

Что несет инвесторам перезагрузка RAB-регулирования в сетевом хозяйстве?

tiker	price	fair price	upside, %	recom.
FEES	0,215	0,25	18,39	HOLD
MRKC	0,61	0,98	60,67	BUY
MRKZ	0,069	0,06	-12,07	HOLD
MRKU	0,230	0,41	77,44	BUY
MRKS	0,088	-	-	-
MRKP	0,200	0,42	107,67	BUY
MRKV	0,085	0,17	100,30	BUY
MRKY	0,052	-	-	-
MSRS	1,730	2,42	40,08	BUY
MRKK	29	-	-	-
MRKH	2,15	2,49	15,67	HOLD
MRKHP	1,28	1,59	24,35	HOLD
LSNG	6,700	-	-	-
LSNGP	18,500	-	-	-

Источник: ИК Проспект

тикер	EV/EBITDA	
	2013	2014
FEES	4,72	4,34
MRKC	3,43	3,02
MRKZ	2,84	2,47
MRKU	5,97	5,25
MRKS	-	-
MRKP	4,43	3,98
MRKV	2,01	1,85
MRKY	2,77	2,82
MRKK	-	-
LSNG	13,90	9,65
MSRS	3,30	3,33
MRKH	4,83	4,05

Источник: расчеты ИК Проспект

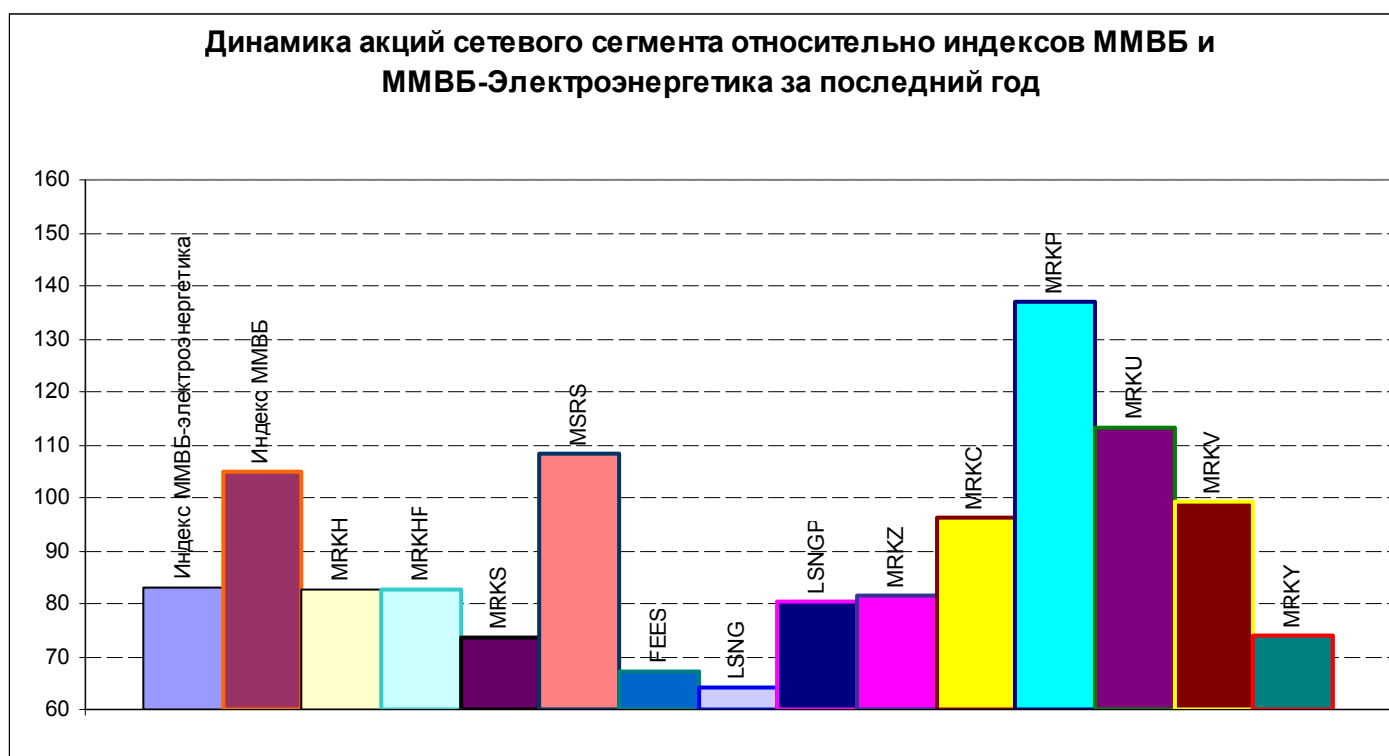
Мы обновляем рекомендации по акциям энергосетей, что связано с “перезагрузкой” RAB-регулирования в течение 2012 года, а также появлением большей определенности в отношении схемы объединения ФСК ЕЭС и МРСК холдинга. В частности, мы выделяем наших фаворитов в секторе: МРСК Волги (MRKV), МРСК Центра и Приволжья (MRKP) и МОЭСК (MSRS).

- Мы оцениваем негативно последние инициативы правительства относительно объединения ФСК ЕЭС (FEES) и МРСК Холдинга (MRKH) в рамках Национальной Сетевой Компании (НСК). Объединение, кроме того, что вызвало бы неочевидные операционные эффекты, связанные с будущей реорганизацией, являлось бы и четким подтверждением среднесрочного тренда на снижение темпа роста тарифов сетей при более умеренном снижении величины инвестпрограммы, что разрушало бы value для миноритариев. На этом фоне выбор правительством промежуточного сценария по консолидации, т.е. передача в рамках доэмписсии госпакета в ФСК ЕЭС в МРСК холдинг, который будет переименован Российские сети, и передача управления как над МРСК холдингом, так и над ФСК ЕЭС в новую УК “Российские сети”, расценивается нами достаточно позитивно, а именно как постепенное возобладание либеральной позиции в госаппарате относительно реформирования сектора.

- Прошедшая перезагрузка RAB – регулирования оказалась гораздо более благоприятной для инвесторов, чем ранее ожидалось (70% филиалов МРСК холдинга перешло на RAB), хоть и оказалась осложнена ограничениями на получение доходности на первоначально инвестированный капитал (снижение на 1% доходности на вложенный капитал и плавный переход к выплате доходности на IRAB в течение следующих 4-х лет). Основной проблемой в процессе перехода оказались договоры последней мили (ПМ). Частично решение было найдено через повышение тарифов для остальных потребителей, но в ряде регионов это фактически невозможно, что оставляет неопределенность для некоторых МРСК на высоком уровне (МРСК Сибири (MRKS), МРСК Центра (MRKC), МРСК Урала (MRKU), МРСК Северо-Запада (MRKZ)). В случае полноценного возмещения из тех или иных источников потерь для компаний, в означенных МРСК можно ожидать сильный рост. До решения проблемы ПМ акции этих компаний будут чувствовать себя хуже наших фаворитов, в которых проблема ПМ не так остра.

•В случае реализации позитивного (либерального) сценария относительно реформы сектора можно ожидать постепенного (в течение ближайших 5-ти лет) превращения ряда компаний сектора в такие же традиционные дивидендные истории, какими сейчас являются Сургутнефтегаз и МТС. С нашей точки зрения, наиболее вероятно, что ими станут нами означенные фавориты. Но при решении проблемы ПМ в пользу МРСК к ним могут присоединиться (в перспективе конца десятилетия) МРСК Центра (MRKC) и МРСК Урала (MRKU). Пока же МРСК Северо-Запада, МРСК Сибири и МРСК Юга – “темные лошади”, которые могут выстрелить при реализации тех или иных событий, но которые будут расти слабее, чем наши фавориты и сектор в целом. Что касается остальных представителей сектора, то они либо погрязли в инвестпрограммах на долгосрочной перспективе, которые “разрушают” стоимость для миноритариев, так как доходность по ним ниже WACC (Ленэнерго, ФСК ЕЭС), а перспективы серьезных дивидендов достаточно туманны, либо неликвидны или выводятся с биржи (Кубаньэнерго, ТРК (Томская распределительная компания)).

Динамика акций сетевого сегмента относительно индексов ММВБ и ММВБ-Электроэнергетика за последний год



Примечание: цены на 22.01.2013

МРСК Холдинг+ФСК ЕЭС=Российские Сети

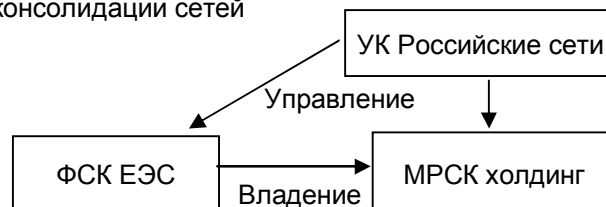
Некоторое время назад, после полугода рассмотрения правительством разных сценариев, стали понятны перспективы объединения МРСК холдинга и ФСК ЕЭС. Правительство в итоге остановилось на наименее затратном для компаний и государства варианте, а именно передаче во владение в рамках допэмиссии МРСК холдинга госпакета в ФСК ЕЭС, после чего переименовании объединенной управляющей компании в Российские сети. В результате, компании избежат риска оплаты досрочно взятых кредитов и акций у миноритариев и удешевят и упростят управление отраслью.

После многочисленных пертурбаций был выбран компромиссный вариант объединения ФСК ЕЭС и МРСК холдинга

Ожидается, что конечная конфигурация сделки и коэффициенты обмена будут опубликованы уже в 2013 году, по нашим оценкам в конце 1 квартала), а фактическая реализация произойдет в 3 квартале.

В целом, мы считаем, что у ФСК ЕЭС вероятно более высокая оценка в рамках проведения допэмиссии МРСК холдинга, чем сопоставимая цена МРСК холдинга (так как у государства в ФСК ЕЭС порядка 85% против порядка 60% в МРСК холдинге после проводимой допэмиссии), что даст возможность произвести своего рода арбитраж, продав акции в короткую МРСК холдинга и купив акции ФСК ЕЭС в расчете на дальнейшую конвертацию акций в МРСК холдинг. Тем не менее, мы советуем играть в эту историю только после того, как станут понятны коэффициенты обмена и условия конвертации.

Рисунок 1. Предполагаемая структура РНГ после консолидации сетей



Источник: ИК Проспект

Перезагрузка RAB или новая песня о старом.

После реакции правительства на резкий рост тарифов в 2011 году и ограничений на их рост в 2012 году стало ясно, что “цифры не бьются”, а принятые незадолго до этого условия RAB-регулирувания, в той или иной степени будут изменены. В результате, в этом году произошла перезагрузка RAB-регулирувания.

Табл. 1 Соотношение утвержденных инвестпрограмм и ожидаемых EBITDA компаний

	млрд. руб.	2013	2014	2015	2016	2017
MRKC	CAPEX	17,4	20,0	20,0	20,0	20,0
	EBITDA	13,9	15,7	18,2	20,8	23,9
MRKP	CAPEX	9,8	12,8	15,2	17,1	19,1
	EBITDA	10,0	11,1	12,2	14,9	21,8
MRKV	CAPEX	7,4	7,4	9,0	13,0	5,8
	EBITDA	7,5	8,2	9,1	11,1	18,2
MRKZ	CAPEX	7,3	7,3	7,3	7,3	7,3
	EBITDA	5,6	6,4	7,1	8,0	9,6
MSRS	CAPEX	52,0	57,0	47,0	38,0	41,0
	EBITDA	45,0	50,6	56,6	64,1	74,5
MRKU	CAPEX	8,5	8,5	8,5	8,5	8,5
	EBITDA	5,0	5,7	6,2	7,3	12,0
LSNG	CAPEX	16,0	14,7	14,9	13,5	13,6
	EBITDA	2,4	3,4	4,3	5,2	12,8
MRKY	CAPEX	5,4	4,9	5,5	6,3	6,9
	EBITDA	6,5	6,4	6,9	7,7	9,2
FEES	CAPEX	155,0	155,0	155,0	155,0	155,0
	EBITDA	94,5	102,6	120,7	130,7	138,6

Источник: ИК Проспект, планы компаний

Примечание: нет данных по МРСК Сибири и Северного Кавказа из-за отсутствия понимания нами перспектив денежных потоков компаний из-за проблем последней мили и потерь в сетях соответственно

Перезагрузка RAB
оказалась более щадящей
для инвесторов, чем
ожидал рынок

В частности, к 1 ноября завершился основной переход филиалов МРСК холдинга на обновленное RAB-регулирование (порядка 70% филиалов(45 из 65 филиалов)). В целом, на RAB перешло гораздо больше филиалов, чем мы (а также рынок в целом) изначально думали. В то же время, стоит отметить, что условия этого перехода по сути говорят о том, что для большинства перешедших филиалов в 2013 году финансовая ситуация сильно не улучшится, так как доходность на капитал резко сократилась, как и сама база iRAB (см. график 1). Кроме того, утвержденные инвестпрограммы по сути изымают большую часть формируемого денежного потока в ближайшие годы.

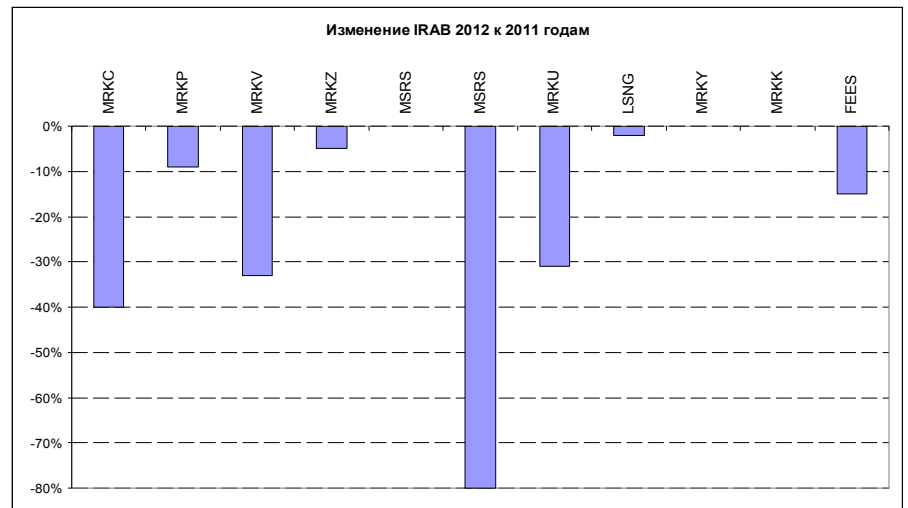
Движение в регулировании идет скорее от "издержки +" к принципам RAB

В то же время принятие последнего Закона о долгосрочном регулировании тарифов, который гарантирует возврат и доходность инвестиций инвесторам, либо через тарифы, либо через бюджет, в случае произвольного изменения необходимой валовой выручки (НВВ) компаний регулирующими органами (кроме случаев существенного ухудшения экономической конъюнктуры), позволяет надеяться, что все-таки эволюция регулирования, несмотря на все "но", идет в сторону от типа "издержки+" к RAB, чем наоборот. Если это так, то в следующие несколько лет в секторе может произойти переоценка рисков портфельными инвесторами, что отразится как на рыночной оценке региональных МРСК, так и на перспективах приватизации некоторых из них.

Также стоит отметить, что филиалы, оставленные на долгосрочной индексации не приносят никакой стоимости акционерам, что затрудняет, например, оценку МРСК Сибири. В то же время переход в 2013-2014 годах тех или иных филиалов с индексации на RAB способен стать среднесрочным драйвером для таких МРСК, как МРСК Центра, Юга и Северо-Запада.

В целом, надо отметить, что падение котировок сектора, происходившее последние 2 года, заложило гораздо худший сценарий в свои цены, т.е. текущий сценарий регулирования подразумевает уровень апсайда в целом ряде региональных МРСК на уровне 50-100% от текущих котировок.

График 1. Изменение базы IRAB 2012 года к базе 2011 года



Источник: ФСТ

Едва ли акционеры ФСК ЭЭС получат свои деньги обратно в обозримой перспективе

Что же касается ФСК ЭЭС, то ухудшение базы RAB, как и изменения темпов роста тарифа оказалось ожидаемо высоким, что по сути уничтожает перспективы для инвесторов в этой компании при текущей оценке, так как компания продолжит тратить весь денежный поток на инвестпроекты с величиной отдачи на уровне 10%, не оставляя миноритариям надежды на распределение денежного потока в свою сторону даже в терминальном периоде.

Проблема “последней мили (ПМ)”

Договор “последней мили” – это форма перекрестного субсидирования между населением и крупными промышленными потребителями. В частности, крупные потребители платят как тариф ФСК, так и МРСК, хотя де-факто используют только сети ФСК ЕЭС. Юридически механизм оформлялся через аренду МРСК “последней мили” сетей ФСК перед крупными потребителями. В целом по МРСК такого рода выручка оценивается нами в 56-58 млрд. рублей в 2012 году (или порядка 22% от собственной НВВ (необходимая валовая выручка)) против ориентировочно 65 млрд. рублей в 2011 году. Наиболее зависимыми от “последней мили” являются МРСК Сибири (более 20% от отпуска электроэнергии или 6 млрд. рублей в 2012 году (33% от чистой выручки)) и МРСК Урала (18% от отпуска электроэнергии, Челябинэнерго-33% от отпуска) или 7,7 млрд. рублей за 2012 год). При этом, если в случае МРСК Урала основной проблемный регион один-Челябинэнерго (потенциальные потери 4,5 млрд. рублей), который все-таки переведен на RAB, то в МРСК Сибири повторно на RAB перевели только Алтайэнерго, при том, что здесь проблемными являются по сути все филиалы.

Полноценного решения проблемы ПМ пока так и не было найдено

Прочие МРСК финансово в целом относительно слабо зависят от этой проблемы и могут недополученные от этого деньги компенсировать через повышение тарифов для прочих потребителей в рамках ограничений по тарифам на уровне 15% в год. В крайнем случае, как, например в Липецкэнерго, филиал не переводился на RAB, но в рамках компании в целом это было не критично.

Регуляторы рынка постоянно обещают решить проблему ПМ (для большинства регионов к 2014 году, для проблемных к 2017 году). В частности, предлагается ввести социальную норму потребления для физлиц (т.е. свыше определенного лимита тариф становится идентичным рыночному), провести дополнительную реструктуризацию тарифов вместе с наведением порядка в собственных расходах ТСО, увеличить согласованный темп роста тарифа для прочих потребителей, в случае выпадения доходов от ПМ. Кроме того, вероятно, что сам принцип ПМ будет сохранен, по крайней мере в наиболее проблемных регионах (типа филиалов МРСК Сибири (так, по расчетам менеджмента, рост тарифа по филиалам должен составить: Красноярскэнерго - 185%, Читаэнерго - 172%, Хакасэнерго - 307%, Бурятэнерго - 131%)), но при этом её величина будет сокращена. При этом стоит упомянуть, что частично проблема может быть решена (в случае МРСК Сибири) через допэмиссии, т.е. размытие доли миноритариев.

Дивиденды

В последние годы региональные МРСК не были особо щедры с дивидендами для своих акционеров. Это объяснялось достаточно просто, а именно высоким уровнем инвестпрограммы вкупе с неразберихой в регулировании. Тем не менее, по итогам 2011 года 7 из 13 торгуемых региональных МРСК заплатили в среднем порядка 10% от чистой прибыли, что составило, в лучшем случае, пару процентов дивидендной доходности.

Тем не менее, мы считаем, что в перспективе 2013-2016 годов, доля чистой прибыли, уходящая на дивиденды акционерам, увеличится постепенно с текущих 10% до обязательных для госкомпаний 25%. Увеличение будет иметь причиной скорее постепенный перевод платы за управление МРСК холдингу (которая ранее прописывалась в рамках прочих расходов) в рамки дивидендов в перспективе 2013-2015 годов, а также увеличение будущего аппарата теперь уже УК «Российские Сети», расходы на который как раз и будут покрываться за счет дивидендов региональных МРСК.

Большинство МРСК в течение 2-3-х лет перейдет на выплату 25% от чистой прибыли ежегодно

В то же время, стоит отметить, что с учетом параметров повторной перезагрузки RAB у многих компаний полноценные прибыли начнутся только, начиная только с 2017 года, когда доходность на капитал (во всех филиалах, перешедших на RAB) достигнет 11%, что увеличивает требуемый срок инвестирования и ограничивает потенциалы роста компаний в ближайший год-два.

Мы разделили региональные МРСК на 2 категории: с низким и высоким (неопределенным) риском выплаты дивидендов в обозримой перспективе (риск определялся исходя из того, насколько велика величина предполагаемого долга по отношению к EBITDA в 2013-2017 годах). Кроме того, мы разделили компании, где выплата дивидендов наиболее вероятна, на те, где доходность относительно высока и относительно низка.

В результате, по нашему мнению, наиболее интересными, с точки зрения дивидендов в обозримой перспективе мы считаем МОЭСК, менеджмент которой достаточно четко озвучил желание и возможность платить дивиденды возрастающие до 25% от чистой прибыли в ближайшие годы, и МРСК Центра и Приволжья (при этом сами дивиденды станут ощутимы уже по итогам 2013 года), в то время как, в случае МРСК Волги приличных дивидендов можно ждать не ранее 2015 года. При этом, в каждой из трех компаний после выхода на полную мощность RABa в 2017 году можно ожидать доходности сильно выше 10% к текущим ценам.

В перспективе подтянуться к фаворитам могут МРСК Центра, в случае перехода каких-то филиалов на RAB, и МРСК Урала, если потери от ПМ будут компенсированы компании в полном объеме.

Табл. 2 Дивидендная ситуация в секторе в среднесрочной перспективе

низкий риск	тикеры	текущая цена (руб. за акцию)	Ожидаемая дивидендная доходность					
			2012	2013	2014	2015	2016	2017
наиболее интересные	MSRS	1,47	2,86%	4,03%	5,25%	5,86%	7,57%	10,47%
	MRKP	0,176	1,70%	5,57%	8,82%	9,69%	11,87%	18,84%
	MRKV	0,078	1,33%	2,43%	3,91%	4,82%	7,07%	17,65%
наименее интересные	MRKC	0,614	2,03%	2,54%	3,79%	4,92%	6,26%	8,28%
	FEES	0,206	0,76%	1,70%	1,90%	2,55%	2,63%	2,52%
высокий (неопределенный) риск	MRKZ	0,066	-	-	-	-	-	-
	MRKS	0,088	-	-	-	-	-	-
	MRKY	0,052	-	-	-	-	-	-
	MRKK	27	-	-	-	-	-	-
	LSNG	6,7	-	-	-	-	-	-
	LSNGP	18	-	-	-	8,96%	8,96%	13,74%
	MRKHP	2,07	-	-	-	-	-	-
	MRKH	1,25	-	-	-	-	-	-
MRKU	0,215	-	0,03%	0,16%	0,20%	0,76%	5,74%	

Источник: расчеты ИК Проспект

Будущее сетей

Как известно, будущее электроэнергетики в целом и сетевого сегмента в частности во многом зависит от действий государства или, иными словами, от того какая точка зрения либеральная (проинвесторская) или консервативная (контринвесторская) возьмет верх. На текущий момент, преобладает скорее либеральная точка зрения государства на сектор. В частности, у государства в лице МРСК холдинга появилось не только желание приватизировать или передать в управление 1-2 региональных МРСК, но и претенденты на передачу в управление. Так, Газпромбанк оспорил запрет ФАС на передачу в управление МОЭСКа и похоже все-таки станет управлять компанией ближе к концу этого года. Нашлись интересные и на МРСК Северного Кавказа (ООО "Евразия Энерджи Холдингс" — СП ОАО "Курорты Северного Кавказа", подконтрольного Ахмеду Билалову, и корейской госкомпании KoreaWesternPower (KOWEPO)). Не исключено появление и других претендентов на те или иные МРСК.

Приватизация/перевод в частное управление МРСК и продолжение перевода филиалов МРСК на RAB будут служить сигналами относительно продолжения доминирования либеральной точки зрения в правительстве

Мы считаем, что передача в управление МРСК Северного Кавказа или другой МРСК в частные руки с дальнейшей приватизацией станет серьезным драйвером для роста как для передаваемой компании, так и для сектора МРСК в целом, так как, можно будет ожидать существенное снижение собственных расходов передаваемой компании в среднесрочной перспективе. Кроме того, рынок получит новые индикаторы стоимости в секторе, которые вероятно будут высокими (о чем говорит недавно проведенная сделка по продаже Курганэнерго МРСК Урала) и возможность вероятного выкупа акций у миноритариев в долгосрочной перспективе. В таком случае, можно ожидать постепенное расширение механизма передачи в управление/приватизации на большинство остальных МРСК в перспективе до 2017-2018 годов.

Кроме того, в случае сохранения в ближайшие годы текущего настроения, можно даже ожидать перехода ряда филиалов МРСК, таких как Колэнерго (МРСК Северо-Запада), Волгоградэнерго (МРСК Юга) и Брянскэнерго (МРСК Центра), на RAB в 2013-2015 годах. Здесь же стоит отметить и тенденцию консолидации ТСО на дочках МРСК Холдинга, которая пока проходила достаточно вяло в виде покупки или присоединения бесхозных сетей. Однако, с принятием последнего закона о лицензировании сетевой деятельности, мы ожидаем, что большая часть ТСО перейдет к тем или иным МРСК во владение в течение года при сохранении либерального настроения в правительстве. Переход в собственности позволит разобраться в явно завышенных тарифах и потерях электроэнергии ТСО (доля в "котле" составила 20% и выросла в 2,4 раза против 57% роста тарифа МРСК за 2009-2012 года, причем за 2012 год при росте тарифа МРСК на 2% тариф ТСО вырос на 8%), которые серьезно ограничивают потенциал роста тарифа собственно МРСК, а также в потенциале перевести ТСО на RAB-регулирование, что позволит увеличить базу IRAB и заработать на снижении излишних операционных расходов и потерь электроэнергии.

В итоге, в позитивном сценарии МРСК превратятся в типичные дивидендные истории наподобие МТС и Сургутнефтегаза

Резкое ухудшение экономических условий в экономике на протяжении 3-5-ти лет вероятно приведет к реализации негативного для инвесторов сценария

Происходит также переход к социальной норме потребления населением в масштабах всей страны, что позволяет резко сократить объем перекрестного субсидирования между населением и юридическими лицами. Помимо прочего, вводится бенчмаркинг расходов, исходя из количества условных единиц сетей в МРСК и вероятно плотности распределения сетей по региону, и инвестпрограммы, т.е. построил дороже бенчмарка-зафиксировал на разницу убыток, а также соревнование по расходам между МРСК. В частности, можно ожидать введения штрафов для отстающих МРСК. Также штрафы будут введены и для подстанций, эксплуатируемых менее, чем на 20% от установленной мощности, что позволит избежать лишней инвестпрограммы.

В итоге, после окончания переходного первого периода регулирования в 2017 году, второй период регулирования будет и дольше и полностью “рыночным” для большинства регионов, т.е. без условий по ограничениям в установленной НВВ. В результате, к концу десятилетия, когда основной вал инвестпрограммы будет пройден, сектор МРСК станет традиционной дивидендной идеей, в которой компании будут выделять стабильную и заранее известную часть своей EBITDA на дивиденды. Естественно, что в таком случае, текущие цены в секторе окажутся невероятно низкими.

В случае же, если консервативная точка зрения, окажется преобладающей в среднесрочной перспективе, то мы видим следующий сценарий развития.

После осуществления ряда либеральных действий, описанных выше, темп роста тарифов для средних и мелких потребителей значительно превысит в 2013-2014 годах тот, на который изначально ориентировались (8-10% годовых), и приблизился к 15% в год, а в некоторых случаях еще выше, по причине решения проблемы ПМ. Весьма некстати к жалобам мелких потребителей, возмущенных растущими тарифами (к которым помимо роста тарифов сетевиков прибавились тарифы ДПМ мощностей, рост цен на газ и ожидания тарифа по модернизации генерирующих мощностей), прибавляется новый кризис в российской экономике.

В результате, ссылаясь на “существенное ухудшение экономической ситуации”, правительство решает резко сократить инвестпрограмму в моменте и заморозить фактические тарифы для мелких и средних потребителей.

Далее вводится заново практика ПМ (жалобы крупных потребителей игнорируются). После окончания острой фазы кризиса, в правительстве принимается решение о начале поглощения региональных МРСК на базе МРСК холдинга ввиду потери инвесторами окончательно интереса к сектору, желания удешевить и упростить централизованное управление и финансирование сектора, которое, в таком случае, (ввиду жестких ограничений по росту тарифа сильно ниже инфляции) будет происходить из госисточников путем постоянных допэмиссий.

Инвестпрограмма делает маловероятным дальнейшее ухудшение тарифных условий для ФСК ЕЭС в долгосрочной перспективе

Сначала будут консолидировать наиболее слабые МРСК, такие как МРСК Юга, Северного Кавказа, Северо-Запада, Ленэнерго, Сибири и Кубаньэнерго. С учетом потенциальных ограничений тарифов и принятых инвестпрограмм, эти МРСК смогут выполнить свои инвестпрограммы только в рамках прямых госвливаний. Что касается остальных РСК, то, учитывая вероятные тарифные ограничения, большинство РСК окажутся в сложном финансовом положении уже в 2016-2017 годах, что поспособствует продолжению консолидации.

Консолидация в рамках второго этапа, вероятно, будет длительной и сопровождаться длительными переговорами с частными миноритариями относительно коэффициента конвертации в акции РСК в каждой отдельной МРСК. В МРСК холдинге же будет продолжаться перманентная допэмиссия, которая будет несколько смягчена за счет денежных потоков ФСК ЕЭС, которая в таком случае рано или поздно будет присоединена к МРСК холдингу полностью.

В целом, конечно, оба сценария несколько утрированы и в реальности реализуется некий гибрид обоих сценариев. Наше мнение, соответствует тому, что преобладать будет все-таки позитивный сценарий, хотя, очевидно, что в случае повторения событий 2008-2009 года до 2017 года будет применено сглаживание тарифов.

Что касается ФСК ЕЭС, то в любом сценарии ситуация, скорее всего, останется на зафиксированном сейчас законодательно уровне, т.е. акции компании являются сейчас наиболее фундаментально стабильными в секторе (по крайней мере до момента окончания возможного объединения с МРСК холдингом). Причина заключается как в низкой доле компании в общем тарифе потребителя, так и в стратегической важности инвестпрограммы компании для развития всей электроэнергетики страны (строительство энергомоста Сибирь-Европа с 2016 года и увеличение перетоков между ЗСП (зонами свободного перетока), связывание энергетики Сибири и Дальнего Востока). Все это потребует, как минимум, не уменьшение расходуемого денежного потока, что с учетом уже установленного роста тарифа делает изменение темпа роста тарифа в сторону понижения маловероятным.

Подходы к оценке и рекомендации

Мы обновили оценки акций компаний сетевого комплекса (МРСК+ФСК ЕЭС), используя модели DCF, а холдинг МРСК оценили как сумму частей с дисконтом 25%.

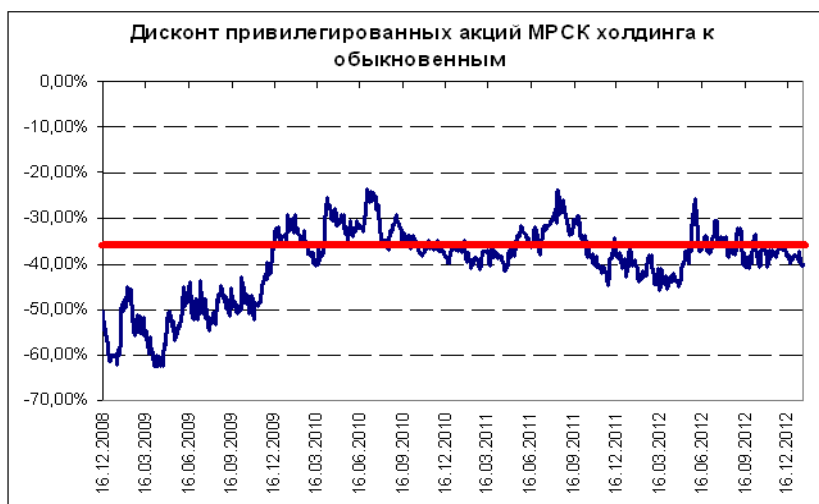
График 2. Величина премии (дисконта) капитализации холдинга МРСК к сумме торгуемых частей



Источник: расчеты ИК Проспект

Что же касается неторгуемых Тюменьэнерго и Янтарьэнерго, которые остались на долгосрочной индексации, то их оценка бралась путем перемножения величины текущей EBITDA на величину среднего коэффициента, рассчитанного по справедливой стоимости остальных МРСК. Далее, вычиталась величина чистого долга и делался дисконт полученной величины на 66%. Что касается оценки Кубаньэнерго, ТРК (Томской распределительной компании), Ленэнерго, МРСК Сибири, то они брались, исходя из текущих рыночных цен. Дисконт в оценке холдинга в целом связан с более высокой вероятностью допэмиссий и соответственно размывания долей миноритариев и тем, что потенциальные доходы от приватизации будут, по нашему мнению, направлены на текущую деятельность управляющей компании и допэмиссии в проблемные МРСК, такие как МРСК Сибири и МРСК Юга. Дисконт привилегированных акций взят нами как средний за последние 2 года – 36%, как средняя за 2010-2012 года.

График 3. Величина дисконта цены привилегированных акций к цене обыкновенных акций



Источник: расчеты ИК Проспект

Кроме того, мы учли в оценке величину отраслевого риска по сетевого сектору, как 0,75% для ФСК ЕЭС и 1% для подсектора МРСК, что отражает нашу неуверенность в окончательном переходе с хоть и улучшенного, но регулирования типа “издержки +” на полноценный безусловный RAB в ближайшие 5 лет.

Что касается специфического риска каждой компании, то мы учитывали, в первую очередь, риски корпоративного управления, связанные с величиной собственных расходов компании на 1 у.е. сетей. Также учитывалась и зависимость от действий регулятора.

Мы не учитывали при расчете WACC рисков договоров ПМ, так как мы считали потоки, основываясь на том, что никто никому не будет ничего компенсировать сверх некоего роста тарифа для остальных потребителей не выше 15% в год. Также мы предполагали, что доходы от подключений потребителей упадут в 2 раза в 2013 году относительно ожиданий по 2012 году и исчезнут в середине 2014 года. В то же время мы не учитывали эффект от потенциального поглощения ТСО и изменения менеджмента, благодаря передаче в управление той или иной МРСК. Также мы не учитывали при расчете денежных потоков переход тех или иных филиалов МРСК на RAB.

Наши фавориты в секторе – МРСК Центра и Приволжья, МРСК Волги и МОЭСК. Каждая из этих компаний при перезагрузке RAB не потеряла ни одного филиала и имеет относительно низкую как текущую, так и прогнозируемую долговую нагрузку, что позволяет им не только неплохо себя чувствовать, но и первыми в секторе начать платить приличные дивиденды миноритариям, становясь при этом основными плательщиками УК “Российские сети”.

Кроме того, МОЭСК, например, известен как наиболее эффективный представитель среди МРСК по величине собственных расходов. Менеджмент же МРСК Волги проявил себя вполне неплохо на ниве сокращения собственных расходов в 2012 году, что выразилось в очень неплохой отчетности за 3 квартала прошлого года. Некоторые подвижки наблюдаются и в борьбе с расходами МРСК Центра и Приволжья. Также, эти компании, являются и наиболее привлекательными, с точки зрения их перехода под управление частными инвесторами.

Что касается МРСК Урала и МРСК Центра, то, несмотря на то, что мы советуем их ПОКУПАТЬ, нельзя не признать, что каждая имеет свои проблемы, которые портят общую картину. Так, МРСК Центра имеет проблемы в менеджменте, часть которого недавно сняли с постов за слишком неумное воровство, и в том, что на RAB не перешло 3 филиала из 11 (сокращение величины инвестированного капитала оказалось наибольшим среди МРСК, кроме МРСК Сибири, по причине высокой доли клиентов, работавших по договорам ПМ). В случае МРСК Урала, основная проблема это нехватка доходов после ухода потребителей ПМ, что автоматически вывело компанию из потенциальных дивидендных бумаг надолго и приведет, по нашему мнению, компанию на промежутке 2014-2016 годов к величине долга больше критического уровня (больше 3 по соотношению чистый долг/ЕБИТДА).

Тем не менее, в случае, если МРСК Урала получит дополнительную компенсацию за потери по ПМ, а МРСК Центра сможет перевести свои неперешедшие на RAB филиалы обратно, а также обе компании продемонстрируют результаты по сокращению собственных издержек в 2013-2014 годах, то они смогут присоединиться к нашим фаворитам. Что касается МРСК Северо-Запада, то мы считаем, что эта компания наравне с МРСК Юга, является "темной лошадкой" в секторе, которая может резко вырасти в этом году, если появятся новости о переходе Колэнерго на RAB (в случае МРСК Юга это Волгоградэнерго и 2014 год). Что касается остальных торгуемых представителей сектора, а именно МРСК Сибири, МРСК Северного Кавказа и Ленэнерго, то мы не можем дать по ним какой-то обоснованной рекомендации и оценки, так как здесь могут быть серьезные изменения в регулировании в течение ближайших лет, которые могут существенно изменить представления об оценке. В случае же ТРК и Кубаньэнерго, мы не даем рекомендации, так как компания либо перестает котироваться (Кубаньэнерго) в ближайшее время, либо крайне неликвидна (ТРК).

Мы советуем, как минимум, не увеличивать свои вложения в акции ФСК ЕЭС и МРСК холдинга (обыкновенные и привилегированные), а, как максимум, перекладываться в акции наших фаворитов, так как с одной стороны, потенциал роста в обеих бумагах ощутимо ниже, чем у наших фаворитов, а, с другой стороны, перспективы приличных дивидендов акционерам весьма и весьма туманны в обозримой перспективе.

Сравнительный анализ

тикер	Рыночная капитализация, млрд. руб.	EV 2012, млрд. руб.	EV/EBITDA			EBITDA рент., %		EV/RAB, PEG, 13-16 года	
			2012	2013	2014	2012	2013	2013	16 года
FEES	271601,98	444568,32	6,23	4,70	4,33	52,73	57,42	0,67	1
MRKC	25752,98	46741,97	3,52	3,37	2,97	19,52	18,81	0,69	0,55
MRKZ	6609,23	15782,91	4,87	2,84	2,47	11,66	17,47	0,75	-
MRKU	20108,90	29526,32	7,44	5,88	5,18	7,88	9,25	0,79	1
MRKS	8296,31	13536,59	-	-	-	-	-	1,78	-
MRKP	22539,60	43760,04	4,47	4,37	3,93	17,96	16,77	0,54	0,8
MRKV	15179,05	26016,05	2,34	2,01	1,85	12,71	13,36	0,51	0,62
MRKY	2590,17	17909,34	4,78	2,77	2,82	15,61	23,59	0,77	-
MRKK	1624,00	4190,88	-	-	-	-	-	0,38	-
LSNG	9278,50	33180,64	5,09	13,90	9,65	20,31	7,77	0,58	-
MSRS	84261,38	131808,10	3,23	3,32	3,35	34,63	34,85	0,70	0,43
MRKH	133120,00	445800,00	4,47	4,81	4,03	17,54	17,73	0,75	0,62
сетям			4,66	4,80	4,06	17,55	18,12	0,74	0,72
Дисконт к EM	-	-	-35,25%	-20,82%	-19,61%	-	-	-22,67%	-74,71%
Дисконт к DM	-	-	-57,70%	-45,05%	-41,29%	-	-	-49,02%	-74,21%
Развивающиеся рынки									
TEL	16216,88	27335,96	5,80	4,60	3,64	16,98	16,13	0,82	2,82
MER	208463,65	197229,61	11,97	9,48	7,51	18,00	18,90	1,10	2,85
LIGT3	7500,00	11575,00	3,83	4,10	4,00	14,50	13,50	-	-
развивающимся	77393,51	78713,53	7,20	6,06	5,05	16,49	16,18	0,96	2,84
Развитые рынки									
UU	210108,86	491690,30	10,71	8,48	6,72	59,45	56,47	1,18	3,75
SPN	88376,37	323610,64	12,03	9,53	7,55	62,12	65,23	2,34	2,36
RENE	47896,37	147291,04	8,16	6,46	5,12	81,26	77,20	1,40	4,5
REE	190129,22	424207,42	9,63	7,63	6,04	71,66	75,25	1,10	2
ITC	126083,36	212528,82	14,58	11,55	9,15	63,76	60,57	1,25	1,29
В среднем по развитым рынкам	132518,84	319865,64	11,02	8,73	6,91	67,65	66,94	1,45	2,78

Источник: расчеты ИК Проспект, Bloomberg

ФСК ЕЭС

млрд. руб.	2012 (ож.)	2013 (ож.)	2014 (ож.)	2015 (ож.)	2016 (ож.)	2017 (ож.)
Выручка	135,3	164,6	179,7	204,7	222,4	238,7
Амортизация	40,4	44,8	48,0	51,0	54,0	56,9
Операционная прибыль	31,0	49,7	54,7	69,7	76,7	81,7
ЕБИТДА	71,3	94,5	102,6	120,7	130,7	138,6
маржа по ЕБИТДА	53%	52%	57%	59%	59%	58%
Чистая прибыль	13,2	22,2	19,7	26,5	27,3	26,2

млрд.руб.	2012 (ож.)	2013 (ож.)	2014 (ож.)	2015 (ож.)	2016 (ож.)	2017 (ож.)
ЕБИТДА	71,3	94,5	102,6	120,7	130,7	138,6
налог на прибыль	-3,3	-5,5	-4,9	-6,6	-6,8	-6,5
CAPEX	-195,0	-155,0	-155,0	-155,0	-155,0	-155,0
изменения оборотного капитала	0,9	-5,9	-3,0	-5,0	-3,5	-3,3
FCFF	-126,0	-71,9	-60,3	-46,0	-34,7	-26,2

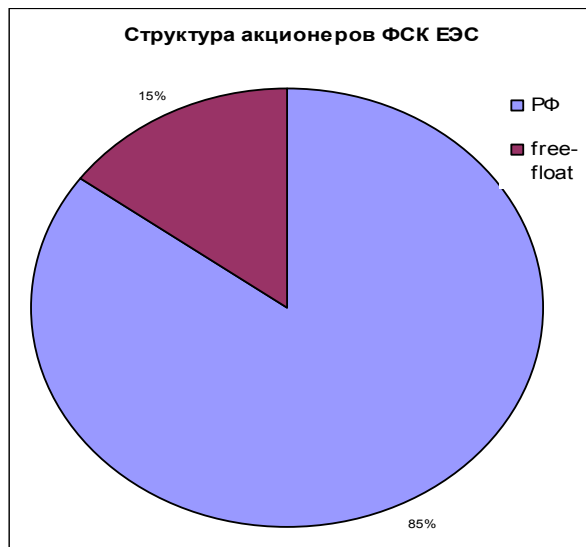
Оценка компании (млрд. руб.)

Сумма дисконтированных ден. потоков (2013-2017 гг.)	-206,15
дисконтированная терминальная стоимость	759,73
Чистый долг (наличные)	260,98
Фин. активы	61,36
Справедливая стоимость акционерного капитала	353,97
количество обыкновенных акций	1263,27
целевая стоимость 1 акции	0,280
текущая справедливая стоимость	0,255
потенциал роста (падения)	19,00%

расчет WACC

безрисковая ставка (10 лет ОФЗ)	6,70%
риск рынка акций	5,50%
риск компании Секторальный	0,25%
риск целевой	0,75%
уровень долга	30%
бета (без долга)	0,800
бета (с долгом)	0,961
Стоимость акционерного капитала	13,0%
стоимость долгового капитала	8,00%
налог на прибыль	20%
стоимость долга после налога	6,40%
WACC	11,0%

Структура акционеров ФСК ЕЭС



Динамика акций ФСК ЕЭС относительно индексов ММВБ и ММВБ-Электроэнергетика



млрд. руб.	2012 (ож.)	2013 (ож.)	2014 (ож.)	2015 (ож.)	2016 (ож.)	2017 (ож.)
Выручка (общая)	117,7	129,1	142,5	156,7	172,5	192,2
Амортизация	19,7	21,6	24,6	27,8	29,8	30,6
Операционная прибыль	21,0	23,4	26,0	28,8	34,3	43,9
ЕБИТДА	40,8	45,0	50,6	56,6	64,1	74,5
маржа по ЕБИТДА	34,6%	34,8%	35,5%	36,1%	37,2%	38,7%
Чистая прибыль	13,6	14,4	15,0	16,8	21,7	30,0
млрд.руб.	2012 (ож.)	2013 (ож.)	2014 (ож.)	2015 (ож.)	2016 (ож.)	2017 (ож.)
ЕБИТДА	40,8	45,0	50,6	56,6	64,1	74,5
налог на прибыль	3,4	3,6	3,8	4,2	5,4	7,5
CAPEX	-38,0	-52,0	-57,0	-47,0	-38,0	-41,0
изменения оборотного капитала	-0,3	0,4	0,5	0,5	0,6	0,7
FCFF	-0,3	-11,0	-10,7	4,9	20,1	25,3

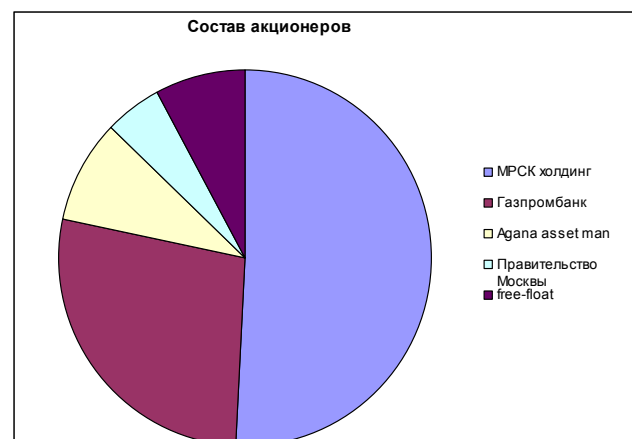
Оценка компании (млрд. руб.)

Сумма дисконтированных ден. потоков (2013-2017 гг.)	18,02
дисконтированная терминальная стоимость	178,09
Чистый долг (наличные)	65,20
Фин. активы	0,00
Справедливая стоимость акционерного капитала	130,91
количество обыкновенных акций	48,71
целевая стоимость 1 акции на конец 2013 года	2,688
текущая справедливая стоимость	2,423
потенциал роста (падения)	40,08%

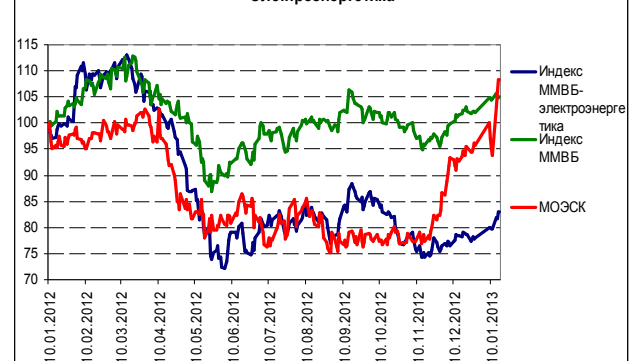
расчет WACC

безрисковая ставка (10 лет ОФЗ)	6,70%
риск рынка акций	5,50%
риск компании	0,75%
Секторальный риск	1,00%
целевой уровень долга	30%
бета (без долга)	0,900
бета (с долгом)	1,158
Стоимость акционерного капитала	14,8%
стоимость долгового капитала	8,00%
налог на прибыль	20%
стоимость долга после налога	6,40%
WACC	11,9%

Состав акционеров



Динамика акций МОЭСК относительно индексов ММВБ и ММВБ-Электроэнергетика



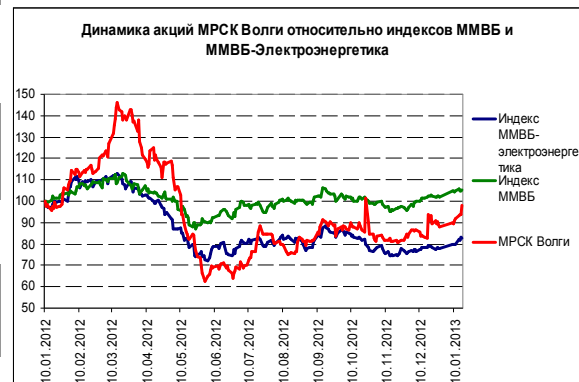
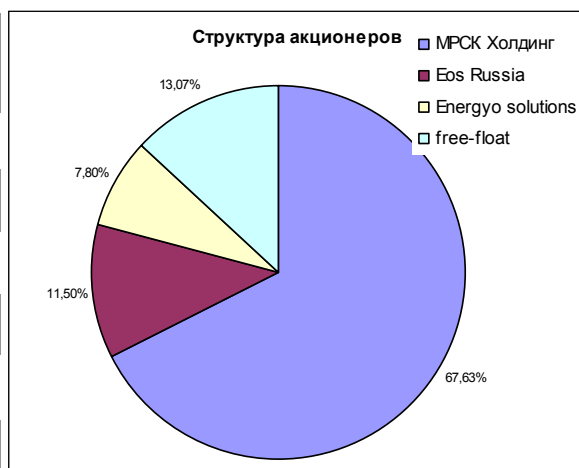
млрд. руб.	2012 (ож.)	2013 (ож.)	2014 (ож.)	2015 (ож.)	2016 (ож.)	2017 (ож.)
Выручка (общая)	51,0	56,4	61,6	67,3	75,4	90,1
Амортизация	3,9	4,0	4,1	4,1	4,2	4,4
Операционная прибыль	2,6	3,5	4,1	5,0	6,8	13,8
ЕБИТДА	6,5	7,5	8,2	9,1	11,1	18,2
маржа по ЕБИТДА	12,7%	13,4%	13,3%	13,6%	14,7%	20,2%
Чистая прибыль	1,2	1,7	2,2	2,7	3,9	9,8
млрд.руб.	2012 (ож.)	2013 (ож.)	2014 (ож.)	2015 (ож.)	2016 (ож.)	2017 (ож.)
ЕБИТДА	6,5	7,5	8,2	9,1	11,1	18,2
налог на прибыль	0,3	0,6	0,6	0,8	1,2	2,9
CAPEX	-9,0	-7,4	-7,4	-9,0	-13,0	-5,8
изменения оборотного капитала	0,1	0,1	0,0	0,1	0,1	0,3
FCFF	-3,0	-0,5	0,1	-0,7	-3,2	9,2

Оценка компании (млрд. руб.)

Сумма дисконтированных ден. потоков (2013-2017 гг.)	2,44
дисконтированная терминальная стоимость	0,00
Чистый долг (наличные)	12,46
Фин. активы	0,00
Справедливая стоимость акционерного капитала	33,91
количество обыкновенных акций	178,58
целевая стоимость 1 акции на конец 2013 года	0,190
текущая справедливая стоимость	0,170
потенциал роста (падения)	100,30%

расчет WACC

безрисковая ставка (10 лет ОФЗ)	6,70%
риск рынка акций	5,50%
риск компании	0,75%
Секторальный риск	1,00%
целевой уровень долга	30%
бета (без долга)	0,900
бета (с долгом)	1,269
Стоимость акционерного капитала	15,4%
стоимость долгового капитала	10,00%
налог на прибыль	20%
стоимость долга после налога	8,00%
WACC	12,6%



млрд. руб.	2012 (ож.)	2013 (ож.)	2014 (ож.)	2015 (ож.)	2016 (ож.)	2017 (ож.)
Выручка (общая)	54,5	59,7	66,1	72,8	86,9	101,4
Амортизация	4,7	4,8	5,0	5,2	5,5	5,8
Операционная прибыль	2,2	2,3	3,3	4,1	6,3	12,8
EBITDA	9,8	10,0	11,1	12,2	14,9	21,8
маржа по EBITDA	18,0%	16,8%	16,9%	16,8%	17,1%	21,5%
Чистая прибыль	2,2	5,5	7,0	7,7	9,4	15,0
млрд.руб.	2012 (ож.)	2013 (ож.)	2014 (ож.)	2015 (ож.)	2016 (ож.)	2017 (ож.)
EBITDA	9,8	10,0	11,1	12,2	14,9	21,8
налог на прибыль	0,6	1,4	1,7	1,9	2,4	3,7
CAPEX	-9,0	-10,0	-12,8	-15,2	-17,1	-19,1
изменения оборотного капитала	0,4	-0,2	-0,3	-0,3	-0,6	-0,6
FCFF	-0,1	-1,2	-3,1	-4,7	-4,0	-0,4

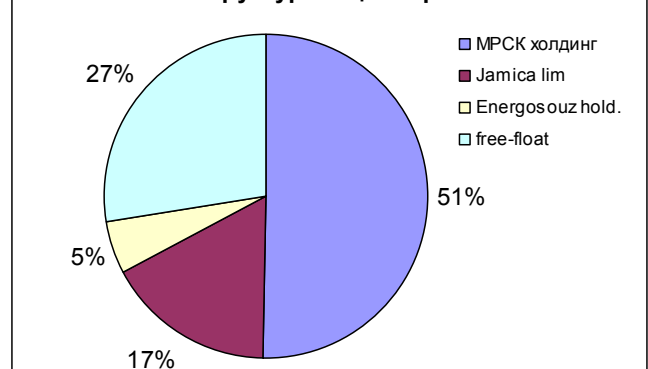
Оценка компании (млрд. руб.)

Сумма дисконтированных ден. потоков (2013-2017 гг.)	-13,57
дисконтированная терминальная стоимость	86,67
Чистый долг (наличные)	21,10
Фин. активы	0,00
Справедливая стоимость акционерного капитала	52,00
количество обыкновенных акций	112,70
целевая стоимость 1 акции на конец 2013 года	0,461
текущая справедливая стоимость	0,415
потенциал роста (падения)	107,67%

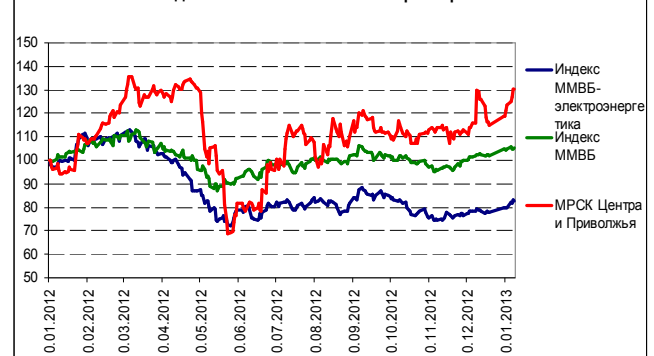
расчет WACC

безрисковая ставка (10 лет ОФЗ)	6,70%
риск рынка акций	5,50%
риск компании Секторальный риск	0,50% 1,00%
целевой уровень долга	30%
бета (без долга)	0,900
бета (с долгом)	1,165
Стоимость акционерного капитала	14,6%
стоимость долгового капитала	10,00%
налог на прибыль	20%
стоимость долга после налога	8,00%
WACC	12,1%

Структура акционеров



Динамика акций MPCK Центра и Приволжья относительно индексов ММВБ и ММВБ-Электроэнергетика



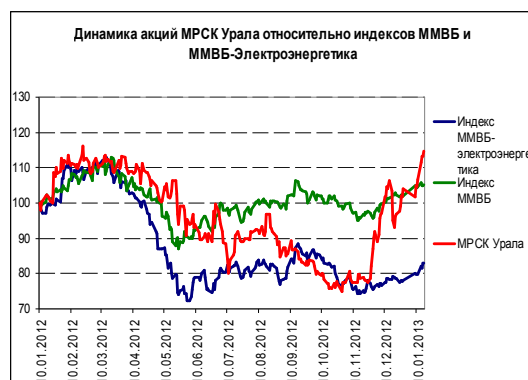
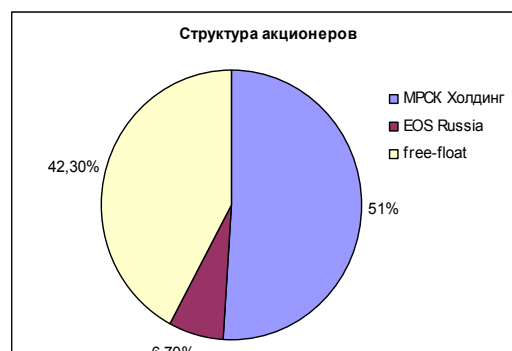
млрд. руб.	2012 (ож.)	2013 (ож.)	2014 (ож.)	2015 (ож.)	2016 (ож.)	2017 (ож.)
Выручка (общая)	50,3	54,2	59,3	64,3	70,1	80,0
Амортизация	3,4	3,5	3,6	3,8	3,9	4,0
Операционная прибыль	2,7	3,7	4,4	4,9	5,9	10,6
ЕБИТДА	4,0	5,0	5,7	6,2	7,3	12,0
маржа по ЕБИТДА	7,9%	9,3%	9,6%	9,7%	10,4%	15,0%
Чистая прибыль	-0,2	0,0	0,1	0,2	0,6	4,3
млрд.руб.	2012 (ож.)	2013 (ож.)	2014 (ож.)	2015 (ож.)	2016 (ож.)	2017 (ож.)
ЕБИТДА	4,0	5,0	5,7	6,2	7,3	12,0
налог на прибыль	0,1	0,0	0,0	0,0	-0,1	-1,1
CAPEX	-7,6	-8,5	-8,5	-8,5	-8,5	-7,5
изменения оборотного капитала	0,1	0,1	0,1	0,1	0,1	0,1
FCFF	-3,8	-3,5	-2,8	-2,3	-1,1	5,5

Оценка компании (млрд. руб.)

Сумма дисконтированных ден. потоков (2013-2017 гг.)	-4,18
дисконтированная терминальная стоимость	57,23
Чистый долг (наличные)	14,24
Фин. активы	0,00
Справедливая стоимость акционерного капитала	39,61
количество обыкновенных акций	87,43
целевая стоимость 1 акции на конец 2013 года	0,453
текущая справедливая стоимость	0,408
потенциал роста (падения)	77,44%

расчет WACC

безрисковая ставка (10 лет ОФЗ)	6,70%
риск рынка акций	5,50%
риск компании	0,50%
Секторальный риск	1,00%
целевой уровень долга	30%
бета (без долга)	0,900
бета (с долгом)	1,139
Стоимость акционерного капитала	14,5%
стоимость долгового капитала	10,00%
налог на прибыль	20%
стоимость долга после налога	8,00%
WACC	12,0%



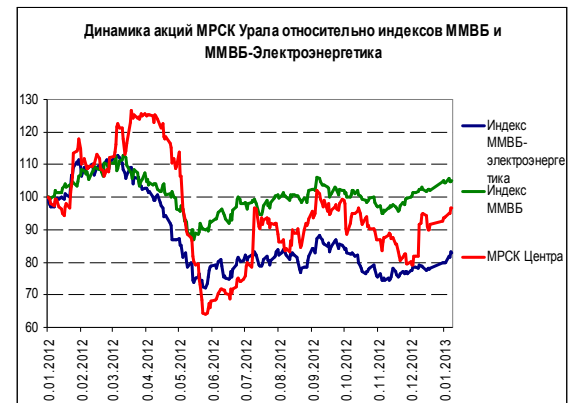
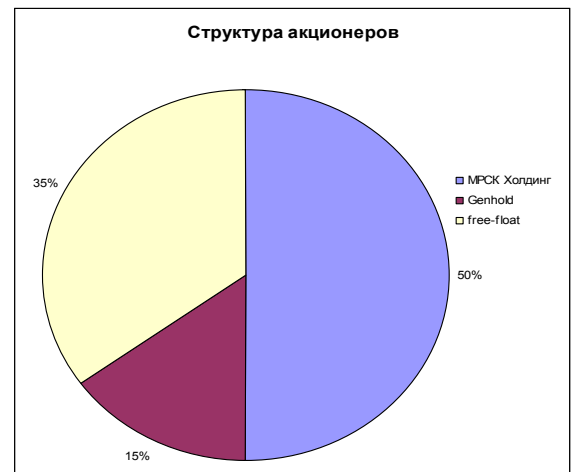
млрд. руб.	2012 (ож.)	2013 (ож.)	2014 (ож.)	2015 (ож.)	2016 (ож.)	2017 (ож.)
Выручка (общая)	68,0	73,7	80,9	88,7	96,3	107,2
Амортизация	6,9	7,1	7,4	7,8	8,1	8,5
Операционная прибыль	6,4	6,7	8,3	10,4	12,6	15,4
ЕБИТДА	13,3	13,9	15,7	18,2	20,8	23,9
маржа по ЕБИТДА	19,5%	18,8%	19,5%	20,5%	21,6%	22,3%
Чистая прибыль	3,5	3,3	3,9	5,1	6,5	8,6
млрд.руб.	2012 (ож.)	2013 (ож.)	2014 (ож.)	2015 (ож.)	2016 (ож.)	2017 (ож.)
ЕБИТДА	13,3	13,9	15,7	18,2	20,8	23,9
налог на прибыль	-0,9	-0,8	-1,0	-1,3	-1,6	-2,1
CAPEX	-15,8	-17,4	-20,0	-20,0	-20,0	-20,0
изменения оборотного капитала	-0,1	-0,1	-0,1	-0,1	-0,1	-0,1
FCFF	-1,6	-2,6	-3,2	-0,4	2,5	6,2

Оценка компании (млрд. руб.)

Сумма дисконтированных ден. потоков (2013-2017 гг.)	-11,54
дисконтированная терминальная стоимость	85,73
Чистый долг (наличные)	-28,07
Фин. активы	0,00
Справедливая стоимость акционерного капитала	46,12
количество обыкновенных акций	42,22
целевая стоимость 1 акции на конец 2013 года текущая	1,092
справедливая стоимость	0,980
потенциал роста (падения)	60,67%

расчет WACC

безрисковая ставка (10 лет ОФЗ)	6,70%
риск рынка акций	5,50%
риск компании	1,00%
Секторальный риск	1,00%
целевой уровень долга (без долга)	0,900
бета (с долгом)	1,272
Стоимость акционерного капитала	15,695%
стоимость долгового капитала	8,00%
налог на прибыль	20%
стоимость долга после налога	6,40%
WACC	12,5%



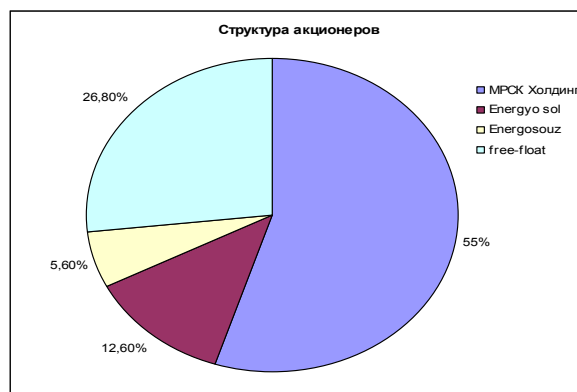
млрд. руб.	2012 (ож.)	2013 (ож.)	2014 (ож.)	2015 (ож.)	2016 (ож.)	2017 (ож.)
Выручка (общая)	27,8	31,9	34,9	37,9	41,3	45,6
Амортизация	3,1	3,2	3,4	3,5	3,6	3,7
Операционная прибыль	-0,2	2,0	2,7	3,3	4,0	5,5
ЕБИТДА	3,2	5,6	6,4	7,1	8,0	9,6
маржа по ЕБИТДА	11,7%	17,5%	18,3%	18,8%	19,3%	21,0%
Чистая прибыль	-0,8	0,9	1,2	1,5	2,1	3,3
млрд.руб.	2012 (ож.)	2013 (ож.)	2014 (ож.)	2015 (ож.)	2016 (ож.)	2017 (ож.)
ЕБИТДА	3,2	5,6	6,4	7,1	8,0	9,6
налог на прибыль	0,0	-0,2	-0,3	-0,4	-0,5	-0,8
CAPEX	-6,6	-7,3	-7,3	-7,3	-7,3	-7,3
изменения оборотного капитала	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,1
FCFF	-3,4	-1,6	-0,7	0,1	1,1	3,0

Оценка компании (млрд. руб.)

Сумма дисконтированных ден. потоков (2013-2017 гг.)	-2,75
дисконтированная терминальная стоимость	0,00
Чистый долг (наличные)	-12,33
Фин. активы	0,00
Справедливая стоимость акционерного капитала	6,50
количество обыкновенных акций	95,79
целевая стоимость 1 акции на конец 2013 года	0,068
текущая справедливая стоимость	0,061
потенциал роста (падения)	-8,08%

расчет WACC

безрисковая ставка (10 лет ОФЗ)	6,70%
риск рынка акций	5,50%
риск компании Секторальный риск	1,25% 1,00%
целевой уровень долга бета (без долга)	30% 0,900
бета (с долгом)	1,262
Стоимость акционерного капитала	15,9%
стоимость долгового капитала	10,00%
налог на прибыль	20%
стоимость WACC	8,00% 13,0%



Аналитический отдел + 7 (495) 937 3363**Солодин Дмитрий**

Ситуационный анализ

Самарец Ольга

Потребительский сектор

Наумов Александр

Электроэнергетика

Егишянц Сергей

Макроэкономика, мировые рынки

Трейдинг + 7 (495) 937 3363**Лобанов Александр**

Начальник отдела

lobjr@prsp.ru**Кузнецова Ирина**kuznetsova@prsp.ru**Зуев Дмитрий**zouev@prsp.ru**Билялов Энвер**bilyalov@prsp.ru**Бохин Александр**abokhin@prsp.ru**Сильвестров Кирилл**ksilvestrov@prsp.ru**Брокерская группа «Ай Ти Инвест - ПРОСПЕКТ»**

119180, Москва, 1-й Голутвинский пер., д. 6

Тел.: +7 (495) 937 3363

Факс: +7 (495) 937 3360

www.prsp.ruwww.itinvest.ruwww.prospect.com.uawww.plasma-prospect.com

Представленная информация базируется на достоверных источниках.

Тем не менее, содержание данного аналитического обзора может использоваться только в информационных целях.

Брокерская группа «Ай Ти Инвест - Проспект» не несет ответственности за точность представленных данных.

Данный документ не является предложением на покупку или продажу каких-либо ценных бумаг.

Он также не является рекомендацией на покупку или продажу ценных бумаг, упомянутых в отчете.

Брокерская группа «Ай Ти Инвест - Проспект» и ее сотрудники, включая тех, кто готовил этот отчет, могут иметь позиции, а также покупать и продавать ценные бумаги упомянутых в отчете компаний.

Инвестирование в странах СНГ является исключительно рискованным, поэтому инвесторы должны самостоятельно тщательно проработать свое решение.

Все права на данный аналитический отчет принадлежат Брокерской группе «Ай Ти Инвест - ПРОСПЕКТ».

Перепечатка целиком или отдельными частями без письменного разрешения Брокерской группы «Ай Ти Инвест - Проспект» не допускается.