рыночными принципами тарифного образования закладывалось в оценку компаний с 2011 г и, мы полагаем, что новые объявленные изменения не привели к серьезной переоценке перспектив. Но, другой вопрос - запланированное объединение сетей, ставящее крест как на идеи реформы, так и на планах приватизации – т.е. на всем, что двигало рынок в 2008-2010 гг.
- Очевидно, что стремление правительства воссоединить сетевой комплекс связано с так и не решенными проблемами МРСК. Мы полагаем, что появление на горизонте слияния не просто увеличивает акционерные риски, но и усиливает корпоративные риски, связанные с будущим управлением и ходом реформы.

Динамика акций ФСК ЕЭС и Холдинга МРСК*.



*- 31.12.2008 - 100

Источники: Bloomberg, оценки Аналитического департамента НОМОС-БАНКа

Тарифы – «Перезагрузка» RAB уже в цене?

История вопроса

2011

- Федеральная служба по тарифам утвердила новые параметры RAB-регулируемая для ФСК ЕЭС на период с 2011 по 2014 гг., направленные на снижение темпов роста
- Введение ограничений по росту тарифов в пределах 10-11%

2012

- Февраль публикация новой методологии, предполагающей сохранение первоначальных принципов RAB.
- Апрель – перенос сроков утверждения долгосрочных тарифов на июнь. К причинам переноса сроков утверждения относятся: отсутствие согласованных инвестиционных программ и новых правил розничного рынка
- Апрель – подготовка новой концепции розничного рынка
- Май - Газета РБК Дейли сообщила о переводе с RAB на долгосрочный метод индексации 16 регионов
- Май – перенос сроков утверждения тарифов на 1 сентября
- Май – перенос сроков утверждения долгосрочной инвестиционной программы ФСК ЕЭС на 25 августа

Текущая картина

- **Перенос сроков принятия тарифов повышает вероятность перехода на RAB большей части регионов.** К позитивным моментам можно отнести то, что перенос сроков повышает вероятность перехода на RAB большей части регионов.

Кроме того, объявленное техническое повышение на 11% не приведет к существенному пересмотру финансовых показателей компаний сектора. Скорее наоборот, возможное изменение тарифов в ноябре предаст сил рынку акций. В данной связи новая ключевая дата для отрасли - 1 сентября. Как и в начале 2012 г. В ожидании новых решений, ближе к осени, может произойти очередная попытка рынка акций сыграть на опережение.

- **Процесс согласования долгосрочных инвестиционных программ запущен – важный шаг для принятия RAB.** На прошлой неделе были опубликованы инвестиционные программы сетевых компаний, которые, как и ожидалось, были скорректированы. По нашим оценкам, корректировка программы не полностью решает вопрос дефицитов инвестиционных бюджетов в условиях ограничений роста тарифов.
- **Делать оценки пока рано.** Мы полагаем, что пока не стоит переоценивать позитив от вероятного сохранения RAB. Новые инвестиционные обязательства не были скорректированы достаточно для удержания темпов роста тарифов в пределах 11% по большинству регионов, что увеличивает потребность в проведении сглаживания тарифной выручки и роста внешних заимствований. В теории размер сглаживания, индексируемый ежегодно на норму доходности и возвращаемый в последующие периоды, не приводит к ухудшению оценки. Тем не менее, практика показывает, что за счет удлинения периода регулирования процесс возврата может оттягиваться, а размер сглаженной выручки только растет. Остается и нерешенным вопрос «последней мили». В новых правилах розничного рынка, как и ранее предусмотрен ускоренный рост цен на электроэнергию. Тем не менее, приближение розничных цен к ценам промышленных потребителей состоится только в 20-х годах.
- **Важные даты.** Прояснение вопроса с тарифной политикой можно ожидать не

ранее конца лета. Объявленная публикация долгосрочной программы ФСК состоится ближе к 25 августа, а пересмотр тарифов сетевых компаний - 1 сентября.

Объединение – риски очевидны, а перспективы пока нет ...

История вопроса

Май 2012

- Газета РБК Дейли объявляет о планах объединения ФСК и МРСК
- Вице премьер Игорь Сечин объявляет о планах создания единой национальной сетевой компании
- Газета Коммерсант – передача акций Холдинга в ФСК. Присоединение дочерних компаний холдинга на первом этапе не будет. Слияние сетей по данным издания будет курировать Андрей Муров (сын главы ФСО Евгения Мурова), с 2005 г возглавляющего аэропорт Пулково.
- Публикация указа президента Владимира Путина о включении в перечень стратегических предприятий и акционерных обществ ФСК и Холдинга МРСК.
- Газеты Ведомости и Коммерсант - Главная задача Игоря Сечина на посту главы Роснефти, будет состоять в построении на базе нефтяной компании, подобной нефтяному Газпрому, - «РосТЭК», в состав которого могут войти и государственные энергетические активы.

Текущая картина

- **Приватизация откладывается.** Введение в список стратегических предприятий, по нашему мнению, диктуется необходимым внесением изменений в реформу энергетики и указывает на перенос сроков приватизации. Ранее менеджмент российских энергетических компаний не раз заявлял о целесообразности проводить приватизацию не ранее 2015 г., который, по всей видимости, и станет новым ориентиром.
- **Временная конструкция.** Первым процессом, как ожидается, станет передача госпакета Холдинга МРСК ФСК. Дальнейшая судьба ФСК и МРСК будет во многом определяться концепцией развития единой национальной сетевой компании.
- Судя по новостям, на первом этапе не планируется полного объединения МРСК и ФСК. В данной связи, можно ожидать, что отдельные пункты стратегии Холдинга сохранятся. В частности, мы полагаем, что продажа отдельных МРСК может произойти в 2013 г. Мы не ожидаем массовой передачи сторонним инвесторам контроля в сетях, т.к. это противоречит логике создания «национального» сетевого холдинга. Продажу же отдельных МРСК мы рассматриваем как возможность внебюджетного финансирования сетей.
- **Дальнейшая судьба покрыта мраком.** Сейчас можно только гадать на каких условиях произойдет объединение. Тем не менее, на основе сообщений СМИ от 23-24 мая, складывается впечатление, что главным куратором отрасли останется Игорь Сечен, назначенный главой Роснефти. Из этого следует, что сделанные им ранее заявления могут сбыться. Соответственно: сети выведут из под контроля Минэнерго, а государственные пакеты будут переданы в новую Холдинг, базой для которого вполне может стать российский нефтяной гигант – Роснефть.

Пересмотр рекомендаций

Текущее отношение к сектору определяется неопределенностью, которая формируется отсутствием тарифных решений и появлением идеи объединения сетей. «Перезагрузка» RAB пока идет в рамках ожиданий: удлинении сроков регулирования, переход на метод долгосрочной индексации регионов с слабыми финансовыми показателями и 11% индексация тарифов летом 2012 г. Мы говорим, пока, так как на сегодняшний день новые параметры утверждены лишь по ФСК и до 2015 г. Другой вопрос - планируемое объединение.

Очевидно, что стремление правительства воссоединить сетевой комплекс связано с отсутствием решений проблем, и в первую очередь для МРСК (вопрос последней мили, высокий износ сетей, низкие возможности по привлечению финансирования).

Мы полагаем, что появление на горизонте слияния не просто увеличивает акционерные риски, но и усиливает корпоративные риски, связанные с будущими проблемами распределения и ограничениями роста котлового тарифа.

Наше отношение к отрасли мы бы сформулировали так: Мы не ожидаем скорых решений двух ключевых проблем, в связи с чем считаем маловероятным сценарий формирования устойчивого тренд роста котировок. Тем не менее, после прошедших распродаж реакция на позитивные новости, очевидно, будет более сильной, чем на усиление негатива.

С данным обзором мы проводим пересмотр наших рекомендаций по акциям сетевых компаний. Ранее при оценке сектора мы использовали достаточно консервативные предпосылки, и с фундаментальной точки зрения, текущий фон по «перезагрузке RAB» не оказывают существенного давления на выставленные нами ранее целевые уровни. Но появившаяся неопределенность относительно объединения сектора вынуждает переоценить риски инвестиций в сектор.

- **ФСК ЕЭС.** Ранний переход Федеральной сетевой компании на RAB (2010 г.) позволил сформировать довольно высокую тарифную базу. По нашим оценкам, потоки компании менее чувствительны к изменению темпов роста тарифов, чем у МРСК. Впрочем, последний пересмотр инвестиционной программы не дает оснований для ожиданий стабильности в потоках. Объем инвестиций ФСК в 2012-2014 гг сократится на 90 млрд. руб. Но дефицит инвестиционного бюджета по-прежнему высок. По нашим оценкам, 9-11 %-ный рост тарифов в середине 2012-2014 гг создаст дефицит инвестиционного бюджета в 220-230 млрд. руб. В данной связи, к концу 2012 г. долговая нагрузка увеличится с 1.4 до 2.6 в терминах чистый долг/ЕБИТДА. В 2013 г показатель может превысить критический уровень - 3.

Кроме того, объединение усилит проблемы ФСК. Управление деятельностью МРСК в условиях ограничений роста котлового тарифа, уже не позволит компании отстаивать собственные интересы в ущерб интересам МРСК. В зависимости от формы объединения, финансирование МРСК из бюджета может происходить через ФСК, что приведет к увеличению объемов потенциальных допэмиссий. Проблема «последней мили» теперь будет касаться и ФСК.

Мы провели пересмотр наших оценок акций ФСК. Мы учли новый размер инвестиций на 2012-2014 гг., оказавшийся на 66 млрд. руб меньше наших оценок, скорректировали уровни роста тарифов в 2012-2014 гг. Внесение новых прогнозов привело к 10% корректировке прогнозной цены на конец 2012 г. Здесь важно отметить, что в качестве темпов роста тарифа в 2015-2017 г нами сохранен уровень 2014 г – 9.4 %.

Более существенной корректировке мы подвергли уровень рисков инвестиций в акции ФСК. Отражение рисков мы осуществили через две составляющие:

- Повышение ставки дисконтирования WACC с 13.4 до 15.4. Мы увеличили до предельных значений практически все составные части специфического риска

эмитента, что связано с появлением акционерных рисков (новые допэмиссии, низкие коэффициенты конвертации), риски корпоративного управления (присоединение проблемных частей, донорство в рамках котлового тарифа), Финансовая устойчивость (увеличение дефицита инвестиционного бюджета) и др.

- Повышение ожидаемого дисконта базы RAB на конец прогнозного периода. В модели оценки ФСК в качестве конечной стоимости мы используем прогнозное значение RAB. В соответствии с нашими предположениями (см «ФСК: консервативная оценка больших перспектив») к 2020 г справедливое значение EV/RAB должно было составить 0.9. Тем не менее, текущие предпосылки позволяют ожидать, что к 2020 г отношение составит 0.8

В результате проведенного пересмотра мы снижаем прогнозную стоимость компании на конец года с \$0.014 до 0.009. Рекомендация сохранена на уровне «Покупать».

Изменение прогнозов ФСК

	2012	2013	2014	2015	2016	2017
Выручка, млрд руб.						
Новый	151.5	165.0	179.6	196.7	214.7	234.4
Предыдущий	151.4	170.6	188.9	209.4	231.8	256.9
Изм, %	0.0	-3.3	-4.9	-6.1	-7.4	-8.8
ЕБИТДА, млрд руб.						
Новый	79.9	88.4	97.2	108.5	121.2	135.5
Предыдущий	85.3	99.7	112.5	127.6	145.1	165.1
Изм, %	-6.3	-11.4	-13.6	-15.0	-16.4	-17.9
FCF, млрд руб.						
Новый	-103.7	-64.4	-59.7	-26.6	-4.3	8.1
Предыдущий	-88.9	-88.7	-84.9	3.8	27.3	22.6

Источник: Аналитический департамент НОМОС-БАНКА

- **МРСК.** В отношении Холдинга МРСК ясности еще меньше. К высоким рискам регулирования и низкому уровню тарифов добавляется непонятная ситуация с судьбой Холдинга МРСК. Вскоре холдинг перестанет быть самостоятельной структурой.

Нерешенность проблем «последней мили» и источников финансирования инвестпрограмм компаний с высоким уровнем долга, делают практически «бесполезными» фундаментальные оценки МРСК. В данной связи до прояснения ситуации с RAB мы временно приостанавливаем покрытие: МРСК Сибири, Ленэнерго, МРСК СЗ.

В качестве базового сценария мы рассматриваем полное объединение МРСК и ФСК в 2013-2014 гг, с предварительной приватизацией отдельных сетей. Мы полагаем, что первые аукционы могут пройти уже в 2013 г. По нашему мнению, в качестве приватизируемых объектов могут рассматриваться МОЭСК, МРСК ЦП, МРСК Центра, МРСК Урала, МРСК Волги. Мы полагаем, что в качестве альтернативы приватизации может произойти передача компаний под управление стратегическому инвестору, что с нашей точки зрения, также создает защиту миноритарным акционерам. С другой стороны маловероятно, что в преддверии создания национальной компании будет происходить продажа такого количества региональных сетей. В данной связи, мы склонны полагать, что список приватизации вполне может быть сокращен до 2-3 МРСК.

Наши основные предпосылки не перетерпели существенных изменений, в связи с тем, что в отличие от ФСК вероятность новой корректировки параметров RAB мы рассматриваем как высокую. В данной связи, пересмотр в основном связан с увеличением ставок дисконтирования (WACC).

Пересмотр рекомендаций

	WACC		Целевой уровень, \$			Текущая цена, \$	Потенциал, %	Рекомендация
	Новый	Прежний	Новый	Прежний	Изм, %			
МРСК Волги	17.9%	15.6%	0.0028	0.005	-43.1	0.002	22.5	Держать
МРСК Урала	17.9%	16.5%	0.0078	0.010	-22.4	0.007	8.8	Держать
МОЭСК	16.2%	14.2%	0.0480	0.054	-11.1	0.042	14.5	Держать
МРСК Центра и Приволжья	17.9%	16.1%	0.0059	0.010	-41.2	0.005	20.6	Держать
МРСК Центра	17.9%	16.5%	0.0231	0.037	-37.6	0.018	25.6	Держать
МРСК Северо-Запада	-	16.1%	-	0.004				
МРСК Сибири	-	17.0%	-	0.006				
Ленэнерго	-	16.6%	-	0.369				

Для оценки справедливой стоимости Холдинга мы по-прежнему используем метод составных частей, тем не менее, при оценке увеличиваем дисконт, применяемый для холдинговых структур, с 5 до 25 %. Наличие дисконта мы связываем со снижением влияния Холдинга на деятельность МРСК и его более вероятной консолидации с ФСК.

После учета рисков и переоценки составных частей, мы снижаем целевой уровень акций Холдинга МРСК с \$0.14 до 0.08. Несмотря на сохранившийся потенциал роста, относительно текущей стоимости в 35 %, мы выставляем рекомендацию «держать», полагая, что в текущих условиях интерес к компании может появиться лишь у инвесторов с высоким порогом риска.

Оценка Холдинга МРСК методом составных частей

	Целевой уровень, руб	Капитализация, млн. руб	EV/RAB	Доля Холдинга МРСК, %	Стоимость доли Холдинга МРСК, млн. руб.
МРСК Волги	0.09	15 239	0.30	67.6	10 306
МРСК Урала	0.23	20 353	0.52	51.5	10 486
МОЭСК	1.44	70 173	0.62	50.9	35 718
МРСК Центра и Приволжья	0.18	19 866	0.56	50.4	10 012
МРСК Центра	0.69	29 255	0.47	50.2	14 695
МРСК Северо-Запада		7 471	0.33	55.4	4 138
МРСК Сибири		7 585	0.23	52.9	4 013
Ленэнерго		6 945	0.51	50.3	3 494
МРСК Юга		26 898	0.53	51.7	13 896
МРСК Северного Кавказа		1 240	0.08	58.3	723
Кубаньэнерго		15 671	0.50	45.8	7 173
Тюменьэнерго*		25 450	0.45	100.0	25 450
ТРК*		2 820	0.40	52.0	1 466
Итого					141 568
Дисконт к составным частям, %					25.0
Чистая стоимость Холдинга МРСК					106 176

	Объем выпуска, млн шт	Цена, руб	Капитализация, млн. руб
Чистый долг Холдинга МРСК			-861
Привилегированные акции	2 075	1.70	3 528
Обыкновенные акции			
Цель на конец 2012 г., руб	42 964	2.41	103 509
\$/руб, прогноз 2012 г.		30	
Цель на конец 2012 г., \$		0.08	

*- оценка на основе среднего коэффициента EV/RAB

Модель DCF ФСК

Прогноз денежного потока

млрд руб.	2010	2011	2012 П	2013 П	2014 П	2015 П	2016 П	2017 П
Выручка	118	145	151	165	180	197	215	234
Темп роста (%)	28%	23%	5%	9%	9%	9%	9%	9%
ЕВИТДА	61	76	80	88	97	108	121	136
Рентабельность (%)	52%	53%	53%	54%	54%	55%	56%	58%
ЕВИТ	31	43	40	43	46	53	61	72
Рентабельность (%)	26%	30%	27%	26%	26%	27%	29%	31%
-Налоги на прибыль	6	14	5	4	4	5	6	8
НОРАТ	25	29	35	38	42	48	55	64
+ Амортизация	30	33	39	46	51	56	60	64
- Капвложения	-127	-125	-160	-127	-126	-100	-100	-99
(Увеличение)/Уменьшение об. капитала	-3.5	-1.6	-3.8	-0.8	-0.6	-1.4	3.7	-1.9
Чистый денежный поток	-75	-64	-90	-44	-34	2	19	27

Основные предположения

WACC	15.4%
Ставка налогообложения	20%

Расчет WACC

Безрисковая ставка:	7.7%
Доходность ОФЗ 5 лет	7.7%
Риск рынка акций	4.9%
Риск эмитента	2.00%
Целевой уровень D/(E+D)	40%
Бэта	1.25
Бэта с учетом долга	1.92
Стоимость капитала	20.9%
Стоимость долга	9.0%
Стоимость долга после налогов	7.2%
WACC	15.4%

Специфический риск эмитента

	2.00%
Отношения с государством	0.00%
Корпоративное управление	0.50%
Конфликт акционеров	0.50%
Налоговые угрозы	0.50%
Финансовая устойчивость	0.50%

Оценка DCF

Дисконтированный денежный поток	-128
Конечная стоимость	1 121
Приведенная конечная стоимость	548
Стоимость денежных потоков	420
Текущий чистый долг (наличность)	106
Стоимость финансовых активов	38
Чистая стоимость компании	352
Количество акций (млн.)	1 260 387
Цель на конец 2012 г., руб	0.28
\$/руб, прогноз 2012 г.	30.0
Цель на конец 2012 г., \$	0.009

Анализ чувствительности

	Ставка дисконтирования (WACC)						
	13.9%	14.4%	14.9%	15.4%	15.9%	16.4%	16.9%
0.90	0.44	0.43	0.42	0.40	0.39	0.38	0.37
0.85	0.41	0.40	0.38	0.37	0.36	0.35	0.34
0.80	0.37	0.36	0.35	0.34	0.33	0.32	0.31
0.70	0.31	0.30	0.29	0.28	0.27	0.26	0.25
0.60	0.24	0.23	0.23	0.22	0.21	0.20	0.19
0.50	0.18	0.17	0.16	0.15	0.15	0.14	0.14
0.40	0.11	0.10	0.10	0.09	0.09	0.08	0.08

Целевое отношение EV/RAB

Расчет бэта

Средний оборот, \$ '000	Бэта
больше 50 000	1.00
больше 10 000	1.25
больше 1000	1.50
меньше 1000	1.60

ФСК: Финансы и прогнозы

Отчет о прибылях и убытках, млн руб

	2009	2010	2011	2012	2013	2014	2015
Выручка	91 867	117 814	144 611	151 451	165 000	179 643	196 655
Операционные расходы	60 063	56 778	68 180	71 578	76 622	82 439	88 203
Амортизация	16 740	30 185	33 187	39 392	45 807	50 891	55 948
Операционная прибыль	15 064	30 851	43 244	40 481	42 571	46 313	52 503
ЕБИТДА	31 804	61 036	76 431	79 873	88 378	97 204	108 452
Процентные расходы	1 484	619	278	14 151	20 475	25 800	28 730
Убыток от прочих активов	101 408	8 046	-25 840				
Прочие расходы	-9 875	-1 949	5 943				
Прибыль до налогов	-77 953	24 135	62 863	26 331	22 096	20 513	23 774
Налоги на прибыль	-13 979	5 752	13 875	5 266	4 419	4 103	4 755
Доля миноритариев	658	626	151	586	627	676	725
Чистая прибыль	-63 316	19 009	49 139	20 479	17 050	15 734	18 294

Баланс

	2009	2010	2011	2012	2013	2014	2015
Денежные средства и эквиваленты	43 886	18 179	26 811	13 530	19 020	22 499	5 887
Дебиторская задолженность	29 248	32 672	32 944	42 000	45 757	49 818	54 536
Запасы	3 271	5 602	6 320	7 201	7 846	8 542	9 351
Прочие оборотные активы	49 716	43 737	23 096	28 941	31 531	34 329	37 580
Основные средства	739 042	851 228	980 677	1 101 657	1 182 950	1 258 500	1 302 740
Прочие внеоборотные активы	109 983	120 230	93 829	96 692	98 585	103 277	109 512
Итого активы	975 146	1 071 648	1 163 677	1 284 881	1 383 666	1 475 668	1 518 427
Кредиторская задолженность	32 938	40 552	44 974	51 122	54 725	58 880	62 996
Краткосрочный долг	7 545	7 497	2 002	13 503	22 618	30 861	32 167
Прочие краткосрочные обязательства	41 314	11 520	2 558	2 679	2 919	3 178	3 479
Долгосрочный долг	6 000	50 000	130 778	207 481	268 272	323 249	331 961
Прочие долгосрочные обязательства	87 079	87 975	85 258	89 290	97 278	105 912	115 941
Капитал и резервы	801 548	874 104	898 107	920 805	937 854	953 589	971 882
Итого пассивы	976 424	1 071 648	1 163 677	1 284 881	1 383 666	1 475 668	1 518 427

Отчет о движении денежных средств

	2009	2010	2011	2012	2013	2014	2015
Операционная прибыль	15 064	30 851	43 244	40 481	42 571	46 313	52 503
Налоги на прибыль	2 326	9 305	9 883	5 266	4 419	4 103	4 755
Амортизация	16 740	30 185	33 187	39 392	45 807	50 891	55 948
Процентные расходы	-7 223	-5 188	-3 679	14 151	20 475	25 800	28 730
Изменение оборотного капитала	-4 246	-3 470	-1 582	-3 789	-799	-602	-1 410
Денежные потоки от операций	32 455	53 449	68 645	56 667	62 685	66 699	73 558
Капиталовложения	-90 934	-141 800	-155 120	-160 372	-127 100	-126 441	-100 188
Прочие доходы	58 461	14 757	30 377				
Денежные потоки от инвестиций	-32 473	-127 043	-124 743	-160 372	-127 100	-126 441	-100 188
Свободные денежные потоки	-18	-88 351	-86 475	-103 704	-64 415	-59 742	-26 631
Изменение долга	-20 024	43 000	73 600	88 204	69 905	63 220	10 019
Процентные расходы	-2 122	-725	-4 999				
Поступления от эмиссии акций	40 178	11 193	2 220	2 219			
Дивиденды	-39	0	-2 543	0	0	0	0
Прочие доходы (расходы)	39	0	-126				
Чистые денежные потоки	18 014	-34 883	-18 323	-13 281	5 490	3 479	-16 612

Показатели рентабельности

	2009	2010	2011	2012	2013	2014	2015
ЕБИТДА, %	35	52	53	53	54	54	55
операционная прибыль, %	16	26	30	27	26	26	27
чистая прибыль, %	-69	16	34	14	10	9	9

Показатели долговой нагрузки

	2009	2010	2011	2012	2013	2014	2015
Общий долг	74 252	57 497	132 780	220 984	290 889	354 110	364 129
Чистый долг	72 243	39 318	105 969	207 454	271 870	331 611	358 242
Чистый долг/ЕБИТДА	2.27	0.64	1.39	2.60	3.08	3.41	3.30

Коэффициенты

	2009	2010	2011	2012	2013	2014	2015
P/E	-4.0	13.3	5.1	12.3	14.8	16.0	13.8
EV/ЕБИТДА	10.1	5.2	4.2	4.0	3.6	3.3	3.0
EV/S	3.5	2.7	2.2	2.1	1.9	1.8	1.6
FCF Yield, %	0.0	-35.0	-34.3	-41.1	-25.6	-23.7	-10.6
ROE	-6.5	1.8	4.2	1.6	1.2	1.1	1.2

Холдинг МРСК: Финансы и прогнозы

Отчет о прибылях и убытках, млрд руб

	2009	2010	2011	2012 П	2013 П
Выручка	461.7	559.5	634.6	681.7	749.4
Операционные расходы	375.3	459.3	526.3	564.5	621.1
Амортизация	40.3	46.0	54.1	58.2	63.6
Операционная прибыль	46.0	54.2	54.2	59.0	64.7
ЕБИТДА	86.3	100.2	108.3	117.2	128.3
Процентные расходы	19.3	10.9	9.1	15.7	20.8
Прочие расходы	1.4	3.2	8.5		
Прибыль до налогов	28.2	46.5	53.7	43.3	43.9
Налоги на прибыль	6.4	12.4	14.7	8.7	8.8
Доля миноритариев	7.9	12.0	15.5	12.5	12.7
Чистая прибыль	13.8	22.2	23.4	22.1	22.4

Баланс

	2009	2010	2011	2012 П	2013 П
Денежные средства и эквиваленты	29.2	24.9	48.9	44.7	41.4
Дебиторская задолженность	72.9	83.0	81.7	88.4	97.2
Запасы	11.3	11.2	12.9	16.8	18.4
Прочие оборотные активы	8.0	12.7	12.7	14.2	15.6
Основные средства	560.0	603.2	687.5	789.7	822.5
Прочие внеоборотные активы	38.6	32.7	34.9	40.1	41.8
Итого активы	720.1	767.8	878.6	993.8	1 036.8
Кредиторская задолженность	133.9	167.1	161.9	186.4	205.1
Краткосрочный долг	67.2	27.1	27.0	38.8	56.9
Прочие краткосрочные обязательства	2.0	2.9	5.3	5.5	-1.0
Долгосрочный долг	83.8	120.6	168.8	221.5	301.8
Прочие долгосрочные обязательства	76.9	54.1	72.2	75.5	-14.3
Капитал и резервы	356.2	395.8	443.9	466.0	488.4
Итого пассивы	720.1	767.8	879.1	993.8	1 036.8

Отчет о движении денежных средств

	2009	2010	2011	2012 П	2013 П
Операционная прибыль	46.0	54.2	54	59	65
Налоги на прибыль	9.7	11.2	12	9	9
Амортизация	40.3	46.0	54	58	64
Процентные расходы	19.3	10.9	9	16	21
Изменение оборотного капитала	4.0	-1.7	2.3	-1	-2
Денежные потоки от операций	61.5	76.4	89	92	97
Капиталовложения	64.3	75.7	125	160	199
Прочие доходы	-3.2	7.5	-3.0		
Денежные потоки от инвестиций	-61.1	-83.2	-122	-160	-199
Свободные денежные потоки	-2.8	0.7	-35.5	-69	-102
Изменение долга	-11.5	-3.0	53	65	98
Поступления от эмиссии акций	4.6	6.2	10.7		
Дивиденды	0.3	0.6	2	0	0
Прочие доходы (расходы)	16.4	-0.1	-5.3		
Чистые денежные потоки	9.7	-4.3	24	-4	-3

Показатели рентабельности

	2009	2010	2011	2012 П	2013 П
ЕБИТДА, %	19	18	17	17	17
операционная прибыль, %	10	10	9	9	9
чистая прибыль, %	3	4	4	3	3

Показатели долговой нагрузки

	2009	2010	2011	2012 П	2013 П
Общий долг	151	148	196	260	359
Чистый долг	122	123	147	216	317
Чистый долг/ЕБИТДА	1.41	1.23	1.36	1.84	2.47

Козффициенты

	2009	2010	2011	2012 П	2013 П
P/E	5.8	3.6	3.4	3.6	3.5
EV/ЕБИТДА	2.7	2.3	2.1	2.0	1.8
EV/S	0.5	0.4	0.4	0.3	0.3
FCF Yield, %	отр.	0.9	отр.	отр.	отр.
ROE	1.9	2.9	2.7	2.2	2.2

Аналитический департамент

Тел. (495) 797-32-48

Факс. (495) 797-52-48

research@nomos.ru

Директор департамента

Кирилл Тремасов

Tremasov_KV@nomos.ru

Нефть и газ

Денис Борисов

Borisov_DV@nomos.ru

Металлургия

Юрий Волон, CFA

Volov_YM@nomos.ru

Электроэнергетика

Михаил Лямин

Lyamin_MY@nomos.ru

Стратегия

Кирилл Тремасов

Tremasov_KV@nomos.ru

Игорь Нуждин

Nuzhdin_IA@nomos.ru

Макроэкономика

Кирилл Тремасов

Tremasov_KV@nomos.ru

Ольга Ефремова

Efremova_OV@nomos.ru

Телекоммуникации/**Потребсектор**

Евгений Голосной

Golosnoy_EA@nomos.ru

Долговой рынок

Ольга Ефремова

Efremova_OV@nomos.ru

Кредитный анализ

Игорь Голубев

IGolubev@nomos.ru

Алексей Егоров

Egorov_AVi@nomos.ru

Александр Полютон

Polyutov_AV@nomos.ru

Елена Федоткова

Fedotkova_EV@nomos.ru

Настоящий документ предоставлен исключительно в порядке информации и не является предложением о проведении операций на рынке ценных бумаг, и в частности, предложением об их покупке или продаже. Настоящий документ содержит информацию, полученную из источников, которые НОМОС-БАНК и Ханты-Мансийский банк рассматривают в качестве достоверных. Однако НОМОС-БАНК и Ханты-Мансийский банк, их руководство и сотрудники не могут гарантировать абсолютную точность, полноту и достоверность такой информации и не несут ответственности за возможные потери клиента в связи с ее использованием. Оценки и мнения, представленные в настоящем документе, основаны единственно на заключениях аналитиков банков в отношении анализируемых ценных бумаг и эмитентов. Вознаграждение аналитиков не связано и не зависит от содержания аналитических обзоров, которые они готовят, или от существа даваемых ими рекомендаций.

НОМОС-БАНК и Ханты-Мансийский банк, их руководство и сотрудники не несут ответственности за инвестиционные решения клиента, основанные на информации, содержащейся в настоящем документе. НОМОС-БАНК и Ханты-Мансийский банк, их руководство и сотрудники также не несут ответственности за прямые или косвенные потери и/или ущерб, возникший в результате использования клиентом информации или какой-либо ее части при совершении операций с ценными бумагами. НОМОС-БАНК и Ханты-Мансийский банк не берут на себя обязательств регулярно обновлять информацию, которая содержится в настоящем документе, или исправлять возможные неточности. Сделки, совершенные в прошлом и упомянутые в настоящем документе, не всегда являются индикативными для определения результатов будущих сделок. На стоимость, цену или величину дохода по ценным бумагам или производным инструментам, упомянутым в настоящем документе, могут оказывать неблагоприятное воздействие колебания обменных курсов валют. Инвестирование в российские ценные бумаги несет значительный риск, в связи с чем, клиенту необходимо проводить собственный анализ рынка и исследование надежности российских эмитентов до совершения сделок.

Настоящий документ не может быть воспроизведен полностью или частично, с него нельзя делать копии, выдержки из него не могут использоваться для каких-либо публикаций без предварительного письменного разрешения НОМОС-БАНКА и Ханты-Мансийского банка. НОМОС-БАНК и Ханты-Мансийский банк не несут ответственности за несанкционированные действия третьих лиц, связанные с распространением настоящего документа или любой его части.