

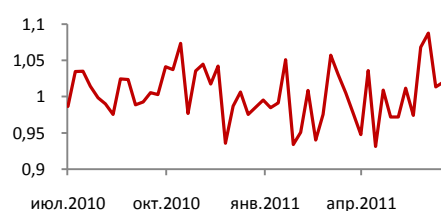
Иванова Ольга

+7 (812) 329 8181 (доб. 1241)

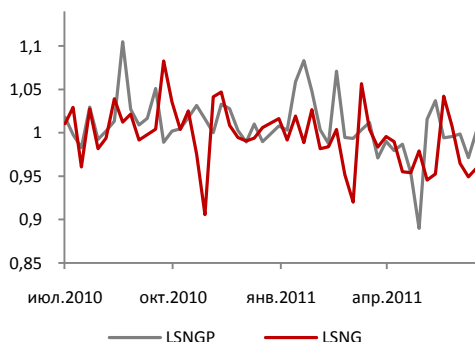
o.ivanova@bfa.ru

Тикер:	MSRS	LSNG	LSNGP	MRKC
Текущая цена, \$:	0,055	0,65	1,31	0,033
Рекомендация:	BUY	SELL	HOLD	HOLD

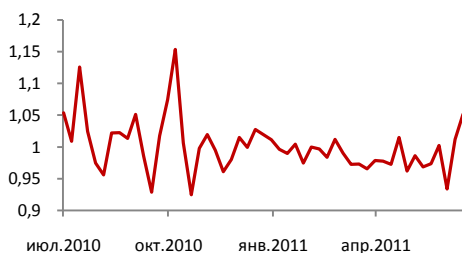
ДИНАМИКА КУРСА АКЦИЙ МОЭСК



ДИНАМИКА КУРСА АКЦИЙ ЛЕНЭНЕРГО



ДИНАМИКА КУРСА АКЦИЙ МРСК ЦЕНТРА



Источник: ММВБ

Капитализация компаний электроэнергетического сектора за последние месяцы значительно снизилась; особенно заметны потери в сегменте распределительных сетей. Заявление премьер-министра РФ о том, что ситуация с ростом тарифов требует «более решительной позиции антимонопольных органов, а в отдельных случаях — и правоохранительных, включая прокуратуру», лишний раз продемонстрировало, что сектор электроэнергетики находится под «ручным управлением» государства. В рамках сдерживания роста цен на электроэнергию для конечных потребителей предложено увеличить срок RAB-регулирования с пяти до семи лет; также рассматривается возможность увеличения основного периода регулирования на истекший с момента ввода RAB временной отрезок, то есть применение так называемого «скользящего» регулирования. Это позволит более гибко изменять тариф, однако сократит прибыль сетевых компаний.

Все ожидания рынка, связанные с пересмотром Минэкономразвития РФ тарифных решений, вероятнее всего, подтвердятся, что сильно повлияет на деятельность отрасли в целом. Согласно планам МЭР РФ, этим летом должно быть принято решение о существенном снижении планового роста усредненного тарифа на передачу электроэнергии: в 2012г. — с 14-15% до 4-6%, в 2013г. — с 17-18% до 4-6,5%, в 2014г. — с 16-17% до 4-6,5%.

Мы провели сравнительный анализ распределительных компаний. В настоящий момент мы готовим рекомендации по акциям отдельных компаний, исходя из оценки методом DCF.

Основные мультипликаторы, LTM

	Центр	ЦП	СК	Волга	Урала	МОЭСК	Ленэнерго
P/E	7,1	9,5	3,6	44,1	9,1	4,6	6,7
P/S	0,7	0,4	0,4	0,5	0,4	0,7	0,5
P/BV	0,8	0,5	0,2	0,5	0,6	0,5	0,4
EV/EBITDA	5,2	2,8	1,0	3,1	3,3	3,8	3,4

Источник: отчеты компаний, расчеты ИК «БФА»

Согласно основным мультипликаторам, самыми недооцененными компаниями распределительного сектора на текущий момент являются МОЭСК и Ленэнерго; также пристального внимания заслуживает МРСК Центра.

МОЭСК

Московская объединенная электросетевая компания — крупнейшая МРСК России, оказывающая услуги по транспорту электроэнергии потребителям и технологическому присоединению к электрическим сетям в Московском регионе.

По результатам 1 кв. 2011г. МОЭСК продемонстрировал отличные результаты. При росте выручки 30% до уровня \$1125 млн. и одновременном росте операционных затрат на 23% до уровня \$894 млн. чистая прибыль составила \$144 млн. увеличившись более чем в 2 раза. Показатель EBITDA вырос в 1,5 раза до уровня \$362 млн. Маржа по EBITDA, увеличившись на 4 п.п. до 32%, достигла одного из самых высоких уровней среди МРСК.

Согласно прогнозу компании, МОЭСК ожидает получить в 2011г. чистую прибыль в размере \$624 млн., что предполагает ее рост на 24%. Рост выручки и операционных затрат планируется примерно на одном уровне: порядка 30% по отношению к 2010г. Бизнес-план предполагает получение \$4731 млн. выручки при \$3673 млн. операци-

ФИНАНСОВЫЕ РЕЗУЛЬТАТЫ МОЭСК

Показатель, \$ млн	1 кв. 2010г.	1 кв. 2011г.	Изменение
Выручка	868	1125	30%
Опер. затраты	729	894	23%
Опер. прибыль	139	231	66%
EBITDA	239	349	51%
Чистая прибыль	71	144	104%
EBIT Margin	16%	21%	5п.п.
EBITDA Margin	28%	31%	3п.п.
Net Margin	8%	13%	5п.п.
ROIC	1,6%	2,4%	0,8п.п.
ROE	1,7%	2,9%	1,2п.п.
ROA	0,8%	1,7%	0,9п.п.

Источник: отчеты компаний, расчеты ИК «БФА»

онных расходов. Показатель EBITDA может оказаться на уровне \$1470 млн., что на 24% больше чем в 2010г. В случае реализации данных цифр операционная, чистая и маржа по EBITDA компании сократится в среднем на 1п.п., однако по-прежнему останется на достаточно хорошем уровне в 22%, 13% и 31% соответственно.

На конец 2010г. долговая нагрузка МОЭСК по показателю Debt/EBITDA составляла 1,1. У компании имеется ряд кредитных линий Альфа-Банка на общую сумму \$505 млн. (14,123 млрд. руб.) Также имеется облигационный заем в размере \$214 млн. (6 млрд. руб.), подлежащий погашению в 3 кв. 2011г. Инвестиционная программа на 2011г. рассчитана в размере \$1502 млн. (42,04 млрд. руб.), 30% которых пойдет на новое строительство, а 70% будет направлено на техническое перевооружение и реконструкцию действующих энергообъектов. Источниками финансирования капитальных вложений станут амортизация, плата за технологическое присоединение (\$357 млн. или 10 млрд. руб.), тарифная выручка за передачу электроэнергии. С учетом того, что тарифные решения будут, вероятнее всего, пересмотрены, и прибыль от транспортировки электроэнергии сократится, компании придется прибегнуть к кредитному финансированию. Согласно заявлениям руководства компании, выпадающие доходы будут компенсированы за счет увеличения кредитного портфеля только в пределах соотношения Debt/EBITDA 1,5. МОЭСК уже начал привлекать кредитные средства: в мае текущего года компания привлекла \$53,4 млн. (1,5 млрд. руб.) у Газпромбанка под 7,92% годовых сроком до августа 2016г.

Несмотря на то, что из-за недофинансирования инвестпрограммы в 2008-2010гг. МОЭСК придется лишиться тарифной выручки в размере \$118 млн. (3,3 млрд. руб.), соотношение Debt/EBITDA не превысит значения 1,5. Соответственно, кредитный портфель может быть в дальнейшем расширен.

В рамках приватизации межрегионального сетевого комплекса РФ Холдинг МРСК подписал соглашения о передаче в доверительное управление французской ERDF Томской распределительной компании, а также компании МОЭСК – Газпромбанку. Холдинг МРСК сохранит контроль над технической политикой МОЭСК и надежностью инфраструктуры электросетевого комплекса региона. Срок стратегического соглашения составляет 3,5 года, моратория на продажу переданного в управление пакета акций – 1 год. После этого доля Газпромбанка в структуре капитала МОЭСК может быть увеличена приблизительно до 34% (на сегодняшний день доля Газпромбанка около 10%). Если, с одобрения Федеральной антимонопольной службы, этот сценарий развития событий реализуется, это может привести к консолидации под фактическим контролем Газпрома сетевых активов вдобавок к генерирующим. Вероятность подобного исхода пока не ясна, так как объединение в одной структуре генерирующих и сетевых активов не допускается действующим законодательством.

Ленэнерго

Одна из крупнейших распределительно-сетевых компаний России, осуществляющая передачу электрической энергии и технологическое присоединение энергетических устройств физических и юридических лиц Санкт-Петербурга и Ленинградской области.

В 1 квартале 2010 г. связи с опережающими темпами роста операционных затрат до уровня \$299 млн. (+23%) относительно темпов роста выручки (10%), чистая прибыль компании снизилась на 95%, до уровня \$1 млн. Показатель EBITDA снизился на 28% и составил \$54 млн. Однако, несмотря на такие результаты деятельности первых трех месяцев текущего года, компания преследует далеко идущие планы. С 1 января 2011г. Ленэнерго перешло на регулирование тарифов методом RAB, которое позволит компании привлечь долгосрочный капитал в необходимом объеме для финансирования масштабной инвестпрограммы, включающей комплексное обновление и модернизацию сетевого комплекса. Однако с 1 мая 2011г. в Санкт-Петербурге был

ФИНАНСОВЫЕ РЕЗУЛЬТАТЫ ЛЕНЭНЕРГО

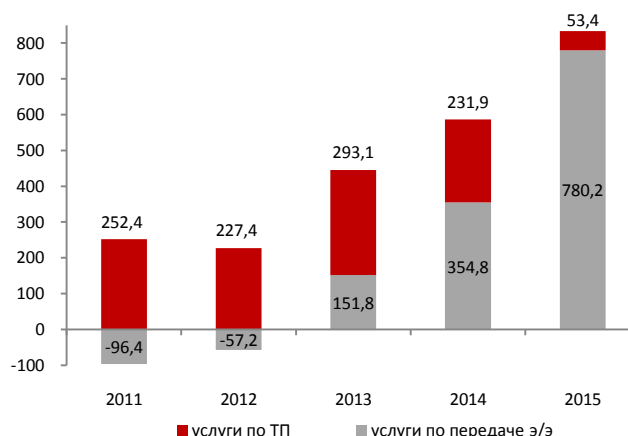
Показатель, \$ млн	1 кв. 2010г.	1 кв. 2011г.	Изменение
Выручка	285	313	10%
Опер. затраты	243	299	23%
Опер. прибыль	42	14	-67%
EBITDA	75	54	-28%
Чистая прибыль	24	1	-95%
EBIT Margin	15%	4%	-11п.п.
EBITDA Margin	26%	17%	-9п.п.
Net Margin	8%	0,4%	7,6п.п.
ROIC	1,1%	0,1%	-1п.п.
ROE	1,4%	0,1%	-1,3п.п.
ROA	0,8%	0,04%	0,76п.п.

Источник: отчеты компаний, расчеты ИК «БФА»

пересмотрен уровень роста среднеотпускного тарифа на передачу электроэнергии с 24% до 16%. Таким образом, во 2 и 3 кв. 2011г. мы увидим более сдержанную динамику показателей отчетности. Эффект сглаживания тарифов в 2011г. составит \$40,6 млн. (1137 млн. руб.). В результате чистый убыток Ленэнерго от передачи электроэнергии в 2011г. вырастет на 47% и составит \$182,5 млн. (5108 млн. руб.) вместо \$96,7млн. (2707 млн. руб.), как планировалось раньше.

Исторически сложилось, что деятельность по передаче электроэнергии для Ленэнерго убыточна, а чистая прибыль формируется за счет оказания услуг по технологическому присоединению (ТП). С вводом системы регулирования тарифов на электроэнергию RAB, которая исключает инвестиционную составляющую на развитие существующей сетевой инфраструктуры из платы за технологическое присоединение, деятельность по передаче электроэнергии должна стать прибыльной, а доля услуг по ТП – снизиться. Однако компания планирует получать чистую прибыль за счет реализации накопленных и текущих обязательств за услуги по технологическому присоединению. Согласно первоначальному бизнес-плану, Ленэнерго должна была получить положительный результат по передаче электроэнергии в 2013г., однако, в связи с корректировкой тарифов на 2011г. и возможным пересмотром на 2012г., не вполне ясно, когда сетевая компания сможет выйти в плюс по ключевому виду деятельности.

Чистая прибыль по видам деятельности
согласно некорректированному бизнес-плану Ленэнерго, \$ млн.



Источник: отчеты компаний

В результате применения механизма сглаживания часть необходимой валовой выручки смещается с текущего периода на будущие годы. Это предполагает либо резкий рост тарифов на электроэнергию в будущем (2-ая половина 2012-2013гг.), либо сокращение инвестиционной программы. Однако на сегодняшний день программа инвестиций не пересматривалась. Возможные изменения по объему вводимых мощностей, а также источников их финансирования ожидаются в конце лета.

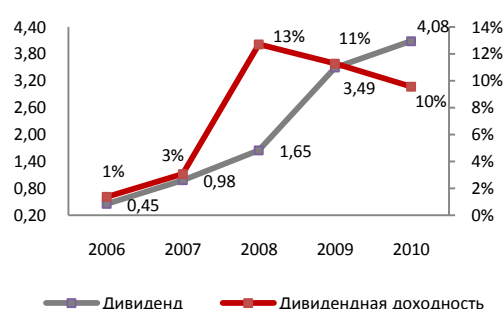
На текущий момент капвложения Ленэнерго на горизонте 2011-15гг. планируются на уровне \$3500 млн., из которых половина средств будет направлена на новое строительство и расширение, а остальная часть – на техническое перевооружение и реконструкцию. В условиях снижения тарифов на передачу электроэнергии источниками финансирования инвестиций, вероятнее всего, станут плата за технологическое присоединение и дополнительные эмиссии обыкновенных акций, планируемые с 2011 по 2013гг. Провести первую допэмиссию предполагается в 3 кв. текущего года.

В апреле 2011г. Сбербанк и Банк Россия открыли кредитные линии Ленэнерго на общую сумму \$197,4 млн. (5,525 млрд. руб.) с достаточно демократичными процентными ставками (ниже ставки рефинансирования ЦБ) в среднем на пять лет.

На начало 2012г. Ленэнерго намечен выпуск облигаций, объем которого на данный момент не определен. На весну того же года придется погашение двух облигационных займов \$107 млн. (3 млрд. руб.) каждый. В данных условиях долговая нагрузка Ленэнерго с учетом сохранения политики сдерживания тарифов и необходимости выполнения инвестиционной программы будет достаточно обременительной. С учетом имеющегося на конец 2010г. долга, выплат по имеющимся обязательствам, а также необходимости покрытия инвестиционной программы, значение показателя Debt/EBITDA Ленэнерго в 2011г. составит порядка 2,3.

Ленэнерго отличается стабильной дивидендной политикой в отношении привилегированных акций. В течение последних пяти лет наблюдается положительная динамика дивидендных выплат по «префам», размер которых составляет 10% чистой прибыли по итогам финансового года. Однако на настоящий момент непонятно, каким образом будет решаться вопрос дивидендных выплат в свете масштабной инвестиционной программы и дефицита реальных средств на ее реализацию.

Дивидендная история, руб./прив. акцию



Источник: отчеты компаний, расчеты ИК «БФА»

МРСК Центра

После МОЭСКа, МРСК Центра является отраслевым лидером по капитализации, объемам выручки и чистой прибыли по результатам РСБУ в 2010г. МРСК Центра демонстрирует хорошие операционно-финансовые показатели на протяжении последних трех лет. По итогам 1кв. 2011г. рост операционной и чистой прибыли составил более 70% по сравнению с аналогичным периодом прошлого года. Показатели рентабельности также имели положительную динамику.

Сильной стороной компании является прозрачная система корпоративного управления. Согласно прогнозу менеджмента компании, который еще будет пересмотрен в 3кв., выручка достигнет уровня \$2405млн. (67,3 млрд. руб.), увеличившись на 15,6%, показатель EBITDA сохранится на уровне 2010г. – \$389,5 млн. (10,9 млрд. руб.). Также компания ожидает снижения полезного отпуска электроэнергии на 0,4 млрд. кВтч. Особое внимание в МРСК Центра уделяется вопросу сокращения подконтрольных затрат в общей структуре расходов по передаче электроэнергии. В 2011г. за счет оптимизации подконтрольные затраты должны сократиться на 4 %.

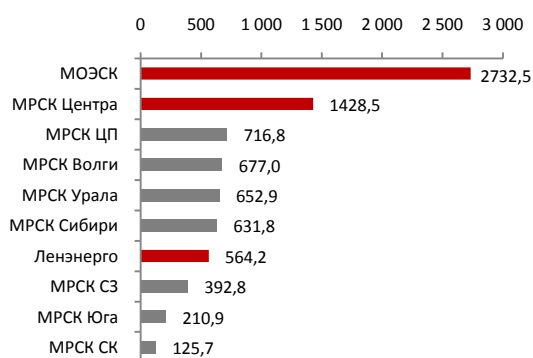
Долговая нагрузка МРСК Центра на протяжении последних четырех лет находилась в умеренных пределах. Под инвестиционную программу в 2011г. планируется привлечь дополнительные заемные средства, доля которых в источниках финансирования составляет порядка 50%. Несмотря на это, показатель Debt/EBITDA будет находиться в пределах 1,7. В пятилетнем горизонте объем капитальных вложений составит \$5074 млн. (142 млрд. руб.).

ФИНАНСОВЫЕ РЕЗУЛЬТАТЫ МРСК ЦЕНТРА

Показатель, \$ млн.	1кв. 2010г.	1кв. 2011г.	Изменение
Выручка	525	663	26%
Опер. затраты	439	511	16%
Опер. прибыль	76	135	77%
EBITDA	112	178	60%
Чистая прибыль	53	97	83%
EBIT Margin	15%	20%	5п.п.
EBITDA Margin	21%	27%	6п.п.
Net Margin	10%	15%	5п.п.
ROIC	2,9%	4,4%	1,6п.п.
ROE	3,6%	5,6%	2п.п.
ROA	2,5%	3,7%	1,2п.п.

Источник: отчеты компаний, расчеты ИК «БФА»

КАПИТАЛИЗАЦИЯ, КОНЕЦ 2КВ. 2011Г. В \$МЛН.



Источник: ММВБ

Сравнительная оценка

Данные за последние 12 месяцев демонстрируют схожесть показателей рентабельности МОЭСК и MPCK Центра. Лучшие показатели нормы операционной и чистой прибыли и марже EBITDA – у МОЭСК. Долговая нагрузка всех трех компаний находится в умеренных пределах, при этом MPCK Центра имеет наименьшее значение по показателю Debt/EBITDA, что дает компании более широкие возможности расширения долгового портфеля в будущем.

Основные показатели компаний, LTM

Показатель, \$ млн.	МОЭСК	MPCK Центра	Ленэнерго
Выручка	3 901	2128	1 155
Операционные затраты	2 973	1748	961
Операционная прибыль	928	317	193
EBITDA	1 308	473	328
Прибыль до налогообложения	799	245	146
Чистая прибыль	579	199	90
EBIT Margin	24%	15%	17%
EBITDA Margin	34%	22%	28%
Net Margin	15%	9%	8%
Debt/EBITDA	1,69	1,1	1,64
ROE	11%	12%	5%
ROA	7%	8%	3%
ROIC	10%	9%	4%

Источник: отчеты компаний, расчеты ИК «БФА»

МОЭСК и MPCK Центра имеют наибольшую рыночную стоимость среди «дочек» Холдинга MPCK. Ленэнерго занимает седьмое место в данном списке, однако компания может увеличить капитализацию за счет привлечения большего количества миноритарных акционеров к выкупу дополнительного выпуска обыкновенных акций, который будет осуществляться в рамках проекта по реновации кабельной сети напряжением 6-110 кВ Санкт-Петербурга.

Прогнозные показатели компаний с учетом корректировки тарифов на передачу электроэнергии позволяют оценить основные мультипликаторы на текущий год.

Основные мультипликаторы, LTM и прогнозные 2011г.

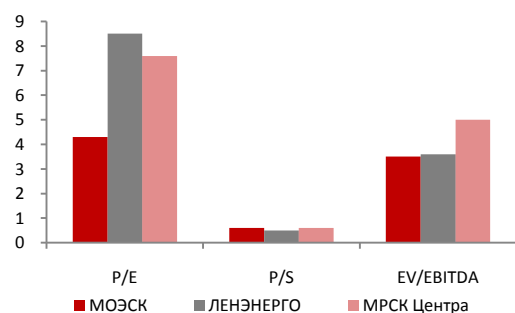
	МОЭСК		ЛЕНЭНЕРГО		MPCK ЦЕНТРА	
	LTM	2011	LTM	2011	LTM	2011
P/E	4,6	4,3	6,7	8,5	7,1	7,6
P/S	0,7	0,6	0,5	0,5	0,7	0,6
EV/EBITDA	3,8	3,5	3,4	3,6	5,2	5

Источник: отчеты компаний, расчеты ИК «БФА»

Результаты МОЭСКа в 2011г. способны увеличить потенциал роста стоимости компании по сравнительным мультипликаторам. Перепроданность сектора электроэнергетики, недооцененность компании по фундаментальным и сравнительным показателям делают акции МОЭСКа привлекательными для инвестирования.

MPCK Центра также стоит рассматривать в перспективе. Благоприятный с точки зрения развития промышленности регион присутствия компании создает возможность роста выручки от передачи электроэнергии, открывая потенциал для роста прибыли.

Прогнозные мультипликаторы, 2011г.



Источник: отчеты компаний, расчеты ИК «БФА»

Ленэнерго не отличается самыми низкими значениями мультипликаторов среди компаний распределительного комплекса; также определенные риски несет в себе структура чистой прибыли. Неопределенность могут внести и возможные риски корпоративного управления в связи с перестановками в правительстве Санкт-Петербурга. Однако в качестве инвестиционной идеи можно рассматривать привилегированные акции Ленэнерго, по которым выплачиваются дивиденды в размере 10% от чистой прибыли компании.

Риски

Среди рисков компаний распределительного сектора можно выделить отсутствие окончательной модели функционирования отрасли: возможное продление сроков первого периода регулирования в рамках системы RAB с 5 до 7 лет, уменьшение инвестиционных программ МРСК, ограничение темпов роста тарифов, сокращение параметров RAB. В связи с пересмотром темпов роста тарифов для МРСК более чем в два раза (в 2012г. темпы роста могут составить 4-6% (ранее предполагалось 14-15%), в 2013г. - 4-6,5% (обсуждалось 17-18%), в 2014г. - 4-6,5% (16-17%)), результаты деятельности компаний могут оказаться существенно хуже первоначальных планов.

Непрозрачность ценообразования на электроэнергию, предвыборное сдерживание цен с их возможным взлетом в 2012-2013гг., отсутствие ясной картины работы электроэнергетического сектора подрывают доверие со стороны инвесторов. Закончившийся 1 января 2011г. мораторий министерства энергетики на приватизацию межрегионального сетевого комплекса РФ должен открыть новые возможности для отрасли в виде прихода новых игроков, однако пока непонятно, насколько быстро и эффективно будет реализован данный проект.

Отдельно стоит затронуть вопрос взаимоотношений магистральных и распределительных сетей. Межрегиональные распределительные сетевые компании, арендуя часть магистральных сетей у ФСК, закладывают в свой тариф маржу. Это зачастую вынуждает крупные компании заключать договора напрямую с Федеральной сетевой компанией, минуя МРСК, так как это обходится им дешевле. В результате у МРСК образуется выпадающая выручка, размер которой может достигать внушительных размеров в зависимости от региона. Отмена «последней мили» к 1 января 2014г. вынудит сетевые компании возмещать потерю части выручки через повышение тарифа на передачу электроэнергии. Значительный рост цен для конечного потребителя ставит под удар отрасль и вынуждает государство вмешиваться в рыночные процессы.

197101, Санкт-Петербург, Петроградская наб., д. 36, лит. А, б/ц
«Линкор»

Тел.: +7 (812) 329 8181 (основной)
Факс: +7 (812) 329 8180

info@bfa.ru
www.bfa.ru

Думчева Анна начальник управления	прямой +7 (812) 326 9361, доб. 1088 a.dumcheva@bfa.ru
Тапинов Петр старший специалист	прямой +7 (812) 611 0064, доб. 1032 p.tapinov@bfa.ru
Виноградов Кирилл специалист	доб. 1144 k.vinogradov@bfa.ru

Мун Михаил начальник отдела	прямой +7 (812) 329 8194, доб. 1051 m.mun@bfa.ru
Анастасов Антон трейдер	доб. 1052 a.anastasov@bfa.ru
Широков Станислав помощник трейдера	доб. 1053 s.shirokov@bfa.ru

Дёмин Денис начальник отдела	доб. 1284 d.demin@bfa.ru
Моисеев Алексей заместитель начальника отдела	доб. 1286 a.moiseev@bfa.ru
Куриленко Кирилл ведущий аналитик	доб. 1280 k.kurilenko@bfa.ru
Казанцев Сергей аналитик	доб. 1281 s.kazantsev@bfa.ru
Дорофейкин Олег аналитик	доб. 1222 o.dorofeykin@bfa.ru
Иванова Ольга аналитик	доб. 1241 o.ivanova@bfa.ru

Малев Всеволод начальник отдела	прямой +7 (812) 322 5899, доб. 1293 v.malev@bfa.ru
Народовый Роман старший трейдер	прямой +7 (812) 329 8198, доб. 1168 r.narodovyy@bfa.ru
Деордиев Александр трейдер	доб. 1092 a.deordiev@bfa.ru
Пашков Алексей аналитик	доб. 1147 a.pashkov@bfa.ru

Иванов Николай Начальник отдела	прямой +7 (812) 329 8195, доб. 1235 n.ivanov@bfa.ru
Мишарев Андрей заместитель начальник отдела	прямой +7 (812) 329 8195, доб. 1199 a.misharev@bfa.ru

Константинова Виктория прямой +7 (812) 329 8191, доб. 1191
начальник управления v.konstantinova@bfa.ru

ЗАО «Балтийское Финансовое Агентство» и его сотрудники не несут ответственности за прямой или косвенный ущерб, наступивший в результате использования настоящей публикации или ее содержания.