

Холдинг МРСК

С 9 декабря акции компании торгуются на ММВБ

09 Декабря 2008

С 9 декабря акции Холдинга МРСК начинают торговаться на ММВБ. Акции компании войдут в котировальный список В. До этого момента бумаги МРСК Холдинг были доступны для сделок только в РТС вне списка. Напомним, что МРСК Холдинг контролирует практически все распределительные компании (РСК) России общей капитализацией более \$6 млрд.

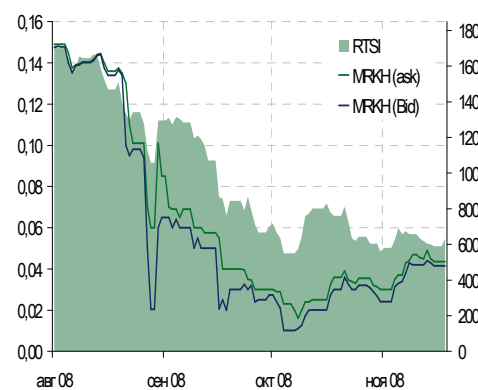
В итоге, инвесторы получили возможность свободно торговать всеми акциями корзины бывшего РАО ЕЭС. По итогам закрытия 8 декабря на бумаги Холдинга МРСК, по нашим оценкам, приходилось 13.7% портфеля РАО ЕЭС для голосовавших за и 12.5% портфеля для голосовавших против реорганизации. Более существенная доля по рыночной стоимости только у признанных энергетических «фишек» РусГидро и ФСК. Мы полагаем, что Холдинг МРСК займет достойное место в числе лидеров по ликвидности и капитализации среди акций электроэнергетики.

Динамику стоимости акций Холдинга МРСК в РТС с августа текущего года сложно назвать оптимистичной. Бумаги холдинга снизились на 72% по сравнению со снижением Индекса РТС на 63%. Помимо непростой ситуации на рынке, дополнительное давление оказывали факторы низкой ликвидности при значительном объеме на продажу: инвесторы в РАО ЕЭС прежде всего избавлялись от крупных активов.

В настоящий момент капитализация Холдинга МРСК составляет \$1.8 млрд, что не намного больше, чем 50.9% МОЭСК, входящей в состав Холдинга (\$1.4 млрд). Дисконт стоимости Холдинга к стоимости «дочек» составляет 50%, что на наш взгляд, не оправдано даже с учетом текущей рыночной ситуации.

В первые дни торгов мы не исключаем коррекции на рынке акций Холдинга МРСК. Возможно, не все желающие успели продать акции компании. В целом же помимо потенциального сужения дисконта с 50% до 25-30%, акции Холдинга МРСК являются неплохим среднесрочным вложением в распределительной комплекс. Исходя из оценки по сумме частей с учетом дисконта, ближайшая цель для обыкновенной акции МРСК Холдинга - \$0.058-0.062 (1.62-1.74 руб.), привилегированной - \$0.046-0.050 (1.3-1.39 руб.).

Ticker	MRKH
Price, \$	\$0.044
Fair Value, \$	-
Upside	-
Recom.	Покупать
52w max	\$0.149
53w min	\$0.015
Market Cap	\$1 786 mln
Free float	32%
PE	n/a
PS	n/a
EV/EBITDA	n/a
PBV	n/a
Div yield, com	n/a
Div yield, pref	n/a



Ирина Филатова

Аналитик

+7 (495) 785 5336

ifilatova@msk.bcs.ru

Любовь Никитина

Ассистент

+7 (495) 785 5336

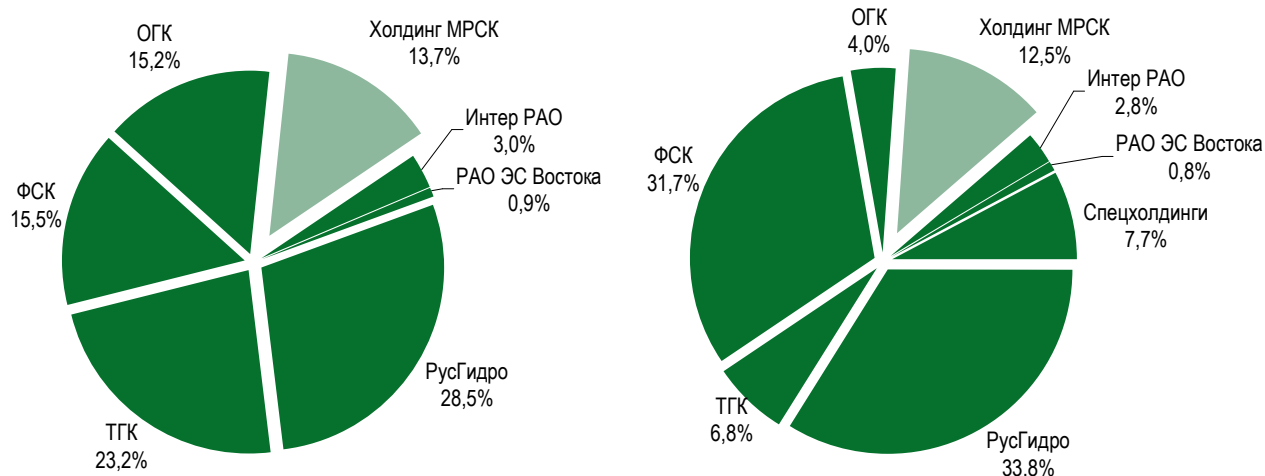
lnikitina@msk.bcs.ru

Холдинг МРСК: недостающее звено

Акции Холдинга МРСК начинают торговаться в котировальном списке В ММВБ

С 9 декабря обыкновенные и привилегированные акции Холдинга МРСК начинают торговаться в котировальном списке В биржи ММВБ. До этого момента бумаги МРСК Холдинг были доступны для сделок только в РТС вне списка. В итоге, инвесторы получили возможность свободно торговать всеми акциями корзины бывшего РАО ЕЭС. По итогам закрытия 8 декабря на бумаги Холдинга МРСК, по нашим оценкам, приходилось 13.7% портфеля РАО ЕЭС для голосовавших «за» и 12.5% портфеля для голосовавших «против» реорганизации. Большая доля по рыночной стоимости только у признанных энергетических «фишек» РусГидро (28.5% и 33.8%) и ФСК (15.5% и 31.7%).

Структура портфеля акций РАО ЕЭС на 09.12.2008 (за и против)



Источник: Bloomberg, РАО ЕЭС, БКС

Холдингу МРСК по силам стать энергетической «фишкой»

Мы полагаем, что Холдинг МРСК займет достойное место в числе лидеров по ликвидности и капитализации среди акций электроэнергетики. Несмотря на не слишком успешные торги в РТС, Холдинг МРСК уже сейчас по капитализации уступает только РусГидро, ФСК и объединенной МОЭСК. Динамика стоимости акций Холдинга МРСК в РТС с августа текущего года хуже рынка. Бумаги холдинга снизились на 72% по сравнению со снижением Индекса РТС на 63%. Помимо непосредственно непростой ситуации на рынке в целом, дополнительное давление на стоимость Холдинга МРСК, по нашему мнению, оказывали факторы небольшой ликвидности при значительном объеме на продажу. Как показала история торгов после реорганизации РАО ЕЭС, инвесторы в акции энергохолдинга прежде всего избавлялись от наиболее весомых в портфеле активов.

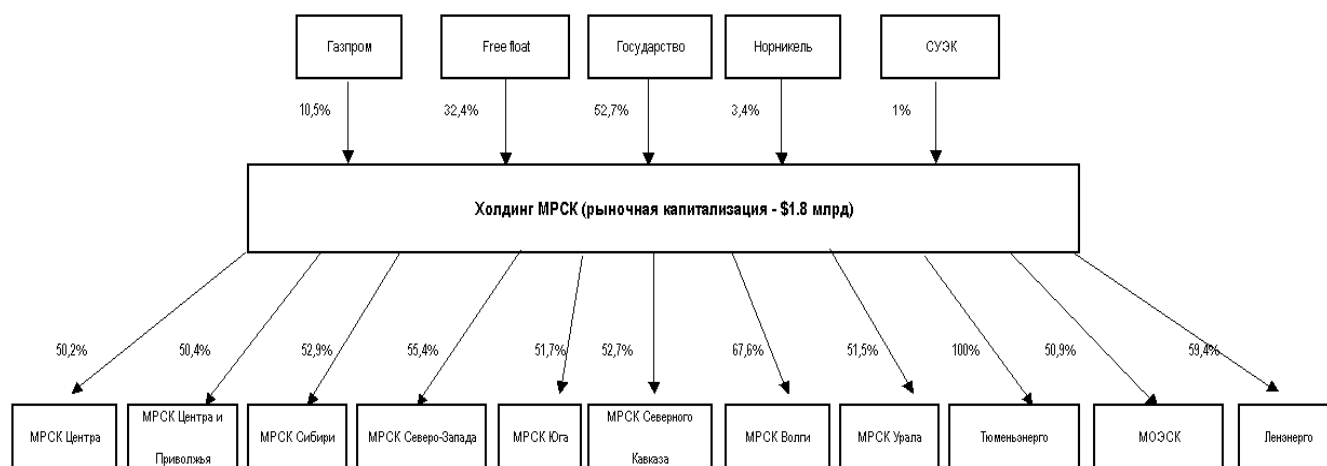
Структура акционеров Холдинга МРСК идентична структуре акционеров бывшего РАО ЕЭС, free float – 30%

Холдинг МРСК выделялся из РАО ЕЭС целиком, следовательно, структура акционерного капитала компании практически идентична структуре акционеров бывшего РАО ЕЭС. На одну акцию РАО ЕЭС при разделении полагалась одна акция Холдинга МРСК. Таким образом, контрольный пакет у государства, крупные доли – у Газпрома, Норникеля и СУЭК.

Обратим внимание инвесторов на то, что у Холдинга МРСК есть как обыкновенные, так и привилегированные акции. Привилегированные акции Холдинга МРСК получили в свои портфели только владельцы привилегированных акций РАО ЕЭС.

Уровень free float Холдинга МРСК составляет примерно 30% уставного капитала, что достаточно для создания высокой ликвидности акций энергокомпаний.

Структура Холдинга МРСК*



*Кубаньэнерго и Томская РК не указаны, так как впоследствии должны быть присоединены к МРСК Юга и МРСК Сибири соответственно

Холдинг МРСК контролирует весь распределительный комплекс

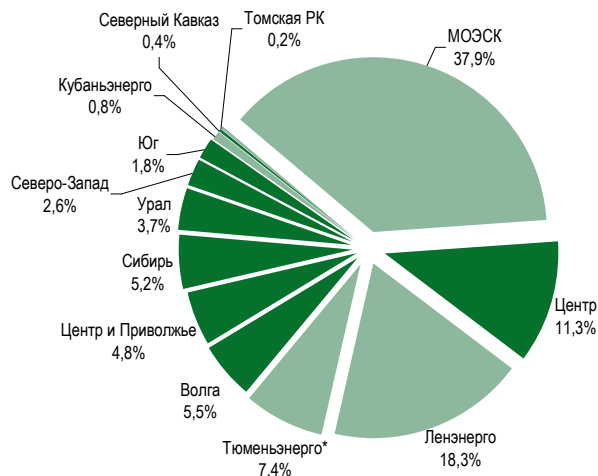
Создание Холдинга МРСК было необходимо для того, чтобы государство сохранило контроль над всеми крупнейшими распределительными сетевыми компаниями (РСК) России. Холдинг МРСК в результате контролирует РСК общей стоимостью более \$6 млрд. В общей сложности в состав МРСК Холдинга входит одиннадцать МРСК, в том числе и крупнейшие Ленэнерго и МОЭСК.

МРСК Холдинг – «сетевое РАО ЕЭС»

Холдинг МРСК будет не только объединяющей компанией для МРСК, но и будет обладать функциями управления МРСК. Таким образом, МРСК Холдинг будет определять единую стратегию всех распределителей. По сути МРСК Холдинг является аналогом РАО ЕЭС, только объединяющем исключительно распределительные активы.

Стоимость Холдинга МРСК может быть оценена по методу суммы частей

Опять же по аналогии с РАО ЕЭС, стоимость Холдинга МРСК может быть определена по методу суммы частей. Единственной неторгуемой компанией в составе Холдинга МРСК является Тюменьэнерго. Стоимость Тюменьэнерго мы оценили, исходя из среднего уровня мультипликаторов EV/S, EV/Electricity Sales и EV/длину линий. По состоянию на 09.12.2008 стоимость Тюменьэнерго может быть оценена в \$520 млн. Вклад каждой МРСК в совокупную стоимость Холдинга МРСК показан на диаграмме.

Вклад МРСК в стоимость Холдинга, %

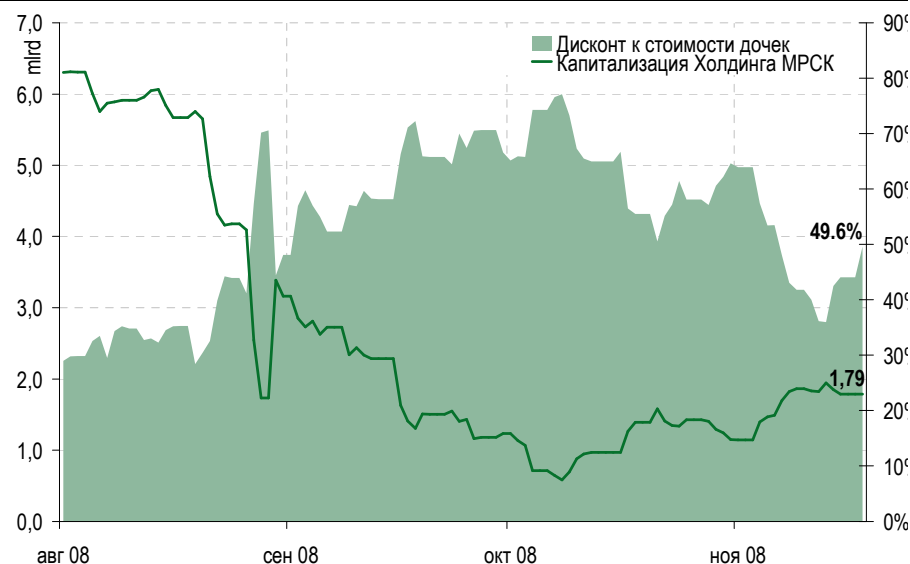
Источник: Bloomberg, данные компаний, БКС

На столичные распредсети приходится более половины стоимости Холдинга МРК

На МОЭСК и Ленэнерго приходится 56% стоимости Холдинга МРСК в соответствии с рыночными котировками. Из объединенных МРСК крупнейшими являются МРСК Центра и МРСК Волги.

Дисконт к стоимости «дочек» - 50%

В настоящий момент капитализация Холдинга МРСК составляет \$1.8 млрд, что не намного больше, чем 50.9% МОЭСК, входящей в состав Холдинга (\$1.4 млрд). Таким образом, дисконт стоимости Холдинга МРСК к стоимости входящих «дочек» - 50%.

Динамика акций Холдинга МРСК (\$млрд) и дисконта к стоимости «дочек» (%)

Источник: Bloomberg, компании, РТС, БКС

Дисконт 50% слишком высок

На наш взгляд, дисконт в 50% неоправданно высок даже при текущих рыночных условиях. Мы полагаем, что в данном случае справедливым уровнем дисконта является уровень 25-30% к сумме частей. Если исходить из этого предположения, то справедливый уровень капитализации Холдинга МРСК находится на уровне как минимум \$2.48-2.66 млрд.

Ближайшая цель по акциям Холдинга МРСК – на 30% выше текущего уровня в РТС

В пересчете на одну обыкновенную акцию, ближайшая цель по обыкновенным бумагам Холдинга МРСК - **\$0.058-0.062** (1.62-1.74 руб.), привилегированным - **\$0.046-0.050** (1.3-1.39 руб.). В условиях нехватки сведений для оценки дисконта привилегированной акции мы использовали «традиционный» дисконт в 20%. 10% - потеря права голоса и 10% - потеря ликвидности относительно обыкновенной акции.

Первые дни торгов обещают быть высоко волатильными

Мы ожидаем, что первые дни торгов по акциям Холдинга МРСК на ММВБ могут быть весьма волатильными. Не исключена и некоторая коррекция в связи с тем, что не все желающие имели возможность реализовать бумаги Холдинга в РТС. В этот момент мы рекомендуем инвесторам обратить повышенное внимание на ход торгов и использовать возможные ценовые «провалы» для покупок.

Холдинг МРСК – неплохая инвестиция на средний срок

Как мы уже отметили, Холдинг МРСК представляет распределительный комплекс в целом и поэтому может являться хорошей альтернативой отдельным МРСК хотя бы из соображений фактора ликвидности и уровня капитализации. Обратим внимание, что после выхода на ММВБ акции Холдинга МРСК могут быть включены в расчеты биржевых Индексов, что окажет дополнительную поддержку рынку акций.

Помимо потенциального сужения дисконта с 50% до 25-30%, нельзя не отметить, что пока что распределительный комплекс совсем не учел в своей стоимости такой фактор, как переход на новую тарифную политику. *Переход на RAB – важнейший фактор роста капитализации отдельных МРСК и Холдинга МРСК в целом.*

МРСК могут выйти из кризиса с относительно небольшими потерями

Несомненно, финансовый кризис затронет и распределительные сетевые компании. Это отразится и на стоимости заимствований, и на динамике выручки, и на объеме инвестиционной программы. Однако МРСК, во-первых, не брали на себя инвестиционных обязательств, следовательно, могут легко корректировать программы под реальные потребности экономики. Во-вторых, новая система тарифного регулирования учитывает возможные отклонения фактических показателей от прогнозных и компенсирует их в следующем периоде регулирования. Наконец, государство вряд ли будет слишком сильно ограничивать тарифы МРСК, так как МРСК – единственные компании, которые при разделе РАО ЕЭС не получили денежные средства для реализации инвестиционных программ.

Аналитический отдел

+7 495 785 5336

Макс Шеин
Руководитель отдела
Нефть и газ, нефтехимия
bnit@msk.bcs.ru

Ирина Филатова
Электроэнергетика
ifilatova@msk.bcs.ru

Денис Мухин
Банки, телекомы
dmuhin@msk.bcs.ru

Михаил Сайно
Химия, транспорт
msayno@msk.bcs.ru

Олег Петропавловский
Металлургия
opetropavlovskiy@msk.bcs.ru

Екатерина Кравченко
Нефть и газ, медиакомпания
ekravchenko@msk.bcs.ru

Татьяна Бобровская
Пищепром, розница, потребительские товары
tbobrovskaya@msk.bcs.ru

Ирина Пенкина
Младший аналитик
ipenkina@msk.bcs.ru

Андрей Полищук
Нефть и газ
apolishuk@msk.bcs.ru

Севастьян Козицын
Машиностроение
skoziysyn@msk.bcs.ru

Любовь Никитина
Ассистент
lnikitina@msk.bcs.ru

Михаил Нестеров
Аналитик
mnestrov@msk.bcs.ru

Светлана Макеева
Корректор
smiheeva@msk.bcs.ru

Екатерина Левченко
Переводчик
ellevchenko@msk.bcs.ru

Торговля и работа с клиентами

+7 495 785 5336

Евгений Старцев
estartsev@msk.bcs.ru

Ольга Карельская
karelyva@msk.bcs.ru
+7 495 755 9290

Павел Васев
pvasev@msk.bcs.ru
+7 495 380 1595

Антон Манаев
amanev@msk.bcs.ru

Антон Клецкий
akletskiy@msk.bcs.ru

Ирина Саченко
isachenko@msk.bcs.ru

Евгений Тупикин
etupikin@msk.bcs.ru

Дэн Рапопорт
dandr@bcs.ru

Артем Спасский
aspasskiy@bcs.ru

Олег Байков
obaykov@bcs.ru

Давид Сиракян
davidsr@bcs.ru

Генри Карпин
hkarpin@bcs.ru

Дмитрий Воронов
dvoronov@bcs.ru

Слава Енин
svenin@bcs.ru

Глеб Шапортов
gshaportov@bcs.ru

Марат Юнусов
myunusov@bcs.ru

Руслан Амонов
ramonov@bcs.ru

Ринат Темербеков
rinat@bcs.ru



Настоящий материал был подготовлен аналитическим департаментом ООО «Компания Брокеркредитсервис» (далее – Компания). Представленные в документе мнения выражены с учетом ситуации на дату выхода материала. Компания оставляет за собой право вносить или не вносить в данный материал изменения без предварительного уведомления. Документ носит исключительно ознакомительный характер; он не является предложением или советом по покупке либо продаже ценных бумаг и не должен рассматриваться как рекомендация подобного рода действий. Приведенная информация и мнения составлены на основе публичных источников, которые признаны надежными, однако за достоверность предоставленной информации ООО «Компания Брокеркредитсервис» ответственности не несет. Принимая во внимание вышесказанное, не следует полагаться исключительно на содержание данного документа в ущерб проведению независимого анализа. Компания, ее аффилированные лица и ее сотрудники не несут ответственности за использование данной информации, за прямой или косвенный ущерб, наступивший вследствие использования данной информации, а также за ее достоверность. Компания осуществляет свою деятельность в Российской Федерации. Данный материал может использоваться инвесторами на территории РФ при условии соблюдения российского законодательства. Использование публикации за пределами Российской Федерации должно подчиняться законодательству той страны, в которой оно осуществляется. Компания обращает внимание, что инвестиции в российскую экономику и операции с ценными бумагами связаны с риском и требуют соответствующих знаний и опыта. Распространение, копирование и изменение материалов Компании не допускается без получения предварительного письменного согласия Компании. Дополнительная информация предоставляется на основании запроса.

© 2008 ООО «Компания Брокеркредитсервис». Все права защищены.