

Дмитрий Котиков
DKotikov@eastkom.ru

Распределительные сетевые компании: недооценка или объективная реальность



Инвестиционное заключение

Данным отчетом мы продолжаем освещение распределительно-сетевого сегмента. Мы оценили бумаги 8 межрегиональных распределительных сетевых компаний (МРСК) доходным подходом и по результатам проведенного исследования рекомендуем к Покупке акции всех рассмотренных нами компаний. По нашему мнению основными драйверами роста для распределительного сегмента в среднесрочной перспективе выступают:

□ *Переход на тарифообразование на основе возврата инвестированного капитала (RAB).* Отличительной особенностью RAB регулирования является включение в тариф затрат на возврат инвестированного капитала и экономически обоснованной нормы доходности на инвестированный капитал. Мы ожидаем существенного роста финансовых показателей распределительных компаний после полного перехода на RAB.

□ *Рост энергопотребления.* Следует отметить, что немаловажным фактором является рост энергопотребления. Так, согласно прогнозам Минпромэнерго РФ, энергопотребление в России будет расти в среднем на 5% в год. В свою очередь, рост потребления электроэнергии будет способствовать увеличению полезного отпуска. Положительная динамика объема передаваемой электроэнергии позитивно отразится на производственно-финансовых показателях сетевых компаний.

□ *Плата за технологическое присоединение.* Плата за технологическое присоединение сохранится до 2011 года, что позволит компаниям значительно нарастить производственную базу и увеличить объем передаваемой электроэнергии.

В то же время, мы не питаем особого оптимизма в отношении акций Холдинг-МРСК. Центром консолидации денежных потоков выступают региональные МРСК, которые являются конечными бенефициарами от роста тарифов. В свою очередь, львиная доля доходов Холдинг-МРСК будет формироваться за счет дивидендных выплат дочерних компаний и выручки от управления ими.

Учитывая тот факт, что основными активами Холдинг-МРСК являются доли в капитале отдельных МРСК, разумно предположить, что капитализация МРСК Холдинг будет определяться стоимостью дочерних компаний. В то же время, это далеко не означает, что рыночная оценка МРСК Холдинг будет соответствовать справедливой стоимости ее участия в капитале МРСК. Достаточно вспомнить «судьбу» РАО ЕЭС России, акции которого до последнего дня торгов торговались с существенным дисконтом к сумме составных частей, так и не достигнув своей справедливой цены.

В целом, мы сохраняем позитивный взгляд на сетевой сегмент и полагаем, что в настоящее время именно бумаги распределительного комплекса выглядят наиболее недооцененными. Мы рекомендуем к Покупке акции всех МРСК.

МРСК Северо-Запада

Тикер	MRKZ
Цена offer, USD	0,0085
Капитализация, млн. USD	776
EV, млн. USD	828
Справедливая стоимость акции, USD	0,0144
Потенциал роста	69,4%
Рекомендация	Покупать

МРСК Центра и Приволжья

Тикер	MRKP
Цена offer, USD	0,01160
Капитализация, млн. USD	1 296
EV, млн. USD	1 368
Справедливая стоимость акции, USD	0,0184
Потенциал роста	58,62%
Рекомендация	Покупать

МРСК Сибири

Тикер	MRKS
Цена offer, USD	0,01310
Капитализация, млн. USD	1 108
EV, млн. USD	1 253
Справедливая стоимость акции, USD	0,0272
Потенциал роста	107,6%
Рекомендация	Покупать

МРСК Центра

Тикер	MRKC
Цена offer, USD	0,03950
Капитализация, млн. USD	1 646
EV, млн. USD	1 841
Справедливая стоимость акции, USD	0,0738
Потенциал роста	86,8%
Рекомендация	Покупать

МРСК Северного Кавказа

Тикер	MRKK
Цена offer, USD	5,00
Капитализация, млн. USD	127
EV, млн. USD	152
Справедливая стоимость акции, USD	8,16
Потенциал роста	63,2%
Рекомендация	Покупать

МРСК Юга

Тикер	MRKY
Цена offer, USD	0,0121
Капитализация, млн. USD	603
EV, млн. USD	842
Справедливая стоимость акции, USD	0,02
Потенциал роста	65,3%
Рекомендация	Покупать

МРСК Волги

Тикер	MRKV
Цена offer, USD	0,0059
Капитализация, млн. USD	875
EV, млн. USD	959
Справедливая стоимость акции, USD	0,0115
Потенциал роста	94,9%
Рекомендация	Покупать

МРСК Урала

Тикер	MRKU
Цена offer, USD	0,01590
Капитализация, млн. USD	1 390
EV, млн. USD	1 528
Справедливая стоимость акции, USD	0,0179
Потенциал роста	12,6%
Рекомендация	Покупать

Общая информация

Межрегиональные распределительные сетевые компании (МРСК) сформированы в процессе реформирования энергетического сектора. Распределительные компании занимают важное место на рынке электроэнергетики. Согласно плану реформирования, МРСК объединяют электрические сети напряжением 110 кВ и ниже. Являясь промежуточным звеном, компании данного сегмента осуществляют передачу электроэнергии от сетей высокого напряжения (подконтрольных ФСК) до конечного потребителя на региональном уровне. К настоящему моменту сформировано 11 МРСК:

- МРСК Урала
- МРСК Центра
- МРСК Центра и Приволжья
- МРСК Сибири
- МРСК Юга
- МРСК Северо-Запада
- МРСК Поволжья
- МРСК Северного Кавказа
- МОЭСК
- Тюменьэнерго
- Ленэнерго

В настоящее время, значительная часть сетей среднего и низкого напряжения находится в муниципальной собственности. На долю этих объектов приходится около 20% от всей протяженности распределительных сетей. Данное разграничение собственности в основном можно наблюдать в больших городах таких как Москва и СПб. Следствием такого положения дел является снижение надежности энергоснабжения и увеличение операционных расходов распределительных компаний. Предполагается, что МРСК проведут консолидацию сетей, что оценивается менеджментом ФСК в 1,5-2,5 млрд. долл.

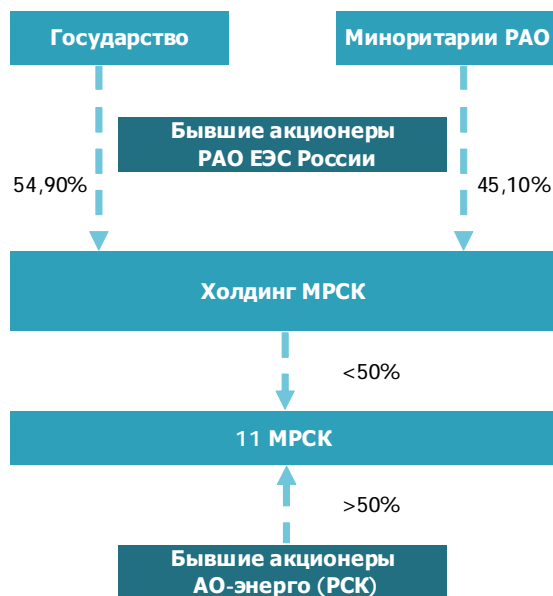
Консолидация РСК в МРСК и Холдинг-МРСК

Реорганизация РАО предполагает создание двухуровневой системы функционирования распределительно-сетевых сегмента.

Так, распределение акций созданной в процессе ликвидации «главной энергетической компании» МРСК Холдинг между акционерами РАО происходило по принципу пропорционального деления. Это означает, что структура капитала МРСК-Холдинг является зеркальным отражением уставного капитала РАО ЕЭС России. Государство консолидировало 54,9% капитала компании, а на долю миноритариев пришлось около 45,1%. В свою очередь, бывшие акционеры региональных сетевых компаний, стали акционерами образованных межрегиональных распределительных сетевых компаний (МРСК).

Компания	Регионы деятельности	Доля Холдинг-МРСК
МРСК Центра	Белгородская, Брянская, Воронежская, Костромская, Курская, Липецкая, Орловская, Тамбовская, Смоленская, Тверская, Ярославская области	50,23%
	Астраханская, Волгоградская, Ростовская области, Кубань, Республика Калмыкия	
МРСК Юга	Владимирская, Ивановская, Калужская, Кировская, Нижегородская, Рязанская, Тульская области, Республика Марий Эл, Республика Удмуртия	50,40%
МРСК Северного Кавказа	Ставропольский край, Республика Дагестан	57,73%
МРСК Волги	Оренбургская, Пензенская, Самарская, Саратовская, Ульяновская, области, Республика Чувашия, Республика Мордовия	67,63%
МРСК Северо-Запада	Архангельская, Вологодская, Новгородская, Псковская области, Республика Коми	55,38%
МРСК Урала	Пермская, Свердловская, Челябинская, Курганская области	51,52%
МРСК Сибири	Омская, Томская, Читинская, Кемеровская области, Алтайский Край, Республика Бурятия, Красноярский край	51,88%

Схема формирования распределительного комплекса



Источник: данные компании, оценка ИстКоммерц

Следует отметить, что на баланс МРСК Холдинг переданы контрольные пакеты акций региональных МРСК, принадлежавшие ранее РАО ЕЭС России. Таким образом, являясь основным бенефициаром компании МРСК Холдинг, государство консолидировало блокирующие пакеты в региональных МРСК.

Мы положительно смотрим на создание единой операционной компании (МРСК Холдинг), которая будет лоббировать интересы дочерних компаний и являться центром ответственности за весь распределительно-сетевой бизнес. В то же время, мы не питаем особого оптимизма в отношении этой компании.

Центром консолидации денежных потоков выступают региональные МРСК, которые являются конечными бенефициарами от роста тарифов. В свою очередь, львиная доля доходов Холдинг-МРСК будет формироваться за счет дивидендных выплат дочерних компаний и выручки от управления ими.

Учитывая тот факт, что основными активами Холдинг-МРСК являются доли в капитале отдельных МРСК, разумно предположить, что капитализация МРСК Холдинг будет определяться стоимостью дочерних компаний. В то же время, это далеко не означает, что рыночная оценка МРСК Холдинг будет соответствовать справедливой стоимости ее участия в капитале МРСК. Достаточно вспомнить «судьбу» РАО ЕЭС России, акции которого до последнего дня торгов торговались с существенным дисконтом к сумме составных частей.

В то же время, структура бизнеса МРСК Холдинг во многом схожа с РАО ЕЭС России, поэтому мы полагаем, что наиболее консервативным подходом является оценка этой компании методом составных частей. По нашим оценкам, справедливая стоимость 1 обыкновенной акции МРСК-Холдинг составляет 0,226 долл.

Драйверы роста

Мы выделяем следующие факторы инвестиционной привлекательности распределительных компаний в среднесрочной перспективе:

Плата за технологическое присоединение. Плата за технологическое присоединение сохранится до 2011 года, что позволит компаниям значительно нарастить производственную базу и увеличить объем передаваемой электроэнергии.

Переход на тарифообразование на основе возврата инвестированного капитала (RAB). Отличительной особенностью RAB регулирования является включение в тариф затрат на возврат инвестированного капитала и экономически обоснованной нормы доходности на инвестированный капитал. Мы ожидаем существенного роста финансовых показателей МРСК, после полного перехода на RAB. Согласно прогнозам ФСК и нашим расчетам, среднее значение рентабельности EBITDA к 2011 году достигнет 34%, против 15% в 2007 году.

Оценка Холдинг МРСК методом составных частей

Наименование компании	Капитализация млн. долл.	Доля МРСК-Холдинг	Стоимость доли, млн. долл.
МРСК Центра	1 701	50%	854
МРСК Северного Кавказа	148	58%	86
МРСК Центра и Приволжья	1 296	50%	648
МРСК Сибири	1 108	53%	586
МРСК Урала	1 355	51%	685
МРСК Волги	804	68%	543
МРСК Северо-Запада	785	55%	435
МРСК Юга	653	52%	337
Ленэнерго	1 176	59%	698
МОЭСК	4 335	51%	2 206
Тюменьэнерго	2 608	100%	2 608
Итого			9 686
Количество обыкновенных акций			41 042
Количество привилегированных акций			2 075
Дисконт прив./обыкн.			0,9158
Стоимость 1 обыкновенной акции			0,226
Стоимость 1 прив. акции			0,207

Кроме того, не исключено, что на фоне «исчезновения» платы за технологическое присоединение в 2011 году тарифы на передачу электроэнергии продемонстрируют существенный рост.

Рост энергопотребления. Следует отметить, что немаловажным фактором является рост энергопотребления. Так, согласно прогнозам Минпромэнерго РФ, энергопотребление в России будет расти в среднем на 5% в год. В свою очередь, рост потребления электроэнергии будет способствовать увеличению полезного отпуска. Положительная динамика объема передаваемой электроэнергии позитивно отразится на производственно-финансовых показателях распределительных компаний.

Изменения в тарифной политике

Следует отметить, что начиная с 2008 года в распределительно-сетевых компаниях тарифообразование происходит по котловому принципу. Котловое ценообразование предполагает, единый тариф для всех потребителей относящихся к определенному классу напряжения (высокое, среднее первое, среднее второе, низкое напряжение).

«Котел» – это схема взаимоотношений между МРСК, нижестоящими сетевыми организациями и сбытовыми компаниями. Так, в рамках работы котлового принципа существует два вида взаимоотношений:

«Котел сверху». Представляет собой такую форму взаимоотношений при которой плата потребителей за услуги по передаче электроэнергии консолидируется в вышестоящей сетевой организации - МРСК («держатель котла»). В дальнейшем, эта компания расплачивается с нижестоящими организациями, к сетям которых присоединены энергопринимающие устройства потребителей.

«Котел снизу». В этом случае, потребители оплачивают непосредственно услуги тех организаций, к сетям которых, подключены их энергопринимающее оборудование. В свою очередь, нижестоящие организации осуществляют взаиморасчеты с МРСК.

Мы полагаем, что основной проблемой функционирования котлового принципа является организация взаиморасчетов между МРСК с нижестоящими сетевыми организациями. Дело в том, что в случае работы по принципу «котел снизу» денежные средства будут поступать на счета нижестоящей организации. Таким образом, разумно предположить, что взаимоотношение по принципу «Котел снизу» могут создать предпосылки для возникновения риска неплатежа в отношении вышестоящих сетевых организаций. В то же время мы считаем что развитие такого сценария маловероятно, поскольку большинство МРСК в настоящее время работают по принципу «Котел сверху».

Отдельным моментом в деятельности МРСК, заслуживающим особого внимания, является плата за технологическое

присоединение. *Плата за технологическое присоединение* призвана покрывать расходы компании, связанные с созданием объектов, к которым непосредственно будет подключен новый потребитель. Бенефициаром платы за технологическое подключение выступают, в первую очередь, акционеры МРСК, поскольку доходы от этого вида деятельности позволяют наращивать производственную базу компаний, расходы на создание которой, в конечном счете, полностью лягут на плечи потребителей. По сути дела плата за техприсоединение является бесплатным источником инвестиций для распределительных сетей, поскольку за услуги по передаче электроэнергии новый потребитель будет платить по установленному тарифу без всяких преференций.

В то же время, данный источник доходов носит единовременный характер и поэтому не может кардинально решить проблему инвестиционного дефицита в распределительных сетях. Это обусловлено тем, что плата за технологическое присоединение носит программно-целевой характер и направлена, в первую очередь, на удовлетворение заявок от потребителей, которые впервые подключаются к сетям.

Действующая в настоящее время методика «затраты плюс» не способна компенсировать инвестиционные потребности сетевых компаний. Между тем, по данным ФСК, износ основных средств в некоторых компаниях достигает 70%. Поэтому предполагается, что в ближайшее время МРСК перейдут на новый метод тарифообразования. Наиболее прогрессивным и экономически обоснованным является тарифообразование на основе RAB.

Переход на RAB – главный драйвер роста для МРСК

Точка невозврата в отношении перехода на RAB регулирование (Regulatory Assets Base, метод тарифообразования в основе которого лежит доходность инвестированного капитала) уже пройдена. Опубликованное в июне постановление Правительства РФ, регламентирующее внедрение тарифообразования на основе возврата инвестированного капитала, развеяло сомнения о возможной задержке или отмене перехода сетевых компаний на RAB. Планируется, что с 2010 года все сетевые компании перейдут на новый метод тарифообразования. Предполагается, что первый период будет переходным и продлится 3 года, в дальнейшем ФСТ будет устанавливать базу уже на 5 лет.

Переход на RAB регулирование имеет важное значение для сетевого сегмента. В настоящее время тарифы устанавливаются по методу «затраты плюс». Это означает, что в расчет цены на услуги по передаче электроэнергии включаются операционные расходы и определенная ФСТ норма прибыли. Такой подход позволяет компаниям оставаться на плаву, но не стимулирует их к реализации крупных инвестиционных вложений.

Отличительной особенностью RAB регулирования является включение в тариф затрат на возврат инвестированного капитала и экономически обоснованной нормы доходности на инвестированный капитал.

Выручка = операционные расходы + возврат базы капитала + доход на инвестированный капитал

Основу для расчета тарифа по методу RAB составляет регулируемая база капитала (база RAB). Предполагается, что в начале регулируемого периода независимый оценщик определит первоначальную базу RAB. Данное значение будет учитывать стоимость замещения активов организации с учетом накопленной амортизации.

Следует отметить, что из расчета этой величины будут исключены объекты, расходы на сооружение которых были профинансированы за счет средств, полученных в качестве платы за технологическое присоединение. В последующие периоды база RAB будет корректироваться на величину инвестиций, изменение оборотного капитала и амортизационных отчислений. Формула расчета базы RAB имеет следующий вид:

RAB = RAB н.п. + инвестиции +/- изм. оборотного капитала - амортизация

Норма доходности, которая непосредственно включается в тариф будет взиматься именно с базы RAB. В качестве ставки доходности будет использоваться доналоговая ставка WACC, которая будет устанавливаться ФСТ и дифференцироваться по регионам.

Ниже мы приводим сравнительную характеристику двух методов «Затраты плюс» и RAB*.

Наименование	Затраты плюс	RAB
Период регулирования	1 год	5 лет
Корректировки на объективные отклонения	Не предусматривается	Предусматривается 6 видов ежегодных корректировок
Регулирование стоимости капитала	Отсутствует механизм возврата на инвестиции	На основе доходности инвестированного капитала
Источники для оплаты инвестиций	Амортизация, Чистая прибыль	Акционерный и заемный капитал, который будет оплачен потребителями

* Источник: ФСК, Ист Коммерц

Как видно из таблицы тарифообразование по методу RAB имеет ряд преимуществ перед традиционным подходом «Издержки плюс».

Расчет тарифа на основе справедливой доходности делает распределительно-сетевой бизнес более привлекательным. Кроме того, долгосрочное регулирование на основе RAB позволит компаниям более продуктивно использовать механизмы заемного финансирования.

В условиях реализации крупномасштабных инвестиционных проектов краткосрочное регулирование не всегда является приемлемым, поскольку не позволяет привлекать кредиты и займы на длительный срок. В этом отношении переход на RAB имеет еще одно ярко выраженное преимущество.

Согласно данным Федеральной сетевой компании за счет внедрение RAB МРСК предполагает существенное увеличение долговой нагрузки. По предварительным оценкам, чистый долг сегмента вырастет с 2,4 млрд. долл. в 2007 г. до 30 млрд. долл. в 2015 г.

К настоящему времени уже определена база RAB пяти пилотных проектов. В конце июля Интерфакс опубликовал итоги оценки, проведенной Deloitte & Touche.

Компания	Регион	База RAB, млн. долл.
МРСК Центра	Тверская область	612
МРСК Центра	Белгородская область*	852
МРСК Урала	Пермская область	899
МРСК Юга	Астраханская область	244
МРСК Волги	Оренбургская область	565

Эти компании перейдут на RAB уже в 2008 году, однако фактическое увеличение тарифа произойдет только с 1 января 2009 года.

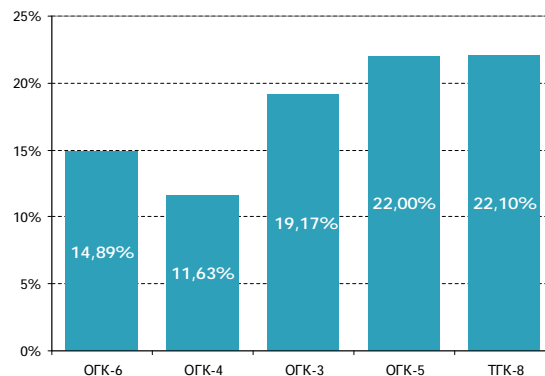
Приватизация МРСК – долгосрочный драйвер роста

Приватизация распределительных компаний это наиболее животрепещущий вопрос для миноритарных акционеров распределительных компаний. В последнее время наблюдался довольно бурный ажиотаж вокруг этой пробелы.

Продажа частным инвесторам – мощный драйвер роста для МРСК. Во-первых, приход стратегического инвестора положительно отразится на деятельности компании в разрезе снижения издержек и оптимизации бизнес-процессов. Не исключено, что новые бенефициары распределительных компаний будут способствовать внедрению современных технологий и более рационально использовать трудовые ресурсы. Во-вторых, продажа контрольного пакета стратегическому инвестору будет сопровождаться выставлением с его стороны обязательной оферты миноритарным акционерам.

Достаточно вспомнить историю с продажами ОГК/ТГК, когда стратегические инвесторы готовы были платить существенные премии к текущей капитализации компаний. В то же время, следует отметить, что продажу генерирующих активов нельзя использовать в качестве ориентира для всех компаний энергетической отрасли. Передача и распределение электроэнергии это монопольный вид деятельности. Рычаги воздействия в виде тарифного регулирования все равно находятся в руках государства, которое будет устанавливать необходимую норму доходности при расчете RAB. В связи с этим, мы полагаем, что этот бизнес, так или иначе, останется «под крылом» государства.

Премия к текущей цене по некоторым генерирующим компаниям



Сейчас нет смысла говорить о том, кто и как будет лоббировать продажу распределительных сетей. Согласно поправкам, внесенным в действующее законодательство государство не потеряет контроль над этим сегментом до 2011 года. В то же время, мы не исключаем, что после указанной даты стратегические инвесторы проявят повышенный интерес к данному сегменту.

Оценка

Мы оценили 8 МРСК доходным подходом. Основными допущениями в наших моделях являются:

Переход на RAB. Мы ожидаем, что все сетевые компании перейдут на RAB, начиная с 2010 года.

Прогноз тарифов. При прогнозе тарифов на услуги по передаче электроэнергии мы придерживались данных представленных в «Сценарных условиях развития электроэнергетики на 2008-2011 гг.», а так же прогнозов ФСК. Мы ожидаем, что в 2011 году средний тарифа на основе RAB составит от 45 долл./кВт-ч.

Прогноз базы RAB. Ключевым моментом при переходе на RAB является определение первоначальной базы инвестированного капитала. Поскольку в настоящее время нет каких-либо утвержденных параметров базы RAB для каждой компании, мы самостоятельно рассчитали значение данного показателя на основе затратного подхода. Мы использовали показатели характеризующие удельные расходы нового строительства линий электропередач и трансформаторных подстанций, а так же поправочные региональные коэффициенты, учитывающие стоимость сооружения объектов сетевого хозяйства в привязке к региону.

Регион	Стоимость строительства 1 км сетей, тыс. долл./км			Стоимость строительства трансформаторных подстанций, тыс. долл./МВА		
	110 кВТ	35 кВТ	10-0,4 кВТ	110 кВТ	35 кВТ	10-6/0,4 кВТ
Европейская часть России	82	41	20	204	84	61
Урал	94	47	23	235	96	70
Поволжье	86	43	21	204	84	61
Западная Сибирь	122	61	31	296	121	89
Восточная Сибирь	127	63	32	306	126	92
Дальний Восток	127	63	32	306	126	92
Северо-Запад	86	43	21	224	92	67
Северный Кавказ	90	45	22	224	92	67

При определении годового значения возврата капитала в первый период регулирования мы сделали допущение, что средний срок возврата инвестированного капитала составляет 40 лет. В свою очередь, первоначальная ставка доходности была принята на уровне 6%, для второго и третьего периодов значение данного показателя составило соответственно 9 и 12%

Инвестиционная программа. При прогнозе инвестиций мы отталкивались от программы инвестиционных вложений каждой компании.

Операционные расходы. Расходы, связанные с текущей деятельностью (З/П, материальные затраты и т.д.) мы проиндексировали на инфляцию.

Зональные повышающие коэффициенты к базисной стоимости электросетевых объектов

Регион	ЛЭП	Подстанции
Европейская часть России	1,00	1,00
Урал	1,15	1,15
Поволжье	1,05	1,00
Западная Сибирь	1,50	1,45
Восточная Сибирь	1,55	1,50
Дальний Восток	1,55	1,50
Северо-Запад	1,05	1,10
Северный Кавказ	1,10	2,20

МРСК Центра

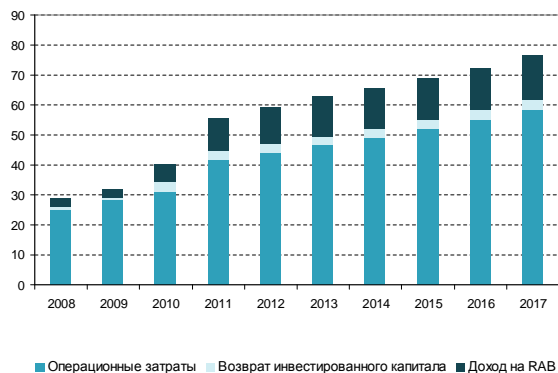
Производственно-экономические показатели

Наименование филиала	Отпуск электроэнергии, тыс. МВт·ч (2007)	Протяженность сетей			Количество подстанций			Средний тариф, долл./МВт·ч
		110 kv	35 kv	10-0,4 kv	ПС-110	ПС-35	ТП, РП 6-10/0,4	
Белгородэнерго	10 234	1 727,0	2 451	36 379	46	121	10074	26
Брянскэнерго	3 858	1 751,0	1 763	22 039	58	85	5577	34
Воронежэнерго	7 369	3 105,3	3 675	43 353	99	195	10657	29
Костромаэнерго	2 555	1 762,0	2 461	19 693	57	108	6272	36
Курскэнерго	5 219	1 908,8	2 807	28 970	79	202	8426	22
Липецкэнерго	6 965	1 517,0	2 311	22 317	51	139	6081	26
Орелэнерго	2 159	1 360,8	1 708	24 666	48	94	5761	41
Смоленскэнерго	3 271	2 560,8	3 770	34 399	77	175	9063	35
Тамбовэнерго	3 015	1 876,4	3 145	23 306	54	151	5904	35
Тверьэнерго	4 589	2 720,0	3 992	42 468	87	222	11294	40
Ярэнерго	7 162	1 898,8	2 410	22 133	62	98	6074	23
Итого	56 395	22 188	30 493	319 723	718	1 590	85 183	29

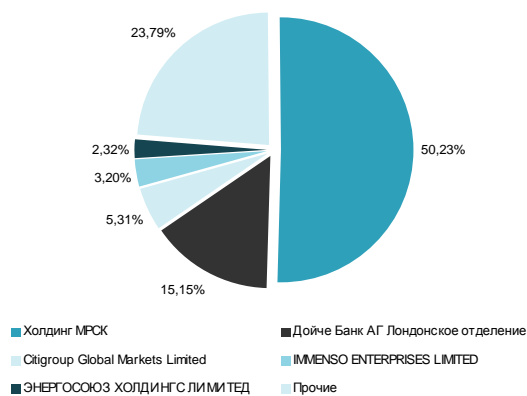
Информация об эмитенте

Тикер	MRKC
Цена midmarket, USD	0,0391
Цена offer, USD	0,03950
Кол-во акций, млн. шт.	42 218
Капитализация, млн. USD	1 646
Чистый долг, млн. USD	195
EV, млн. USD	1 841
Справедливая стоимость обыкновенной акции, USD	0,0738
Потенциал роста	86,8%
Рекомендация	Покупать

Динамика среднего тарифа на основе RAB, долл./МВт·ч

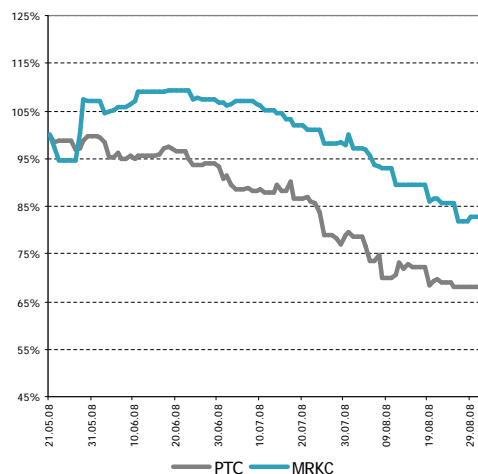


Структура уставного капитала



Источник: РТС, данные компании, оценка ИстКоммерц

Динамика котировок акций компании и индекса РТС



Прогноз финансовых показателей

Баланс, млн. \$	2 007	2 008	2 009	2 010	2 011	2 012	2 013	2 014	2 015	2 016	2 017
Основные средства	1 482	1 674	1 791	6 234	6 083	6 001	5 988	6 031	6 133	6 299	6 531
Прочие внеоборотные активы	102	146	163	200	276	294	312	325	341	358	379
Итого внеоборотные активы	1 585	1 819	1 954	6 434	6 359	6 295	6 299	6 356	6 474	6 657	6 910
Запасы	66	94	105	129	178	189	201	210	220	231	244
НДС	7	10	12	14	20	21	22	23	24	25	27
Дебиторская задолженность	169	240	270	330	456	485	515	538	563	592	626
Денежные средства	7	10	11	14	19	891	1 729	2 287	2 855	2 483	2 932
Прочие оборотные активы	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0
Итого оборотные активы	249	355	398	487	672	1 586	2 467	3 058	3 662	3 332	3 828
Итого активы	1 834	2 174	2 352	6 921	7 031	7 881	8 767	9 414	10 136	9 989	10 738
Уставный Капитал	415	155	155	155	155	155	155	155	155	155	155
Добавочный капитал	866	653	653	4 993	4 993	4 993	4 993	4 993	4 993	4 993	4 993
Резервный капитал	14	14	14	14	14	14	14	14	14	14	14
Нераспределенная прибыль	134	231	341	642	1 181	1 747	2 339	2 936	3 534	4 224	4 937
Итого капитал	1 429	1 053	1 162	5 805	6 343	6 909	7 502	8 098	8 696	9 387	10 100
Долгосрочные займы	154	548	571	500	147	314	488	504	565	0	0
Отложенная налоговая задолженность	35	50	56	68	94	100	107	111	117	123	130
Прочие обязательства	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0
Итого долгосрочные обязательства	189	598	627	569	241	415	594	615	682	123	130
Краткосрочные кредиты	49	295	308	269	79	169	263	271	304	0	0
Кредиторская задолженность	150	210	237	261	350	369	390	411	435	461	490
Прочие обязательства	18	18	18	18	18	18	18	18	18	18	18
Итого краткосрочные обязательства	217	523	562	548	447	557	670	701	757	479	509
Итого пассивы	1 834	2 174	2 352	6 921	7 031	7 881	8 767	9 414	10 136	9 989	10 738
Отчет о прибылях и убытках, млн. \$	2 007	2 008	2 009	2 010	2 011	2 012	2 013	2 014	2 015	2 016	2 017
Выручка	1 165	1 658	1 860	2 277	3 144	3 346	3 554	3 707	3 882	4 084	4 314
Операционные расходы	(1 007)	(1 413)	(1 592)	(1 755)	(2 353)	(2 484)	(2 622)	(2 766)	(2 927)	(3 104)	(3 301)
Операционная прибыль (ЕБИТ)	159	245	269	523	791	861	932	940	956	980	1 013
Амортизация	89	148	167	179	623	608	600	599	603	613	630
ЕБИТДА	248	393	436	702	1 415	1 470	1 532	1 539	1 559	1 593	1 643
Проценты	(12)	(101)	(105)	(92)	(27)	(58)	(90)	(93)	(104)	-	-
Прочее	(7)	(10)	(11)	(13)	(18)	(20)	(21)	(22)	(23)	(24)	(25)
Прибыль до налогообложения	140	134	152	417	746	784	821	826	829	956	988
Налог на прибыль	(75)	(32)	(37)	(100)	(179)	(188)	(197)	(198)	(199)	(229)	(237)
Чистая прибыль	66	102	116	317	567	596	624	628	630	726	751

Источник: данные компании, оценка ИстКоммерц

Оценка компании доходным подходом

Модель DCF, млн. \$	2 008	2 009	2 010	2 011	2 012	2 013	2 014	2 015	2 016	2 017
ЕВИТДА	393	436	702	1 415	1 470	1 532	1 539	1 559	1 593	1 643
Изменение оборотного капитала	-42	-16	-62	-91	-22	-23	-10	-13	-16	-19
Налог на прибыль и налоговый щит	-86	-93	-149	-193	-219	-245	-248	-254	-229	-237
Инвестиции	-383	-302	-318	-548	-544	-605	-655	-721	-796	-883
FCFC	-117	25	172	582	684	659	626	571	552	504
Фактор дисконтирования	1,000	0,893	0,797	0,712	0,635	0,567	0,506	0,452	0,404	0,360
Дисконтирование денежных потоков	-117	23	137	414	435	374	317	258	223	182
Сумма ДДП	2 244									
Темп прироста постпрогнозный	3%									
Стоимость в постпрогнозный период	5 766									
Стоимость бизнеса	4 321									
Чистый долг 2008	833									
Капитализация	3 488									
Количество акций, млн. шт.	42 218									
Стоимость 1 обыкновенной акции	0,083									

Расчет ставки дисконтирования

Безрисковая ставка	4,7%
beta unlevered	1,00
beta leverered	1,14
Безрисковая ставка России	5,7%
Премия инвестирования в акции	6,0%
Премия за корпоративное управление	0,0%
САРМ	12,5%
WACC	12,0%
D/(E+D)	14,2%
E/(E+D)	85,8%

Источник: данные компании, оценка ИстКоммерц

МРСК Сибири

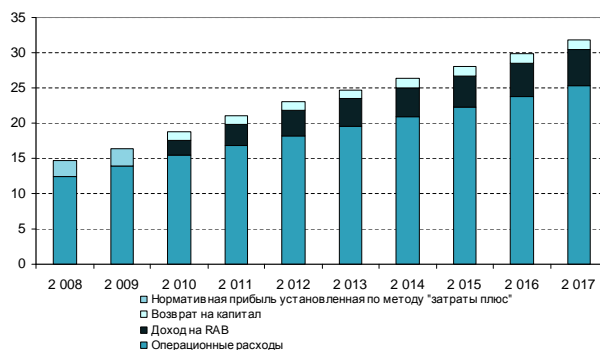
Производственно-экономические показатели

Наименование филиала	Отпуск электроэнергии, тыс. МВт-ч (2007)	Протяженность сетей			Количество подстанций			Средний тариф, долл./МВт-ч
		110 kv	35 kv	10-0,4 kv	ПС-110	ПС-35	ТП, РП 6-10/0,4	
Алтайэнерго	7 730	8 502	3 886	49 340	203	145	12 494	20
Бурятэнерго	3 535	2 977	2 878	17 889	62	107	4 422	25
Красноярскэнерго	32 486	7 708	5 630	32 907	164	230	9 887	8
Кузбассэнерго-РЭС	25 410	4 872	3 793	21 102	106	136	4 423	19
Омскэнерго	8 159	4 467	1 650	10 049	67	57	2 062	23
Томскэнерго	5 341	1 113	1 188	7 211	31	50	2 294	18
Хакасэнерго	12 002	4 084	2 861	26 276	63	113	5 626	7
Читаэнерго	4 324	5 238	5 025	35 197	123	189	9 595	23
Итого	98 987	38 961	26 911	199 971	819	1 027	50 803	15

Информация об эмитенте

Тикер	MRKS
Цена midmarket, USD	0,01275
Цена offer, USD	0,01310
Кол-во акций, млн. шт.	89 368
Капитализация, млн. USD	1 108
Чистый долг, млн. USD	145
EV, млн. USD	1 253
Справедливая стоимость обыкновенной акции, USD	0,0272
Потенциал роста	107,6%
Рекомендация	Покупать

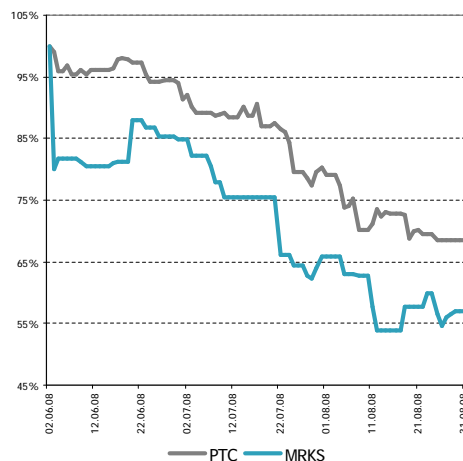
Динамика среднего тарифа на основе RAB, долл./МВт-ч



Структура уставного капитала



Динамика котировок акций компании и индекса РТС



Источник: РТС, данные компании, оценка ИстКоммерц

Прогноз финансовых показателей

Баланс, млн. \$	2 007	2 008	2 009	2 010	2 011	2 012	2 013	2 014	2 015	2 016	2 017
Основные средства	1 193	1 301	1 699	4 896	4 932	4 963	4 991	5 017	5 044	5 070	5 070
Прочие внеоборотные активы	93	122	137	169	209	225	239	253	268	283	283
<i>Итого внеоборотные активы</i>	<i>1 285</i>	<i>1 423</i>	<i>1 836</i>	<i>5 065</i>	<i>5 141</i>	<i>5 188</i>	<i>5 230</i>	<i>5 270</i>	<i>5 311</i>	<i>5 353</i>	<i>5 353</i>
Запасы	49	64	72	89	110	119	126	133	141	149	156
НДС	6	8	9	11	13	15	15	16	17	18	19
Дебиторская задолженность	290	383	429	528	653	705	748	791	837	885	930
Денежные средства	15	20	22	27	34	36	617	847	1 196	1 594	2 060
Прочие оборотные активы	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0
<i>Итого оборотные активы</i>	<i>360</i>	<i>475</i>	<i>533</i>	<i>655</i>	<i>811</i>	<i>874</i>	<i>1 507</i>	<i>1 788</i>	<i>2 191</i>	<i>2 646</i>	<i>3 165</i>
Итого активы	1 645	1 898	2 369	5 720	5 951	6 062	6 738	7 059	7 502	7 999	8 518
Уставный Капитал	328	329	329	329	329	329	329	329	329	329	329
Добавочный капитал	939	1 020	1 020	3 821	3 821	3 821	3 821	3 821	3 821	3 821	3 821
Резервный капитал	8	8	8	8	8	8	8	8	8	8	8
Нераспределенная прибыль	-196	-116	-52	143	414	750	1 085	1 450	1 838	2 246	2 672
<i>Итого капитал</i>	<i>1 079</i>	<i>1 240</i>	<i>1 305</i>	<i>4 301</i>	<i>4 572</i>	<i>4 908</i>	<i>5 243</i>	<i>5 609</i>	<i>5 996</i>	<i>6 404</i>	<i>6 830</i>
Долгосрочные займы	34	107	339	529	422	246	439	383	390	416	444
Отложенная налоговая задолженность	49	65	73	90	111	120	127	135	142	150	159
Прочие обязательства	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0
<i>Итого долгосрочные обязательства</i>	<i>83</i>	<i>172</i>	<i>412</i>	<i>619</i>	<i>533</i>	<i>366</i>	<i>567</i>	<i>518</i>	<i>532</i>	<i>567</i>	<i>603</i>
Краткосрочные кредиты	126	58	182	285	227	133	237	206	210	224	239
Кредиторская задолженность	280	351	393	439	543	579	615	650	687	727	770
Прочие обязательства	76	76	76	76	76	76	76	76	76	76	76
<i>Итого краткосрочные обязательства</i>	<i>483</i>	<i>485</i>	<i>652</i>	<i>800</i>	<i>846</i>	<i>788</i>	<i>928</i>	<i>932</i>	<i>973</i>	<i>1 028</i>	<i>1 085</i>
Итого пассивы	1 645	1 898	2 369	5 720	5 951	6 062	6 738	7 059	7 502	7 999	8 518
Отчет о прибылях и убытках, млн. \$	2 007	2 008	2 009	2 010	2 011	2 012	2 013	2 014	2 015	2 016	2 017
Выручка	1 097	1 448	1 625	1 999	2 473	2 667	2 833	2 995	3 167	3 348	3 537
Операционные расходы	(1 058)	(1 326)	(1 484)	(1 656)	(2 047)	(2 184)	(2 319)	(2 452)	(2 593)	(2 743)	(2 904)
Операционная прибыль (ЕБИТ)	40	123	141	343	425	483	513	544	574	605	633
Амортизация	101	93	101	132	381	383	386	388	390	392	394
ЕБИТДА	140	216	242	475	806	866	899	932	964	997	1 028
Проценты	(17)	(18)	(56)	(87)	(69)	(40)	(72)	(63)	(64)	(68)	(73)
Прочее	(52)	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-
Прибыль до налогообложения	(29)	105	85	256	356	442	441	481	510	537	561
Налог на прибыль	(52)	(25)	(20)	(61)	(85)	(106)	(106)	(115)	(122)	(129)	(135)
Чистая прибыль	-81	80	65	195	271	336	335	365	388	408	426

Источник: данные компании, оценка ИстКоммерц

Оценка компании доходным подходом

Модель DCF, млн. \$	2 008	2 009	2 010	2 011	2 012	2 013	2 014	2 015	2 016	2 017
ЕВИТДА	216	242	475	806	866	899	932	964	997	1 028
Изменение оборотного капитала	-39	-13	-72	-45	-25	-16	-16	-17	-17	-11
Налог на прибыль и налоговый щит	-29	-34	-82	-102	-116	-123	-130	-138	-145	-152
Инвестиции	-231	-514	-559	-456	-431	-428	-428	-431	-434	-394
FCFC	-84	-319	-239	203	295	332	357	379	401	471
фактор дисконтирования	1,000	0,893	0,797	0,711	0,635	0,567	0,506	0,452	0,403	0,360
Дисконтирование денежных потоков	-84	-285	-190	144	187	188	181	171	162	169
Сумма ДДП	643									
Темп прироста постпрогнозный	3%									
Стоимость в постпрогнозный период	5 372									
Стоимость бизнеса	2 577									
Чистый долг 2008	145									
Капитализация	2 432									
Количество обыкновенных акций, млн. шт.	89 368									
Стоимость 1 обыкновенной акции	0,027									

Расчет ставки дисконтирования

Безрисковая ставка	4,7%
beta unlevered	1,00
beta levered	1,14
Безрисковая ставка России	5,7%
Премия инвестирования в акции	6,0%
Премия за корпоративное управление	0,0%
CAPM	12,5%
WACC	12,0%
D/(E+D)	14,8%
ставка процента	12,0%
E/(E+D)	85,2%

Источник: данные компании, оценка ИстКоммерц

МРСК Урала

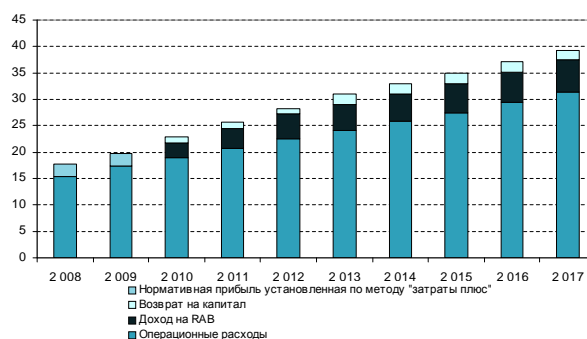
Производственно-экономические показатели

Наименование филиала	Отпуск электроэнергии, тыс. МВт-ч (2007)	Протяженность сетей			Количество подстанций			Средний тариф, долл./МВт-ч
		110 kv	35 kv	10-0,4 kv	ПС-110	ПС-35	ТП, РП 6-10/0,4	
Пермэнерго	17 280	4 781	3 517	33 693	167	176	10 943	21
Свердловэнерго	38 002	7 692	1 750	25 213	258	88	7 301	17
Челябэнерго	23 837	5 367	2 720	28 398	178	118	8 767	16
Итого	79 119	17 840	7 987	87 304	603	382	27 011	18
Курганэнерго	3 750	3 431	1 920	21 864	113	72	6 958	28

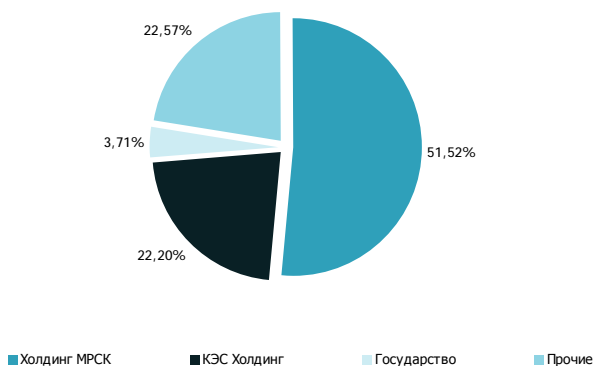
Информация об эмитенте

Тикер	MRKU
Цена midmarket, USD	0,01545
Цена offer, USD	0,01590
Кол-во акций, млн. шт.	87 430
Капитализация, млн. USD	1 390
Чистый долг, млн. USD	138
EV, млн. USD	1 528
Справедливая стоимость обыкновенной акции, USD	0,0179
Потенциал роста	12,6%
Рекомендация	Покупать

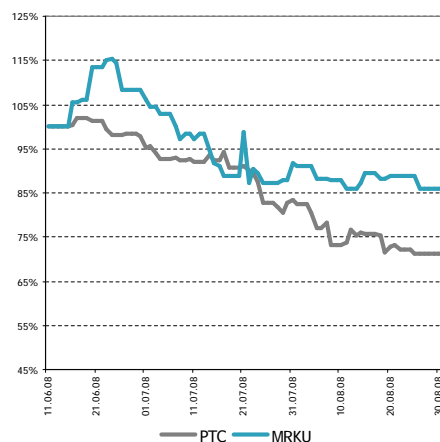
Динамика среднего тарифа на основе RAB, долл./МВт-ч



Структура уставного капитала



Динамика котировок акций компании и индекса РТС



Источник: РТС, данные компании, оценка ИстКоммерц

Прогноз финансовых показателей

Баланс, млн. \$	2 007	2 008	2 009	2 010	2 011	2 012	2 013	2 014	2 015	2 016	2 017
Основные средства	782	883	1 040	3 332	3 352	3 369	3 384	3 399	3 413	3 428	3 442
Прочие внеоборотные активы	180	209	234	280	334	366	397	421	445	470	497
<i>Итого внеоборотные активы</i>	<i>961</i>	<i>1 092</i>	<i>1 274</i>	<i>3 612</i>	<i>3 686</i>	<i>3 735</i>	<i>3 782</i>	<i>3 819</i>	<i>3 858</i>	<i>3 898</i>	<i>3 939</i>
Запасы	38	44	49	59	70	77	83	88	93	99	181
НДС	5	6	6	8	9	10	11	11	12	13	23
Дебиторская задолженность	174	203	227	272	325	355	386	409	432	457	837
Денежные средства	27	1 048	950	1 291	1 453	1 710	2 034	2 393	2 767	3 206	3 223
Прочие оборотные активы	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0
<i>Итого оборотные активы</i>	<i>244</i>	<i>1 301</i>	<i>1 233</i>	<i>1 630</i>	<i>1 856</i>	<i>2 152</i>	<i>2 514</i>	<i>2 901</i>	<i>3 304</i>	<i>3 775</i>	<i>4 263</i>
Итого активы	1 205	2 392	2 507	5 242	5 542	5 887	6 296	6 720	7 162	7 672	8 203
Уставный Капитал	325	322	322	322	322	322	322	322	322	322	322
Добавочный капитал	347	1 258	1 258	3 421	3 421	3 421	3 421	3 421	3 421	3 421	3 421
Резервный капитал	11	11	11	11	11	11	11	11	11	11	11
Нераспределенная прибыль	173	261	362	571	840	1 169	1 559	1 968	2 394	2 837	3 298
<i>Итого капитал</i>	<i>855</i>	<i>1 852</i>	<i>1 953</i>	<i>4 325</i>	<i>4 594</i>	<i>4 923</i>	<i>5 313</i>	<i>5 722</i>	<i>6 148</i>	<i>6 592</i>	<i>7 052</i>
Долгосрочные займы	131	214	208	424	415	410	407	404	400	428	458
Отложенная налоговая задолженность	57	67	75	90	107	117	127	135	142	151	159
Прочие обязательства	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0
<i>Итого долгосрочные обязательства</i>	<i>189</i>	<i>281</i>	<i>283</i>	<i>514</i>	<i>522</i>	<i>527</i>	<i>534</i>	<i>538</i>	<i>542</i>	<i>579</i>	<i>618</i>
Краткосрочные кредиты	34	115	112	228	223	221	219	217	215	231	247
Кредиторская задолженность	110	127	142	157	186	199	212	225	239	254	270
Прочие обязательства	17	17	17	17	17	17	17	17	17	17	17
<i>Итого краткосрочные обязательства</i>	<i>161</i>	<i>259</i>	<i>271</i>	<i>403</i>	<i>426</i>	<i>437</i>	<i>449</i>	<i>460</i>	<i>471</i>	<i>502</i>	<i>534</i>
Итого пассивы	1 205	2 392	2 507	5 242	5 542	5 887	6 296	6 720	7 162	7 672	8 203

Отчет о прибылях и убытках, млн. \$	2 007	2 008	2 009	2 010	2 011	2 012	2 013	2 014	2 015	2 016	2 017
Выручка	1 202	1 398	1 568	1 875	2 237	2 450	2 662	2 816	2 978	3 149	3 331
Операционные расходы	(1 101)	(1 267)	(1 422)	(1 571)	(1 856)	(1 990)	(2 122)	(2 252)	(2 390)	(2 538)	(2 695)
Операционная прибыль (ЕБИТ)	102	130	146	303	381	460	540	565	588	612	636
Амортизация	53	49	56	65	210	211	212	213	214	215	216
ЕБИТДА	154	180	202	369	591	672	752	778	802	827	852
Проценты	(7)	(14)	(14)	(28)	(28)	(27)	(27)	(27)	(27)	(28)	(30)
Прочее	(54)	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-
Прибыль до налогообложения	41	116	132	275	354	433	513	538	561	583	605
Налог на прибыль	(6)	(28)	(32)	(66)	(85)	(104)	(123)	(129)	(135)	(140)	(145)
Чистая прибыль	35	88	100	209	269	329	390	409	427	443	460

Источник: данные компании, оценка ИстКоммерц

Оценка компании доходным подходом

Модель DCF, млн. \$	2 008	2 009	2 010	2 011	2 012	2 013	2 014	2 015	2 016	2 017
ЕВИТДА	180	202	369	591	672	752	778	802	827	852
Изменение оборотного капитала	-19	-15	-40	-37	-25	-25	-15	-15	-16	-457
Налог на прибыль и налоговый щит	-31	-35	-73	-91	-111	-130	-135	-141	-147	-153
Инвестиции	-179	-238	-240	-284	-260	-259	-250	-253	-255	-257
FCFC	-50	-86	15	179	276	338	377	393	409	-15
фактор дисконтирования	1,000	0,892	0,796	0,710	0,634	0,565	0,504	0,450	0,402	0,358
Дисконтирование денежных потоков	-50	-77	12	127	175	191	190	177	164	-6
Сумма ДДП	904									
Темп прироста постпрогнозный	3%									
Стоимость в постпрогнозный период	-174									
Стоимость бизнеса	842									
Чистый долг 2008	-719									
Капитализация	1 561									
Количество обыкновенных акций, млн. шт.	87 430									
Стоимость 1 обыкновенной акции	0,0179									

Расчет ставки дисконтирования

Безрисковая ставка	4,7%
beta unlevered	1,00
beta leverered	1,19
Безрисковая ставка России	5,7%
Премия инвестирования в акции	6,0%
Премия за корпоративное управление	0,0%
САРМ	12,8%
WACC	12,1%
D/(E+D)	19,3%
ставка процента	12,0%
E/(E+D)	80,7%

Источник: данные компании, оценка ИстКоммерц

МРСК Центра и Приволжья

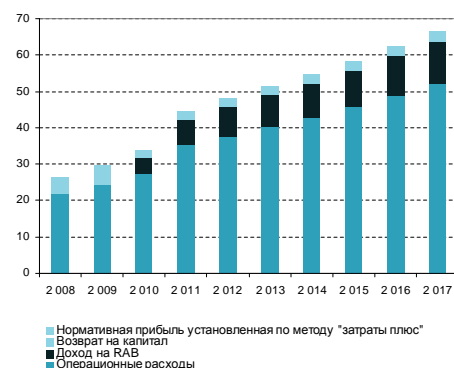
Производственно-экономические показатели

Наименование филиала	Отпуск электроэнергии, тыс. МВт-ч (2007)	Протяженность сетей			Количество подстанций			Средний тариф, долл./МВт-ч
		110 kv	35 kv	10-0,4 kv	ПС-110	ПС-35	ТП, РП 6-10/0,4	
Владимирэнерго	5 755	2 156	1 699	17 669	68	70	4 560	27
Ивэнерго	3 648	1 865	1 659	12 426	68	74	3 770	16
Калугаэнерго	3 345	2 315	2 306	22 408	58	91	6 077	31
Кировэнерго	5 616	4 086	3 137	31 647	116	108	8 535	27
Мариэнерго	2 454	1 544	1 024	9 860	47	41	2 971	27
Нижевоэнерго	16 135	5 307	2 964	50 685	142	117	13 683	30
Рязаньэнерго	4 230	2 982	1 708	27 182	87	67	6 205	26
Тулэнерго	5 957	2 864	2 125	26 812	87	82	6 858	31
Удмуртэнерго	7 164	2 638	2 312	20 073	97	120	5 544	16
Итого	54 303	25 757	18 934	218 762	770	770	58 203	26

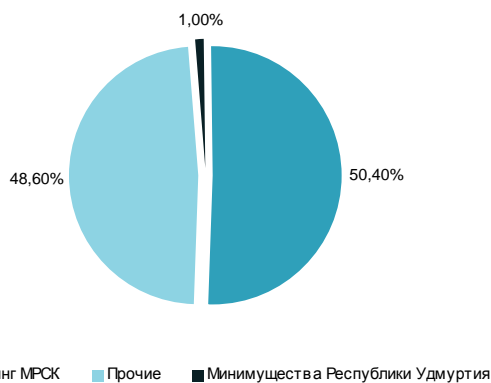
Информация об эмитенте

Тикер	MRKP
Цена midmarket, USD	0,01145
Цена offer, USD	0,01160
Кол-во акций, млн. шт.	112 698
Капитализация, млн. USD	1 296
Чистый долг, млн. USD	72
EV, млн. USD	1 368
Справедливая стоимость обыкновенной акции, USD	0,0184
Потенциал роста	58,62%
Рекомендация	Покупать

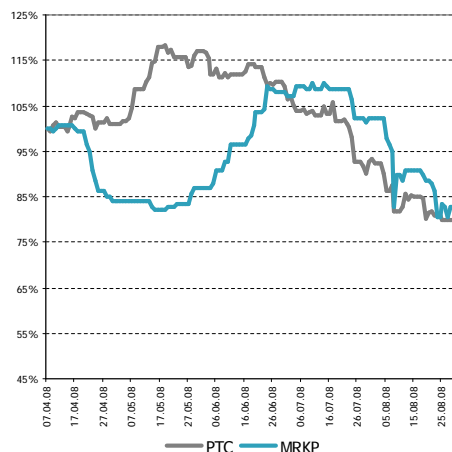
Динамика среднего тарифа на основе RAB, долл./МВт-ч



Структура уставного капитала



Динамика котировок акций компании и индекса РТС



Источник: РТС, данные компании, оценка ИстКоммерц

Прогноз финансовых показателей

Баланс, млн. \$	2 007	2 008	2 009	2 010	2 011	2 012	2 013	2 014	2 015	2 016	2 017
Основные средства	1 062	1 201	1 449	4 388	4 495	4 633	4 798	4 985	5 199	5 443	5 711
Прочие внеоборотные активы	104	156	175	200	263	283	303	321	344	369	392
<i>Итого внеоборотные активы</i>	<i>1 166</i>	<i>1 357</i>	<i>1 624</i>	<i>4 588</i>	<i>4 758</i>	<i>4 916</i>	<i>5 102</i>	<i>5 306</i>	<i>5 543</i>	<i>5 812</i>	<i>6 103</i>
Запасы	40	59	66	76	100	107	115	122	130	140	148
НДС	4	7	7	8	11	12	13	14	15	16	17
Дебиторская задолженность	157	234	263	300	395	425	455	482	516	553	588
Денежные средства	36	53	60	68	90	243	479	717	955	1 205	1 461
Прочие оборотные активы	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0
<i>Итого оборотные активы</i>	<i>236</i>	<i>353</i>	<i>396</i>	<i>453</i>	<i>596</i>	<i>787</i>	<i>1 062</i>	<i>1 334</i>	<i>1 616</i>	<i>1 914</i>	<i>2 215</i>
Итого активы	1 402	1 710	2 021	5 040	5 354	5 703	6 164	6 640	7 159	7 725	8 318
Уставный Капитал	414	415	415	415	415	415	415	415	415	415	415
Добавочный капитал	565	597	597	3 393	3 393	3 393	3 393	3 393	3 393	3 393	3 393
Резервный капитал	13	13	13	13	13	13	13	13	13	13	13
Нераспределенная прибыль	116	282	456	689	1 048	1 447	1 879	2 328	2 815	3 347	3 904
<i>Итого капитал</i>	<i>1 108</i>	<i>1 306</i>	<i>1 480</i>	<i>4 510</i>	<i>4 869</i>	<i>5 268</i>	<i>5 700</i>	<i>6 148</i>	<i>6 636</i>	<i>7 168</i>	<i>7 725</i>
Долгосрочные займы	88	95	164	137	51	0	0	0	0	0	0
Отложенная налоговая задолженность	37	56	63	72	94	101	109	115	123	132	140
Прочие обязательства	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0
<i>Итого долгосрочные обязательства</i>	<i>125</i>	<i>151</i>	<i>227</i>	<i>209</i>	<i>145</i>	<i>101</i>	<i>109</i>	<i>115</i>	<i>123</i>	<i>132</i>	<i>140</i>
Краткосрочные кредиты	20	51	88	74	27	0	0	0	0	0	0
Кредиторская задолженность	127	180	203	226	291	312	333	355	378	403	431
Прочие обязательства	22	22	22	22	22	22	22	22	22	22	22
<i>Итого краткосрочные обязательства</i>	<i>169</i>	<i>253</i>	<i>313</i>	<i>322</i>	<i>341</i>	<i>334</i>	<i>355</i>	<i>377</i>	<i>400</i>	<i>425</i>	<i>453</i>
Итого пассивы	1 402	1 710	2 021	5 040	5 354	5 703	6 164	6 640	7 159	7 725	8 318

Отчет о прибылях и убытках, млн. \$	2 007	2 008	2 009	2 010	2 011	2 012	2 013	2 014	2 015	2 016	2 017
Выручка	963	1 437	1 613	1 843	2 427	2 609	2 796	2 961	3 168	3 396	3 612
Операционные расходы	(833)	(1 180)	(1 330)	(1 483)	(1 909)	(2 046)	(2 185)	(2 327)	(2 480)	(2 645)	(2 825)
Операционная прибыль (ЕБИТ)	129	258	283	360	518	564	610	634	689	750	787
Амортизация	78	106	120	145	439	449	463	480	498	520	544
ЕБИТДА	207	364	403	505	957	1 013	1 074	1 114	1 187	1 270	1 331
Проценты	(3)	(17)	(30)	(25)	(9)	-	-	-	-	-	-
Прочее	(14)	(21)	(24)	(27)	(36)	(39)	(42)	(44)	(47)	(50)	(54)
Прибыль до налогообложения	112	219	229	307	472	525	569	590	642	700	733
Налог на прибыль	(55)	(53)	(55)	(74)	(113)	(126)	(137)	(142)	(154)	(168)	(176)
Чистая прибыль	58	166	174	233	359	399	432	448	488	532	557

Источник: данные компании, оценка ИстКоммерц

Оценка компании доходным подходом

Модель DCF, млн. \$	2 008	2 009	2 010	2 011	2 012	2 013	2 014	2 015	2 016	2 017
ЕВITDA	364	403	505	957	1 013	1 074	1 114	1 187	1 270	1 331
Изменение оборотного капитала	-46	-14	-25	-57	-17	-18	-13	-20	-22	-18
Налог на прибыль и налоговый щит	-61	-70	-86	-118	-126	-137	-142	-154	-168	-176
Инвестиции	-297	-388	-312	-609	-607	-649	-684	-735	-789	-836
FCFC	-41	-68	82	172	263	270	275	278	291	301
фактор дисконтирования	1,000	0,893	0,798	0,713	0,637	0,569	0,509	0,454	0,406	0,363
Дисконтирование денежных потоков	-41	-61	65	123	168	154	140	126	118	109
Сумма ДДП	903									
Темп прироста постпрогнозный	3%									
Стоимость в постпрогнозный период	3 479									
Стоимость бизнеса	2 164									
Чистый долг 2008	93									
Капитализация	2 072									
Количество обыкновенных акций, млн. шт.	112 698									
Стоимость 1 обыкновенной акции	0,018									

Расчет ставки дисконтирования

Безрисковая ставка	4,7%
beta unlevered	1,00
beta leverered	1,09
Безрисковая ставка России	5,7%
Премия инвестирования в акции	6,0%
Премия за корпоративное управление	0,0%
CAPM	12,2%
WACC	11,9%
D/(E+D)	9,7%
ставка процента	12,0%
E/(E+D)	90,3%

Источник: данные компании, оценка ИстКоммерц

МРСК Волги

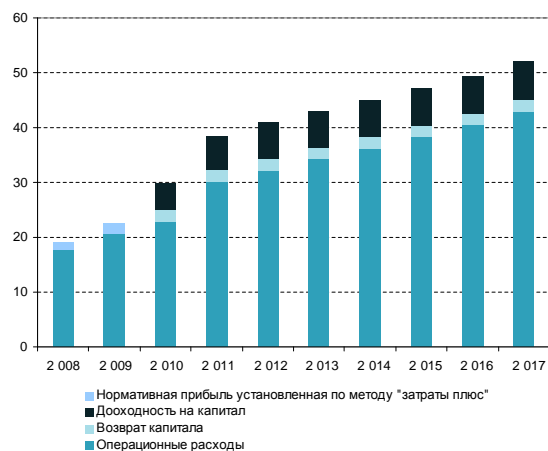
Производственно-экономические показатели

Наименование филиала	Отпуск электроэнергии, тыс. МВт-ч (2007)	Протяженность сетей			Количество подстанций			Средний тариф, долл./МВт-ч
		110 kv	35 kv	10-0,4 kv	ПС-110	ПС-35	ТП, РП 6-10/0,4	
Мордовэнерго	2 791	1 605	1 021	15 651	71	53	3 652	22
Пензаэнерго	4 225	2 486	2 324	26 841	88	106	6 355	33
Чуваэнерго	5 170	1 573	570	18 256	75	26	4 606	15
Оренбургэнерго	12 929	4 591	5 364	32 052	93	211	10 509	18
Саратовские распределительные сети	10 629	6 650	4 611	39 787	263	257	8 876	26
Самарские распределительные сети	21 312	4 171	2 616	22 110	126	137	5 195	14
Ульяновские распределительные сети	5 178	1 850	1 664	18 198	78	93	5 249	19
Итого	62 235	22 926	18 171	172 895	794	883	44 442	19

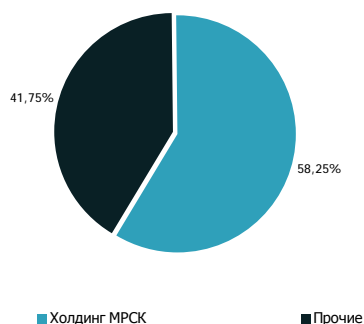
Информация об эмитенте

Тикер	MRKV
Цена midmarket, USD	0,0053
Цена offer, USD	0,0059
Кол-во акций, млн. шт.	178 578
Капитализация, млн. USD	875
Чистый долг, млн. USD	84
EV, млн. USD	959
Справедливая стоимость обыкновенной акции, USD	0,0115
Потенциал роста	94,9%
Рекомендация	Покупать

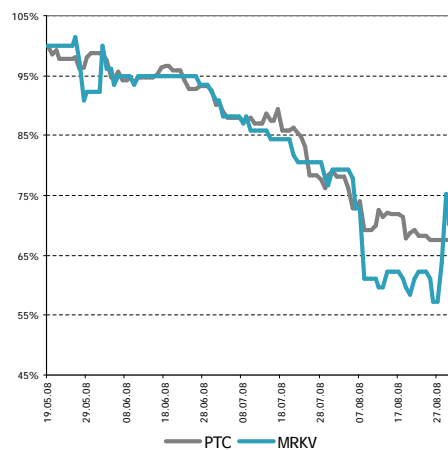
Динамика среднего тарифа на основе RAB, долл./МВт-ч



Структура уставного капитала



Динамика котировок акций компании и индекса РТС



Источник: РТС, данные компании, оценка ИстКоммерц

Прогноз финансовых показателей

Баланс, тыс. \$	2 007	2 008	2 009	2 010	2 011	2 012	2 013	2 014	2 015	2 016	2 017
Основные средства	1 011	1 124	1 232	4 471	4 513	4 549	4 583	4 613	4 645	4 676	4 707
Прочие внеоборотные активы	111	115	137	181	221	236	249	261	274	288	303
Итого внеоборотные активы	1 122	1 239	1 369	4 652	4 734	4 785	4 831	4 874	4 919	4 964	5 010
Запасы	41	42	50	66	81	86	91	95	100	105	111
НДС	5	5	6	9	10	11	12	12	13	14	14
Дебиторская задолженность	121	125	148	197	240	256	269	283	297	312	329
Денежные средства	13	372	307	708	877	1 098	1 328	1 561	1 793	2 025	2 255
Прочие оборотные активы	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0
Итого оборотные активы	180	545	512	979	1 208	1 452	1 700	1 952	2 203	2 456	2 708
Итого активы	1 302	1 784	1 881	5 632	5 941	6 237	6 531	6 826	7 122	7 419	7 719
Уставный Капитал	657	699	699	699	699	699	699	699	699	699	699
Добавочный капитал	291	638	638	3 778	3 778	3 778	3 778	3 778	3 778	3 778	3 778
Резервный капитал	7	7	7	7	7	7	7	7	7	7	7
Нераспределенная прибыль	121	166	233	504	740	996	1 252	1 509	1 766	2 023	2 281
Итого капитал	1 075	1 510	1 577	4 987	5 224	5 479	5 736	5 992	6 249	6 506	6 764
Долгосрочные займы	63	89	92	293	306	321	336	351	367	382	397
Отложенная налоговая задолженность	55	57	68	90	109	117	123	129	135	142	150
Прочие обязательства	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0
Итого долгосрочные обязательства	118	146	160	382	416	438	459	480	502	524	546
Краткосрочные кредиты	34	48	50	158	165	173	181	189	197	206	214
Кредиторская задолженность	74	80	94	103	136	145	154	163	173	183	194
Прочие обязательства	1	1	1	1	1	1	1	1	1	1	1
Итого краткосрочные обязательства	109	129	145	262	302	319	337	354	371	389	408
Итого пассивы	1 302	1 784	1 881	5 632	5 941	6 237	6 531	6 826	7 122	7 419	7 719

Отчет о прибылях и убытках, тыс. \$	2 007	2 008	2 009	2 010	2 011	2 012	2 013	2 014	2 015	2 016	2 017
Выручка	1 141	1 182	1 401	1 856	2 262	2 416	2 544	2 670	2 804	2 948	3 102
Операционная прибыль (ЕБИТ)	119	79	110	429	384	413	417	420	423	427	430
Амортизация	77	101	112	123	447	451	455	458	461	464	468
ЕБИТДА	196	180	222	552	831	865	872	878	885	891	898
Проценты	(5)	(16)	(17)	(54)	(57)	(59)	(62)	(65)	(68)	(70)	(73)
Прочее	(18)	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-
Прибыль до налогообложения	96	63	93	375	327	354	355	355	356	356	357
Налог на прибыль	(54)	(15)	(22)	(90)	(79)	(85)	(85)	(85)	(85)	(86)	(86)
Чистая прибыль	42	48	70	285	249	269	270	270	270	271	271

Источник: данные компании, оценка ИстКоммерц

Оценка компании доходным подходом

Модель DCF, тыс. \$	2 008	2 009	2 010	2 011	2 012	2 013	2 014	2 015	2 016	2 017
ЕВITDA	180	222	552	831	865	872	878	885	891	898
Изменение оборотного капитала	0	-18	-57	-27	-14	-10	-10	-10	-11	-12
Налог на прибыль и налоговый щит	-24	-32	-120	-110	-118	-120	-122	-123	-125	-127
Инвестиции	-218	-242	-267	-528	-503	-501	-501	-506	-510	-514
FCFC	-62	-71	109	166	230	241	246	246	246	245
фактор дисконтирования	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0
Дисконтирование денежных потоков	-62	-63	87	118	147	137	125	112	100	89
Сумма ДДП	789									
Темп прироста постпрогнозный	0%									
Стоимость в постпрогнозный период	2 835									
Стоимость бизнеса	1 819									
Чистый долг 2008	-236									
Капитализация	2 055									
Количество обыкновенных акций, тыс. шт.	178 578									
Стоимость 1 обыкновенной акции	0,012									

Расчет ставки дисконтирования

Безрисковая ставка	4,66%
beta unlevered	1,00
beta levered	1,09
Безрисковая ставка России	6%
Премия инвестирования в акции	6%
Премия за корпоративное управление	0,0%
САРМ	12,19%
WACC	11,91%
D/(E+D)	9%
ставка процента	12,0%
E/(E+D)	0,91
Equity book-value	1 075 147
Debt	97 030

Источник: данные компании, оценка ИстКоммерц

МРСК Северного Кавказа

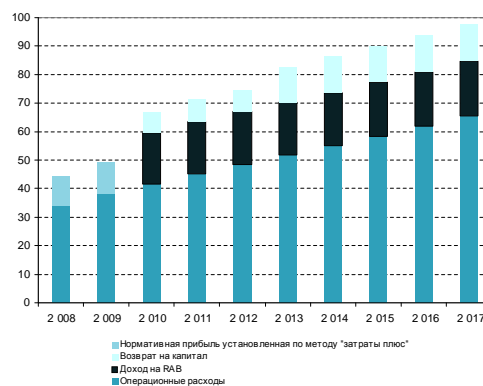
Производственно-экономические показатели

Наименование филиала	Протяженность сетей			Количество подстанций			Средний тариф, долл./МВт-ч
	110 kv	35 kv	10-0,4 kv	ПС-110	ПС-35	ТП, РП 6-10/0,4	
Ставропольэнерго	3 519	3 942	41 733	138	221	10 750	28
Дагэнерго	2 249	2 301	31 255	118	82	7 458	22
Ингушэнерго	133	257	2 306	21	8	998	64
Кабардино-Балкарский филиал	756	465	8 782	40	34	2 131	32
Северо-Осетинский филиал	825	356	4 556	37	39	1 205	28
Карачаево-Черкесский филиал	946	409	4 676	25	33	1 455	36
Нурэнерго	938	1 005	8 478	20	60	2 563	46
Итого	9 366	8 734	101 786	399	477	26 560	32

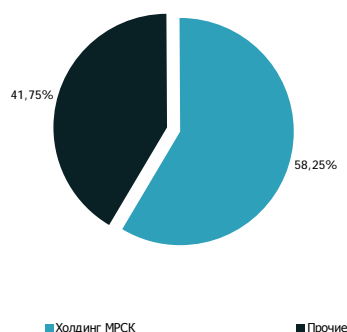
Информация об эмитенте

Тикер	MRKK
Цена midmarket, USD	4,65
Цена offer, USD	5,00
Кол-во акций, млн. шт.	30
Капитализация, млн. USD	127
Чистый долг, млн. USD	25
EV, млн. USD	152
Справедливая стоимость обыкновенной акции, USD	8,16
Потенциал роста	63,2%
Рекомендация	Покупать

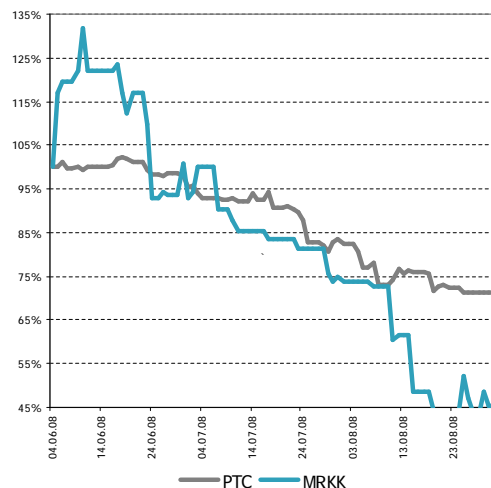
Динамика среднего тарифа на основе RAB, долл./МВт-ч



Структура уставного капитала



Динамика котировок акций компании и индекса РТС



Источник: РТС, данные компании, оценка ИстКоммерц

Прогноз финансовых показателей

Баланс, млн. \$	2 007	2 008	2 009	2 010	2 011	2 012	2 013	2 014	2 015	2 016	2 017
Основные средства	456	495	512	2 133	2 149	2 163	2 176	2 187	2 199	2 211	2 223
Прочие внеоборотные активы	41	51	57	90	96	100	109	113	117	121	125
Итого внеоборотные активы	498	546	569	2 223	2 245	2 263	2 285	2 300	2 316	2 332	2 348
Запасы	28	35	39	62	65	68	75	77	80	83	80
НДС	1	2	2	3	3	3	3	3	3	4	3
Дебиторская задолженность	54	68	75	120	127	132	145	150	155	160	156
Денежные средства	6	23	26	155	170	185	205	225	248	257	291
Прочие оборотные активы	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0
Итого оборотные активы	90	128	142	340	364	388	427	456	486	504	531
Итого активы	587	674	711	2 563	2 609	2 651	2 712	2 756	2 802	2 836	2 879
Уставный Капитал	265	1	1	1	1	1	1	1	1	1	1
Добавочный капитал	233	224	224	1 827	1 827	1 827	1 827	1 827	1 827	1 827	1 827
Резервный капитал	6	6	6	6	6	6	6	6	6	6	6
Нераспределенная прибыль	-6	12	31	86	145	206	293	381	470	560	650
Итого капитал	498	242	261	1 920	1 979	2 040	2 127	2 215	2 305	2 394	2 484
Долгосрочные займы	12	239	246	349	336	321	300	268	236	196	161
Отложенная налоговая задолженность	3	3	4	6	6	7	7	7	8	8	8
Прочие обязательства	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0
Итого долгосрочные обязательства	15	242	249	355	343	327	307	275	244	204	170
Краткосрочные кредиты	18	129	132	188	181	173	161	144	127	105	87
Кредиторская задолженность	54	59	66	99	104	110	115	120	125	130	136
Прочие обязательства	2	2	2	2	2	2	2	2	2	2	2
Итого краткосрочные обязательства	74	190	200	288	287	284	278	266	254	238	225
Итого пассивы	587	674	711	2 563	2 609	2 651	2 712	2 756	2 802	2 836	2 879
Отчет о прибылях и убытках, млн. \$	2 007	2 008	2 009	2 010	2 011	2 012	2 013	2 014	2 015	2 016	2 017
Выручка	252	314	347	554	586	612	669	693	717	742	768
Операционные расходы	(255)	(279)	(310)	(465)	(492)	(516)	(540)	(563)	(588)	(614)	(642)
Операционная прибыль (ЕБИТ)	(3)	35	38	89	95	96	129	130	129	128	126
Амортизация	40	37	40	169	171	172	173	174	175	176	177
ЕБИТДА	37	71	77	259	265	268	302	304	304	304	303
Проценты	(1)	(12)	(12)	(17)	(17)	(16)	(15)	(13)	(12)	(10)	(8)
Прочее	(4)	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-
Прибыль до налогообложения	(8)	23	26	72	78	80	114	117	117	118	118
Налог на прибыль	(3)	(5)	(6)	(17)	(19)	(19)	(27)	(28)	(28)	(28)	(28)
Чистая прибыль	-11	17	19	55	59	61	87	89	89	90	90

Источник: данные компании, оценка ИстКоммерц

Оценка компании доходным подходом

Модель DCF, млн. \$	2 008	2 009	2 010	2 011	2 012	2 013	2 014	2 015	2 016	2 017
ЕВИТДА	71	77	259	265	268	302	304	304	304	303
Изменение оборотного капитала	-15	-5	-36	-5	-3	-14	-3	-3	-3	13
Налог на прибыль и налоговый щит	-8	-9	-21	-23	-23	-31	-31	-31	-31	-30
Инвестиции	-85	-62	-220	-192	-190	-195	-190	-191	-192	-193
FCFC	-38	2	-19	46	51	62	80	80	79	92
фактор дисконтирования	1,000	0,894	0,799	0,715	0,639	0,571	0,511	0,457	0,408	0,365
Дисконтирование денежных потоков	-38	1	-15	33	33	36	41	36	32	34
Сумма ДДП	193									
Темп прироста постпрогнозный	3%									
Стоимость в постпрогнозный период	1 075									
Стоимость бизнеса	585									
Чистый долг 2008	344									
Капитализация	241									
Количество обыкновенных акций, млн. шт.	30									
Стоимость 1 обыкновенной акции	8,16									

Расчет ставки дисконтирования

Безрисковая ставка	4,7%
beta unlevered	1,00
beta levered	1,06
Безрисковая ставка России	5,7%
Премия инвестирования в акции	6,0%
Премия за корпоративное управление	0,0%
САРМ	12,0%
WACC	11,8%
D/(E+D)	6,2%
ставка процента	12,0%
E/(E+D)	93,8%

Источник: данные компании, оценка ИстКоммерц

МРСК Юга

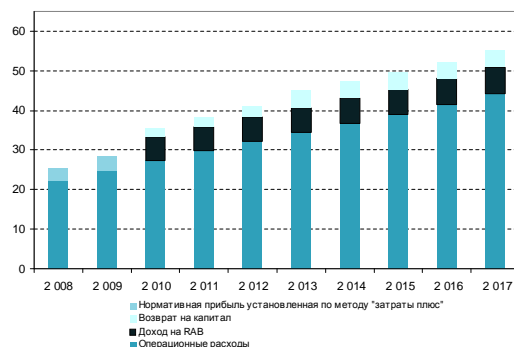
Производственно-экономические показатели

Наименование филиала	Отпуск электроэнергии, МВт-ч	Протяженность сетей			Количество подстанций			Средний тариф, долл./МВт-ч
		110 kv	35 kv	10-0,4 kv	ПС-110	ПС-35	ТП, РП 6-10/0,4	
Астраханьэнерго	3 241	2 280	609	16 901	89	45	3 582	23
Кубаньэнерго	14 888	4 694	6 933	73 658	207	515	21 762	41
Волгоградэнерго	15 185	5 989	2 764	36 889	260	134	10 417	14
Ростовэнерго	12 731	5 246	6 121	60 976	238	328	13 748	22
Калмэнерго	315	1 984	1 992	14 428	46	69	3 018	34
Итого	46 360	20 193	18 419	202 852	840	1 091	52 527	25

Информация об эмитенте

Тикер	MRKY
Цена midmarket, USD	0,0120
Цена offer, USD	0,0121
Кол-во акций, млн. шт.	49 811
Капитализация, млн. USD	603
Чистый долг, млн. USD	239
EV, млн. USD	842
Справедливая стоимость обыкновенной акции, USD	0,02
Потенциал роста	65,3%
Рекомендация	Покупать

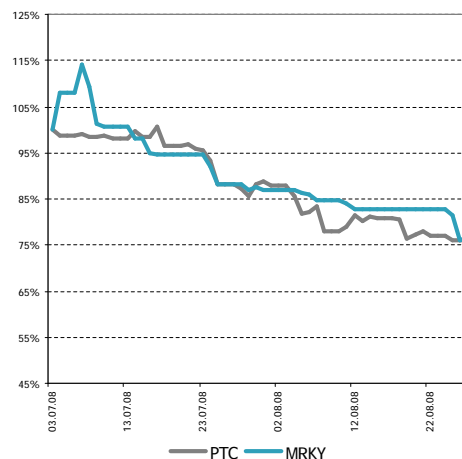
Динамика среднего тарифа на основе RAB, долл./МВт-ч



Структура уставного капитала



Динамика котировок акций компании и индекса РТС



Источник: РТС, данные компании, оценка ИстКоммерц

Прогноз финансовых показателей

Баланс, млн. \$	2 007	2 008	2 009	2 010	2 011	2 012	2 013	2 014	2 015	2 016	2 017
Основные средства	1 019	1 240	1 477	4 220	4 308	4 427	4 448	4 468	4 488	4 508	4 527
Прочие внеоборотные активы	175	192	215	299	324	347	379	401	423	446	471
Итого внеоборотные активы	1 194	1 432	1 692	4 519	4 632	4 773	4 828	4 868	4 910	4 954	4 999
Запасы	69	76	85	118	128	137	150	158	167	177	219
НДС	9	9	10	15	16	17	18	20	21	22	27
Дебиторская задолженность	209	229	257	358	387	414	453	478	505	533	661
Денежные средства	27	29	33	45	49	53	58	61	154	495	721
Прочие оборотные активы	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0
Итого оборотные активы	313	343	385	536	580	620	679	717	846	1 226	1 627
Итого активы	1 507	1 774	2 076	5 056	5 212	5 394	5 507	5 586	5 757	6 180	6 626
Уставный Капитал	297	183	183	183	183	183	183	183	183	183	183
Добавочный капитал	687	624	624	3 304	3 304	3 304	3 304	3 304	3 304	3 304	3 304
Резервный капитал	8	8	8	8	8	8	8	8	8	8	8
Нераспределенная прибыль	32	84	125	322	540	781	1 093	1 433	1 802	2 200	2 619
Итого капитал	1 024	898	940	3 817	4 035	4 276	4 589	4 928	5 298	5 695	6 114
Долгосрочные займы	216	412	562	586	529	474	329	145	0	0	0
Отложенная налоговая задолженность	1	1	1	2	2	2	3	3	3	3	3
Прочие обязательства	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0
Итого долгосрочные обязательства	217	413	563	588	531	477	332	147	3	3	3
Краткосрочные кредиты	50	222	303	315	285	255	177	78	0	0	0
Кредиторская задолженность	209	234	264	329	354	379	403	425	449	475	502
Прочие обязательства	7	7	7	7	7	7	7	7	7	7	7
Итого краткосрочные обязательства	266	463	573	651	646	641	587	510	456	482	509
Итого пассивы	1 507	1 774	2 076	5 056	5 212	5 394	5 507	5 586	5 757	6 180	6 626

Отчет о прибылях и убытках, млн. \$	2 007	2 008	2 009	2 010	2 011	2 012	2 013	2 014	2 015	2 016	2 017
Выручка	1 076	1 178	1 322	1 843	1 992	2 132	2 335	2 464	2 600	2 745	2 900
Операционные расходы	(980)	(1 097)	(1 234)	(1 539)	(1 659)	(1 772)	(1 886)	(1 991)	(2 103)	(2 222)	(2 349)
Операционная прибыль (ЕБИТ)	96	82	88	303	334	360	449	473	498	523	551
Амортизация	72	67	81	273	277	283	291	292	293	295	296
ЕБИТДА	168	149	170	576	611	643	740	765	791	818	847
Проценты	(14)	(14)	(33)	(45)	(47)	(42)	(38)	(26)	(12)	-	-
Прочее	(26)	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-
Прибыль до налогообложения	56	68	55	258	287	318	411	447	486	523	551
Налог на прибыль	(24)	(16)	(13)	(62)	(69)	(76)	(99)	(107)	(117)	(126)	(132)
Чистая прибыль	32	52	42	196	218	241	312	340	369	398	419

Источник: данные компании, оценка ИстКоммерц

Оценка компании доходным подходом

Модель DCF, млн. \$	2 008	2 009	2 010	2 011	2 012	2 013	2 014	2 015	2 016	2 017
ЕВITDA	149	170	576	611	643	740	765	791	818	847
Изменение оборотного капитала	-2	-9	-73	-14	-13	-30	-12	-12	-13	-148
Налог на прибыль и налоговый щит	-20	-21	-73	-80	-86	-108	-114	-119	-126	-132
Инвестиции	-305	-342	-420	-390	-424	-345	-333	-335	-338	-341
FCFC	-178	-202	10	127	119	257	307	324	341	226
фактор дисконтирования	1,000	0,892	0,795	0,709	0,633	0,564	0,503	0,449	0,400	0,357
Дисконтирование денежных потоков	-178	-180	8	90	76	145	154	145	137	81
Сумма ДДП	477									
Темп прироста постпрогнозный	3%									
Стоимость в постпрогнозный период	2 548									
Стоимость бизнеса	1 387									
Чистый долг 2008	605									
Капитализация	782									
Количество обыкновенных акций, млн. шт.	49 811									
Стоимость 1 обыкновенной акции	0,02									

Расчет ставки дисконтирования

Безрисковая ставка	4,7%
beta unlevered	1,00
beta leverered	1,25
Безрисковая ставка России	5,7%
Премия инвестирования в акции	6,0%
Премия за корпоративное управление	0,0%
САРМ	13,2%
WACC	12,1%
D/(E+D)	25,9%
ставка процента	12,0%
E/(E+D)	74,1%

Источник: данные компании, оценка ИстКоммерц

МРСК Северо-Запада

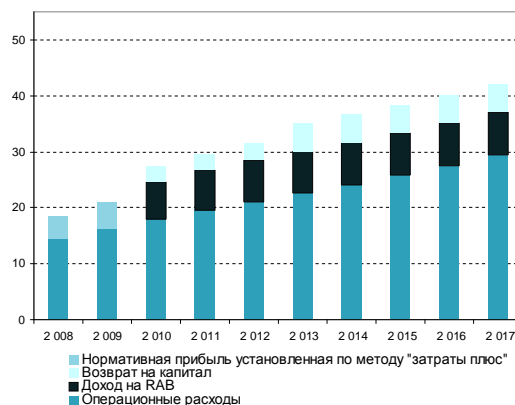
Производственно-экономические показатели

Наименование филиала	Отпуск электроэнергии, МВт-ч	Протяженность сетей			Количество подстанций		Средний тариф, долл./МВт-ч
		110 kv	35 kv	10-0,4 kv	ПС-110-35	ТП, РП 6-10/0,4	
Архэнерго	3 515	2 975	2 139	18 760	165	5 350	29
Вологдаэнерго	9 726	3 125	3 189	32 122	211	8 962	16
Карелэнерго	7 125	2 312	1 944	6 820	150	1 549	13
Колэнерго	10 908	3 890	568	455	120	257	11
Комизэнерго	5 397	3 808	1 084	13 197	196	3 720	33
Новгородэнерго	2 809	2 206	1 436	18 621	129	4 607	22
Псковэнерго	1 569	2 161	1 664	39 265	170	10 958	41
Итого	41 050	20 477	12 024	129 240	1 141	35 403	15

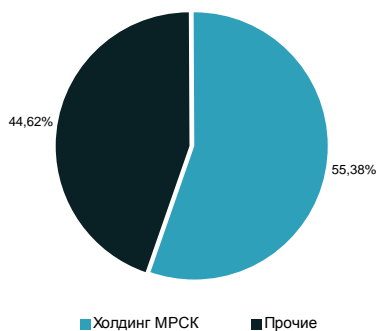
Информация об эмитенте

Тикер	MRKZ
Цена midmarket, USD	0,0083
Цена offer, USD	0,0085
Кол-во акций, млн. шт.	95 786
Капитализация, млн. USD	776
Чистый долг, млн. USD	52
EV, млн. USD	828
Справедливая стоимость обыкновенной акции, USD	0,0144
Потенциал роста	69,4%
Рекомендация	Покупать

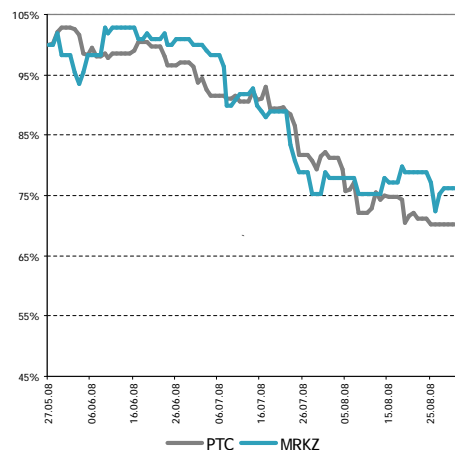
Динамика среднего тарифа на основе RAB, долл./МВт-ч



Структура уставного капитала



Динамика котировок акций компании и индекса РТС



Источник: РТС, данные компании, оценка ИстКоммерц

Прогноз финансовых показателей

Баланс, млн. \$	2 007	2 008	2 009	2 010	2 011	2 012	2 013	2 014	2 015	2 016	2 017
Основные средства	821	1 069	1 336	4 292	4 450	4 636	4 653	4 668	4 683	4 699	4 714
Прочие внеоборотные активы	61	73	82	127	136	145	159	166	173	180	187
<i>Итого внеоборотные активы</i>	<i>881</i>	<i>1 142</i>	<i>1 418</i>	<i>4 419</i>	<i>4 586</i>	<i>4 781</i>	<i>4 812</i>	<i>4 834</i>	<i>4 856</i>	<i>4 878</i>	<i>4 901</i>
Запасы	30	36	41	63	68	72	79	82	85	89	116
НДС	3	4	4	7	7	8	9	9	9	10	13
Дебиторская задолженность	125	150	168	261	280	298	327	341	354	369	481
Денежные средства	14	17	19	29	32	34	149	510	872	1 236	1 478
Прочие оборотные активы	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0
<i>Итого оборотные активы</i>	<i>172</i>	<i>207</i>	<i>232</i>	<i>360</i>	<i>386</i>	<i>411</i>	<i>563</i>	<i>941</i>	<i>1 321</i>	<i>1 703</i>	<i>2 088</i>
Итого активы	1 053	1 349	1 650	4 780	4 973	5 192	5 376	5 775	6 177	6 582	6 989
Уставный Капитал	338	183	183	183	183	183	183	183	183	183	183
Добавочный капитал	463	624	624	3 446	3 446	3 446	3 446	3 446	3 446	3 446	3 446
Резервный капитал	11	11	11	11	11	11	11	11	11	11	11
Нераспределенная прибыль	57	142	225	503	801	1 117	1 503	1 891	2 281	2 673	3 067
<i>Итого капитал</i>	<i>869</i>	<i>960</i>	<i>1 043</i>	<i>4 142</i>	<i>4 441</i>	<i>4 757</i>	<i>5 142</i>	<i>5 530</i>	<i>5 921</i>	<i>6 313</i>	<i>6 706</i>
Долгосрочные займы	16	167	299	289	212	141	0	0	0	0	0
Отложенная налоговая задолженность	19	23	26	41	44	46	51	53	55	57	60
Прочие обязательства	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0
<i>Итого долгосрочные обязательства</i>	<i>36</i>	<i>190</i>	<i>325</i>	<i>330</i>	<i>256</i>	<i>187</i>	<i>51</i>	<i>53</i>	<i>55</i>	<i>57</i>	<i>60</i>
Краткосрочные кредиты	50	90	161	156	114	76	0	0	0	0	0
Кредиторская задолженность	80	90	102	133	143	154	164	173	182	193	204
Прочие обязательства	19	19	19	19	19	19	19	19	19	19	19
<i>Итого краткосрочные обязательства</i>	<i>149</i>	<i>199</i>	<i>282</i>	<i>308</i>	<i>277</i>	<i>248</i>	<i>183</i>	<i>192</i>	<i>201</i>	<i>212</i>	<i>223</i>
Итого пассивы	1 053	1 349	1 650	4 780	4 973	5 192	5 376	5 775	6 177	6 582	6 989

Отчет о прибылях и убытках, млн. \$	2 007	2 008	2 009	2 010	2 011	2 012	2 013	2 014	2 015	2 016	2 017
Выручка	632	761	854	1 326	1 421	1 510	1 661	1 728	1 798	1 873	1 952
Операционные расходы	(563)	(634)	(718)	(935)	(1 010)	(1 081)	(1 154)	(1 217)	(1 285)	(1 357)	(1 434)
Операционная прибыль (ЕБИТ)	69	127	135	391	411	428	507	511	513	516	518
Амортизация	42	40	52	201	207	215	224	225	225	226	227
ЕБИТДА	111	166	187	591	619	643	731	736	739	742	745
Проценты	(4)	(15)	(26)	(25)	(19)	(12)	-	-	-	-	-
Прочее	(15)	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-
Прибыль до налогообложения	50	112	109	365	393	416	507	511	513	516	518
Налог на прибыль	(31)	(27)	(26)	(88)	(94)	(100)	(122)	(123)	(123)	(124)	(124)
Чистая прибыль	19	85	83	278	299	316	385	388	390	392	394

Источник: данные компании, оценка ИстКоммерц

Оценка компании доходным подходом

Модель DCF, млн. \$	2 008	2 009	2 010	2 011	2 012	2 013	2 014	2 015	2 016	2 017
ЕВИТДА	166	187	591	619	643	731	736	739	742	745
Изменение оборотного капитала	-22	-11	-87	-13	-12	-27	-8	-8	-8	-131
Налог на прибыль и налоговый щит	-30	-32	-94	-99	-103	-122	-123	-123	-124	-124
Инвестиции	-301	-327	-381	-374	-410	-255	-246	-247	-249	-250
FCFC	-187	-184	30	132	119	327	359	360	361	239
фактор дисконтирования	1,000	0,894	0,799	0,714	0,638	0,570	0,510	0,456	0,407	0,364
Дисконтирование денежных потоков	-187	-164	24	94	76	186	183	164	147	87
Сумма ДДП	611									
Темп прироста постпрогнозный	3%									
Стоимость в постпрогнозный период	2 777									
Стоимость бизнеса	1 623									
Чистый долг 2008	240									
Капитализация	1 383									
Количество обыкновенных акций, млн. шт.	95 786									
Стоимость 1 обыкновенной акции	0,0144									

Расчет ставки дисконтирования

Безрисковая ставка	4,7%
beta unlevered	1,00
beta leverered	1,07
Безрисковая ставка России	5,7%
Премия инвестирования в акции	6,0%
Премия за корпоративное управление	0,0%
CAPM	12,1%
WACC	11,9%
D/(E+D)	7,6%
ставка процента	12,0%
E/(E+D)	92,4%

Источник: данные компании, оценка ИстКоммерц

© Ист Коммерц, 2008 г. Все права защищены.

Настоящий отчет и содержащаяся в нем информация является исключительной собственностью Ист Коммерц.

Каждый аналитик, задействованный в написании данного обзора, подтверждает, что все положения отражают его собственное мнение в отношении финансовых инструментов или эмитентов. Вознаграждение аналитиков не связано напрямую или косвенно с мнениями или рекомендациями, изложенными в данном обзоре.

Ист Коммерц не несет ответственности за операции третьих лиц, совершенные на основе мнений аналитиков, изложенных в данном обзоре. Мнение Ист Коммерц может не совпадать с мнением аналитика, изложенным в данном обзоре.

Информация, представленная в обзоре, основана на источниках, которые Ист Коммерц признает надежными, тем не менее, Компания не несет ответственности за ее достоверность и полноту. Описания финансовых инструментов и эмитентов не претендуют на полноту. Прошлые показатели не являются гарантией своего повторения в будущем. Обзор не имеет отношения к инвестиционным целям или финансовой ситуации третьих лиц. Все мнения и рекомендации, основанные на представленной информации, соответствуют дате выхода обзора и могут быть изменены без уведомления. Обзор предоставляется исключительно в информационных целях и не является предложением купить или продать соответствующие финансовые инструменты. Инвесторы должны самостоятельно принимать инвестиционные решения, используя обзор лишь в качестве одного из средств, способствующих принятию взвешенных решений.

Обзор подготовлен Ист Коммерц для распространения среди профессиональных участников рынка и институциональных инвесторов. Не являющиеся профессиональными участниками инвесторы должны искать возможность дополнительной консультации перед принятием инвестиционного решения. Обзор может содержать информацию и рекомендации касательно финансовых инструментов, недоступных для покупки или продажи непрофессиональными участниками рынка.

Ист Коммерц может выступать маркетмейкером по одному или нескольким финансовым инструментам, упомянутым в данном обзоре и иметь по ним длинные или короткие позиции. Ист Коммерц также может предоставлять услуги финансового советника и выступать организатором и андеррайтером по проектам корпоративного финансирования одной из указанных в обзоре компаний.

Дополнительная информация и сопроводительная документация может быть предоставлена по запросу.

Адрес : 123317, Москва, Краснопресненская наб., д. 18, Блок Б

Тел.: (495) 644-1122

Факс: (495) 644-4797

Email: research@eastkom.ru

Департамент аналитических исследований

Head of Research

Фетисов Александр

тел.: (495) 644-1122

e-mail: Afetisov@eastkom.ru

Департамент продаж

*Head of Equity Sales/
Domestic Sales*

Пермяков Никита

тел.: (495) 500-8185

моб. +7 (916) 900-1856

e-mail: NPermakov@eastkom.ru

*Equity Sales Manager/
International Sales*

Ашешов Ник

Тел.: +7(495) 644-1122

e-mail: NAsheshov@eastkom.ru

Департамент управления активами

Аляпкин Максим

тел.: (495) 644-1122

e-mail: MAlyapkin@eastkom.ru

Департамент брокерского обслуживания

Head of Brokerage

Иванов Алексей

тел.: (495) 644-1122 доб. 2277

e-mail: Alyanov@eastkom.ru

Представительства в России

С-Петербург

197101, г. Санкт-Петербург, ул. Чапаева, дом 15, литер 3, оф. 413, тел.: +7 (812) 332-5085

Petersburg@eastkom.ru

Калининград

236000, Калининград, ул. Мусоргского дом. 10, офис 207, 208, тел.: +7(4012) 303-433

Kalininrad@eastkom.ru

Ставрополь

355037, г. Ставрополь, ул. Доваторцев, д. 44Д, тел.: +7 (8652) 956-965

Stavropol@eastkom.ru

Кемерово

650025, г. Кемерово, ул.Чкалова, 10, тел.: +7 (3842) 760-542

Kemerovo@eastkom.ru

Липецк

398059, г. Липецк, ул. Первомайская, д.3, оф. 24, тел.: +7 (4742) 745-523

Lipeck@eastkom.ru

Ростов-на-Дону

344006, г. Ростов-на-Дону, ул. Пушкинская, 104/32, офис 81/1, тел.: +7 (863) 219-0088

Rostov@eastkom.ru

Воронеж

394000, г. Воронеж, проспект Революции, 58, оф. 406 (405), тел.: +7 (4732) 552-261

Voronezh@eastkom.ru

Оренбург

460000, г. Оренбург, ул.Краснознаменная,22, офис 801, тел.: +7 (3532) 772-072

Orenburg@eastkom.ru

Уфа

450077, г. Уфа, ул.Пушкина, 85/1, оф.210, тел.: +7 (3472) 923-271

Ufa@eastkom.ru

Чебоксары

428000, Чебоксары, Президентский бульвар, дом 31, офис 1, тел.: +7 (8352) 629-036

Cheboksary@eastkom.ru

Челябинск

454091 г.Челябинск, ул.Кирова, 19 оф.507, тел.: +7 (351) 247-5274

Chelabinsk@eastkom.ru

Владивосток

690001, ул. Абрековская, 8в, оф.1, тел. +7 (4232) 22-36-51

Vladivostok@eastkom.ru

Представительства в Центральной Азии

Узбекистан

100170, г.Ташкент, ул. Каландар, дом 20, тел.: +998 71 2672140

факс: +998 71 2672164

Кыргызстан

720040, г. Бишкек, ул.Логвиненко, д.37 А, тел.: +996 31 2660763

факс: +996 31 2660806