

# Распределительные сети

Внимание, консолидация!

18 Марта 2008



**Ирина Филатова**

Аналитик

+7 (495) 785 5336

[ifilatova@msk.bcs.ru](mailto:ifilatova@msk.bcs.ru)

## Инвестиционное заключение

На апрель-май 2008 года запланировано объединение многочисленных АО-энерго в 11 межрегиональных распределительных сетевых компаний (МРСК). Крупные МРСК имеют ряд преимуществ с точки зрения управления и финансовых возможностей, а также перспектив развития рынка акций. Мы рекомендуем инвесторам участвовать в консолидации МРСК, считая, что акции большинства АО-энерго и впоследствии МРСК обладают потенциалом роста. Мы пересмотрели ценовые уровни по акциям РСК в связи с публикацией коэффициентов конвертации и изменившейся рыночной ситуацией.

**Распределительные сети – второй по величине бизнес РАО ЕЭС после тепловой генерации.** Рыночная капитализация распределительного сектора России превышает \$20 млрд, уступая только тепловой генерации. Более того, распределение электроэнергии довольно рентабельный бизнес. Операционная рентабельность сектора распределителей составила по итогам 1 полугодия 2007 года 12.8%. Более прибыльным бизнесом РАО ЕЭС является только передача энергии по магистральным сетям. На наш взгляд, распределительные сетевые компании как минимум сохраняют довольно высокий уровень эффективности в среднесрочной перспективе.

**Практически ни один фактор роста для АО-энерго не реализован.** Мы видим несколько потенциально положительных факторов для роста стоимости АО-энерго. Это консолидация, переход на RAB и сбор запланированного объема платы за технологическое присоединение к сетям. К началу 2008 «брать свое» начинает только фактор объединения. Подчеркнем, что реализация остальных факторов никуда не исчезает, а только отодвигается в сроках (за исключением разве что платы за присоединение). Переход на RAB состоится в 2010 году (кроме МРСК Урала – с 1 июля 2008 года), об итогах подключения новых абонентов можно будет судить по пока неизвестным итогам 2007 года.

**В чем плюс формирования МРСК?** Во-первых, это возможность объединения в крупные компании. Это позволит более эффективно управлять ресурсами, а также привлекать финансовые ресурсы в большем объеме для реализации инвестиционных программ. Кроме того, консолидация даст инвесторам относительно ликвидные акции и большую капитализацию объединенных компаний. Каждая МРСК в среднем имеет капитализацию \$1.6-2 млрд по сравнению с \$150-250 млн – у АО-энерго. Среднедневной оборот РСК измеряется тысячами долларов, соответственно, у МРСК речь может идти уже о миллионах долларов (см. Приложение 1).

**Риск инвестирования в МРСК – сдерживание тарифов.** Основным риском вложений в акции МРСК мы считаем возможность сдерживания тарифов на передачу электроэнергии. Для МРСК любое ограничение станет «критичным», учитывая, что МРСК – единственные компании, которые в ходе реформы РАО ЕЭС не получили «живые» деньги для реализации инвестиционных программ.

**Мы консервативно подошли к оценке МРСК.** Во-первых, мы оценили восстановительную стоимость строительства сетей РСК, скорректировав ее на износ основных фондов. Во-вторых, мы использовали сравнительный метод оценки с использованием мультипликаторов EV/Electricity Sales и EV/Length (длина линий). Сравнительный метод в «чистом виде» показал очень сильную недооцененность российских РСК, поэтому для нахождения справедливого для каждой МРСК мультипликатора мы использовали обоснованные дисконты. Кроме того, мы отказались от учета в оценке РСК платы за подключение, так как для большинства МРСК объем этой платы не превышает 10% от стоимости инвестиционной программы. *Даже несмотря на все «вычеты» акции АО-энерго и МРСК обладают значительным потенциалом роста. Мы рекомендуем большинство бумаг РСК к покупке с потенциалом роста 30-110% (см. Приложение 2).*

### Наши фавориты:

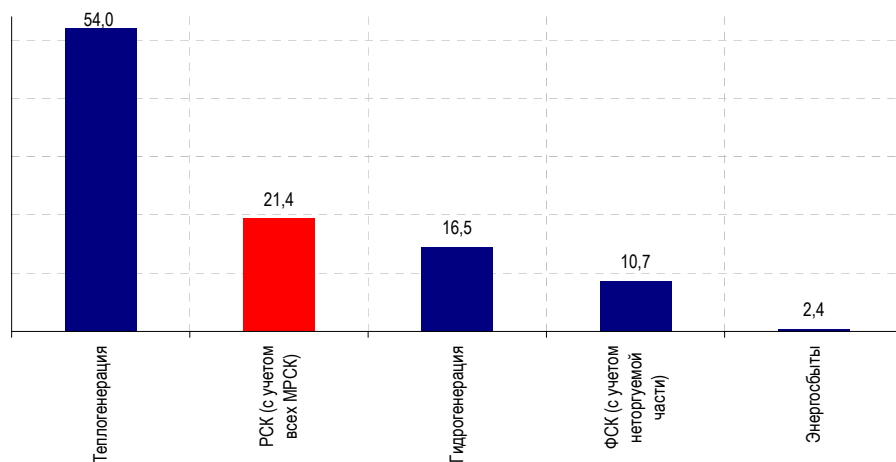
Компания	Target, \$:	Потенциал роста, %
<b>МРСК Центра</b>		
BREN	18.9	+68%
YARE	14.2	+65%
TAEN	0.07	+63%
<b>МРСК Северо-Запада</b>		
PSEN	2.73	+108%
VOLE	31.7	+105%
ARHE	0.12	+105%
<b>МРСК Юга</b>		
RTSE	0.2	+101%
KUBE	69.0	+100%
VGEN	2.53	+98%
<b>МРСК Урала</b>		
PMNG	18.7	+53%
SVER	1.66	+60%
CHNG	0.12	+54%
<b>МРСК Сибири</b>		
CHIE	0.065	+51%
TORS	0.049	+49%
OMNG	77.7	+48%
<b>МРСК Волги</b>		
VMRK	0.097	+60%
MREN	0.1	+56%
PNZE	1.28	+43%
<b>МРСК Северного Кавказа</b>		
DGEN	0.035	+83%
STRG	0.25	+70%

## Распределительные сети: вторые после генерации

**Рыночная стоимость всех РСК превышает \$20лрд**

Распределительный сетевой комплекс РФ – один из самых крупных сегментов бизнеса РАО ЕЭС. Общая рыночная капитализация всех РСК превышает \$20лрд. По этому показателю распределительные сети уступают только генерации (ОГК, ТГК и ГидроОГК). Доля РСК в совокупной капитализации российской электроэнергетики составляет 20%. Мы полагаем, что инвесторы незаслуженно «забывают» про это сектор.

### Капитализация секторов энергетического сектора, \$млрд

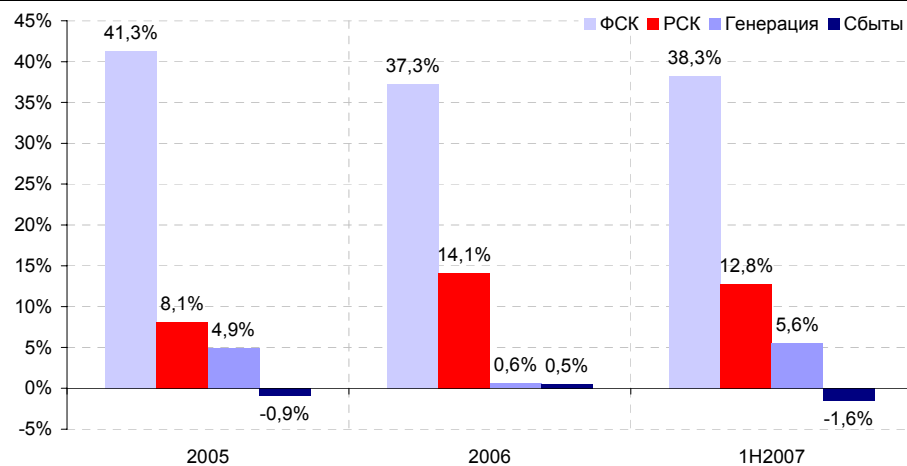


Источник: ММВБ, РТС, оценка БКС

**РСК «хорошо» считают тариф**

Несмотря на то, что тарифы для всех энергетических компаний считаются по методу «затраты-плюс», операционная рентабельность распределительных сетевых компаний выше, чем у генерации и сбытов. По итогам первого полугодия 2007 года распределение электроэнергии по эффективности уступило только передаче по магистральным ЛЭП. Операционная рентабельность РСК составила 12,8% по сравнению с 38,3% - у ФСК, 5,6% - у генерации и -1,6% - у энергосбытовых компаний.

### Операционная рентабельность энергокомпаний, %



Источник: РАО ЕЭС, расчет БКС

**Относительно высокая рентабельность РСК сохранится и в будущем**

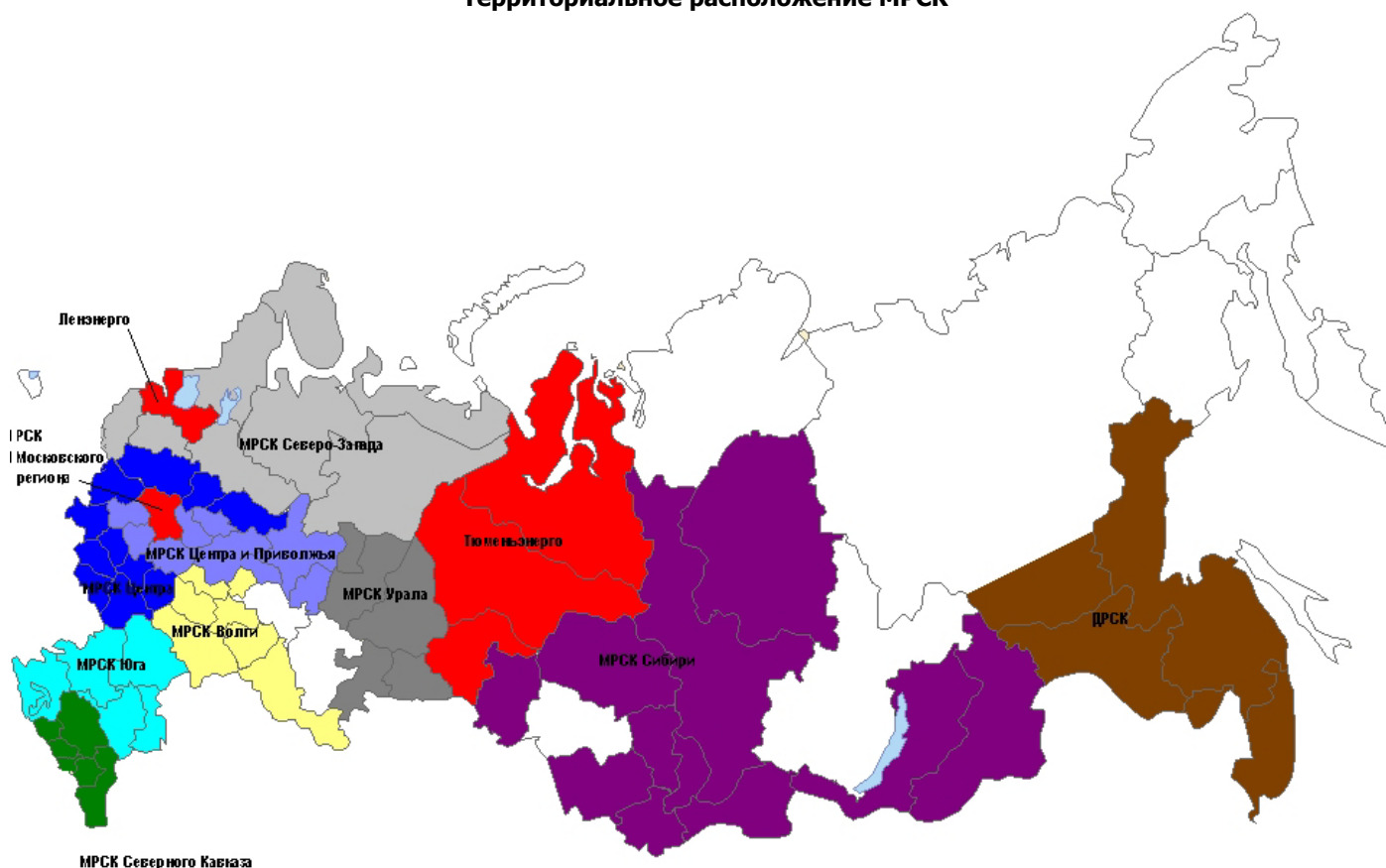
Мы полагаем, что текущие показатели рентабельности распределительных сетевых компаний как минимум сохранятся на перспективу ближайших нескольких лет. А с 2010 года все РСК перейдут на новую систему тарифного

регулирования RAB, что позволит РСК еще более повысить собственную эффективность. С 1 июля 2008 года на RAB должна перейти МРСК Урала, что приведет к серьезному повышению финансовых показателей этой МРСК. Сейчас в тариф РСК закладывают определенный уровень рентабельности, который начисляется на расчетный уровень затрат РСК. RAB предполагает, что регулировать будет процент на вложенный капитал. Вложенный капитал в данном случае рассчитывается как сумма акционерного капитала и долгосрочных обязательств. Такой подход должен стимулировать РСК к инвестированию в собственные активы, а также к снижению операционных издержек.

### Распределением энергии «ведает» 12 компаний

Реформирование распределительного сетевого сектора пока что не завершено. По итогам консолидации распределением электроэнергии должны «заведовать» двенадцать межрегиональных распределительных сетевых компаний (МРСК). Они объединяются на основе АО-энерго, за которыми осталась функция распределения энергии после дробления энергокомпаний по видам бизнеса. На текущий момент сформирована Дальневосточная распределительная сетевая компания (ДРСК), входящая в состав ДЭК. Кроме того, останутся «независимыми» от МРСК Тюменьэнерго, Ленэнерго и РСК Московского региона. Сразу отметим, что мы не рассматриваем «столичные» РСК, Тюменьэнерго и ДРСК в нашем обзоре, сосредоточившись на процессе объединения многочисленных АО-энерго.

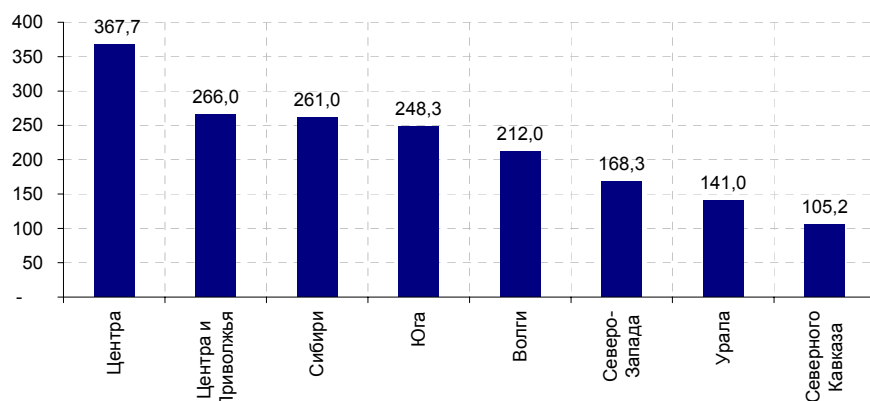
### Территориальное расположение МРСК



### Консолидация намечена для восьми МРСК

В апреле-мае распределительный сетевой комплекс РФ примет почти окончательные очертания. К этому моменту должна быть завершена консолидация восьми МРСК: Центра и Приволжья, Центра, Северо-Запада, Волги, Юга, Северного Кавказа, Урала и Сибири. Совокупная длина ЛЭП этих компаний – 1,7 млн км, через сети восьми МРСК проходит половина всей вырабатываемой в России электроэнергии.

*Источник: данные компаний*

**Длина ЛЭП МРСК в 2006 году, тыс. км**

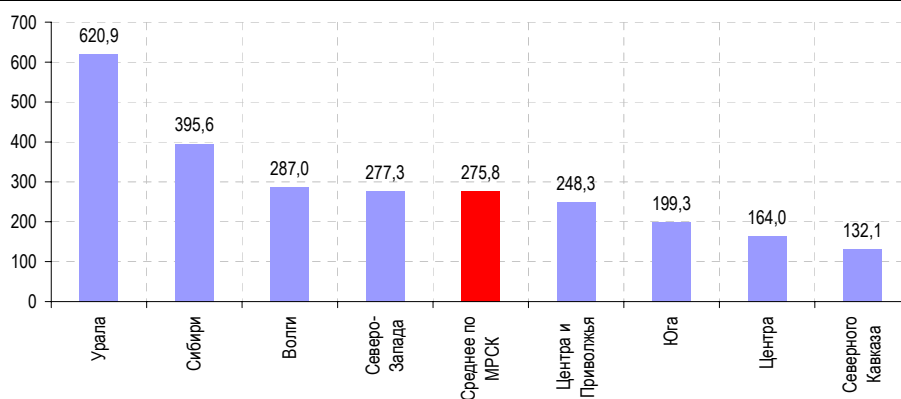
Источник: данные компаний

**Длина линий МРСК измеряется тысячами километров...**

В процессе реформирования за АО-энерго были «оставлены» линии электропередач и подстанции напряжением от 0,4 кВ до 110 кВ включительно. Эти линии «в ответе» за доведение произведенной электроэнергии до средних и мелких потребителей. В среднем длина линий всех напряжений одной МРСК колеблется от 100 до 300 тыс. км. Рекордсмен по длине линий - МРСК Центра, владеющая 367,7 тыс. км.

**...что не всегда на пользу**

Важным показателем, характеризующим оправданность длины линий, является отношение полезного отпуска МРСК к длине линий. Иными словами, сколько киловатт-час электроэнергии проходит через сети той или иной РСК. Как видно из графика, построенного для всех МРСК, в среднем этот показатель составляет 275,8 тыс. кВт.ч на каждый километр линий.

**Отношение полезного отпуска электроэнергии МРСК к длине линий, тыс. кВт.ч/км**

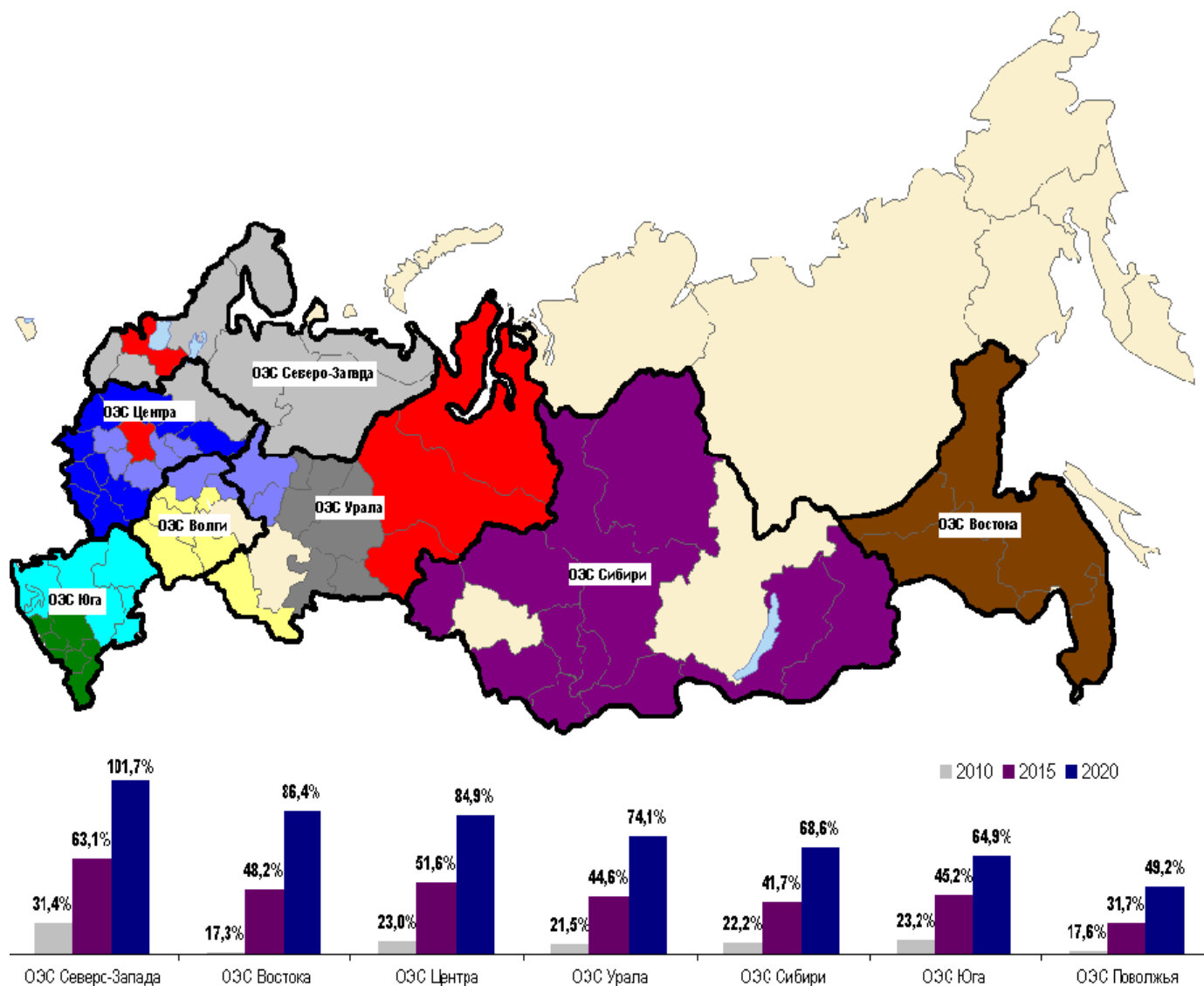
Источник: данные компаний, расчит БКС

**К 2010 году МРСК могут значительно увеличить число проходящей через сети энергии**

МРСК Центра, владеющая наибольшим количеством линий среди МРСК, пропускает в год только 164 тыс. кВт.ч энергии, что характеризует мощности компании как недозагруженные. Большая длина линий требует больших инвестиционных вложений, причем как текущих, так и на перспективу. Кроме того, небольшое количество проходящей энергии может свидетельствовать о высоком уровне потерь в энергосетях. Так, МРСК Северного Кавказа «теряет» более 20% от полезного отпуска энергии. Мы рекомендуем инвесторам присмотреться к компаниям, которые смогут нарастить загруженность сетей, благодаря более быстрому, чем у других, росту энергопотребления. Недавно Правительство РФ приняло Генеральную схему размещения энергообъектов на период до 2020 года. В ее основе лежит прогноз роста энергопотребления в целом по России на уровне 5,2% с 2006 до 2010 года. После этого периода до

2020 года ожидается, что энергетические «аппетиты» российской экономики будут увеличиваться на 4.2-4.5% в год. Самыми «растущими» регионами до 2010 года в зоне «доступа» МРСК, согласно Схеме, являются ОЭС Северо-Запада, ОЭС Юга, ОЭС Центра, ОЭС Урала. Уровень потребления в этих регионах должен возрасти более чем на 20% до 2010 года. Таким образом, с точки зрения перспектив роста потребления, наиболее интересны МРСК Центра, Центра и Приволжья, МРСК Северо-Запада, МРСК Юга. Прогноз устойчивого роста энергопотребления – один из факторов роста акций МРСК в среднесрочной перспективе.

**Схема расположения МРСК относительно ОЭС регионов и темпы роста энергопотребления по ОЭС до 2020 года по сравнению с 2006 годом**



Источник: РДУ, Генеральная Схема расположения энергообъектов до 2020 года

**Каким образом МРСК смогут удовлетворить растущие потребности в энергии?**

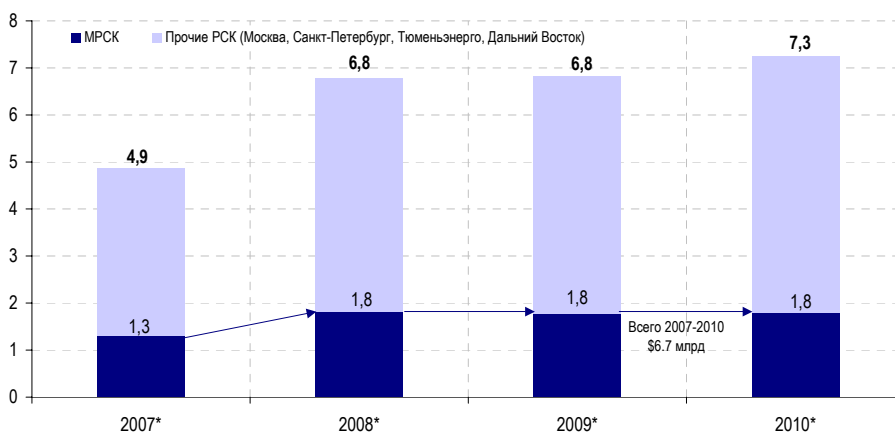
Несомненно, утвержденная Генеральная Схема расположения энергообъектов до 2020 года напрямую касается и МРСК, требуя многомиллиардных вложений во все сектора российской электроэнергетики для удовлетворения растущего спроса на киловатт-часы и мегаватты. Механизм привлечения инвестиций в отрасль различен для генерирующих и сетевых компаний. Так, ОГК и ТГК получили инвестиционные ресурсы за счет продажи дополнительной эмиссии

### Инвестиционная программа МРСК до 2010 года - \$6.7 млрд

частным инвесторам. На сегодняшний день к вложению в новые энергоблоки «готово» более \$10 млрд. ФСК и ГидроОГК получают инвестиционные средства от продажи так называемых государственных долей. «Цена вопроса» - еще \$16 млрд.

Если рассматривать весь российский распределительный сетевой комплекс, то на его обновление и расширение требуется \$25.8 млрд на период 2007-2010 годов. Из этого числа непосредственно на восемь объединяемых МРСК приходится \$6.7 млрд. В среднем МРСК должны инвестировать \$1.8 млрд в год.

#### План капитальных вложений российских РСК на 2007-2010 гг, млн \$.

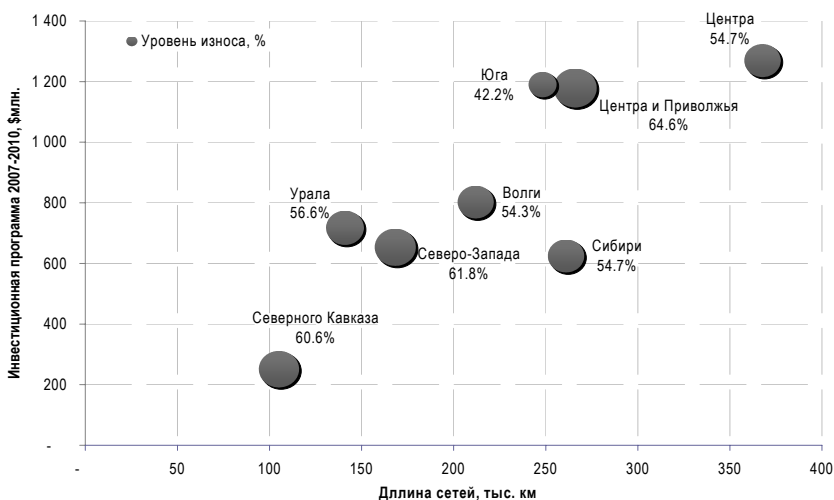


Источник: ФСК

### Инвестиционная программа МРСК: чем длиннее, тем больше

Российская электроэнергетика в течение многих лет испытывала дефицит инвестиций. РСК здесь, конечно, не исключение. Уровень физического износа основных средств в среднем выше 55%, а для некоторых компаний (МРСК Центра и Приволжья) перевалил за отметку 60%. Обратим внимание, что это уровень износа, полученный из отчетности энергокомпаний. Скорее всего, фактические данные по износу еще менее оптимистичные. Считается, что оптимальный уровень износа основных фондов должен находиться на уровне 45-50%. Мы полагаем, что только успешная реализация всего объема инвестиционной программы МРСК к 2010 году позволит российским РСК снизить уровень износа до оптимального значения. Отметим, правда, что объем инвестпрограммы той или иной МРСК зависит больше от длины сетей в собственности, нежели от их изношенности. Зависимость объема инвестпрограммы МРСК от длины сетей и уровня износа показана на графике.

#### Зависимость объема инвестиционной программы МРСК от длины сетей и износа основных средств

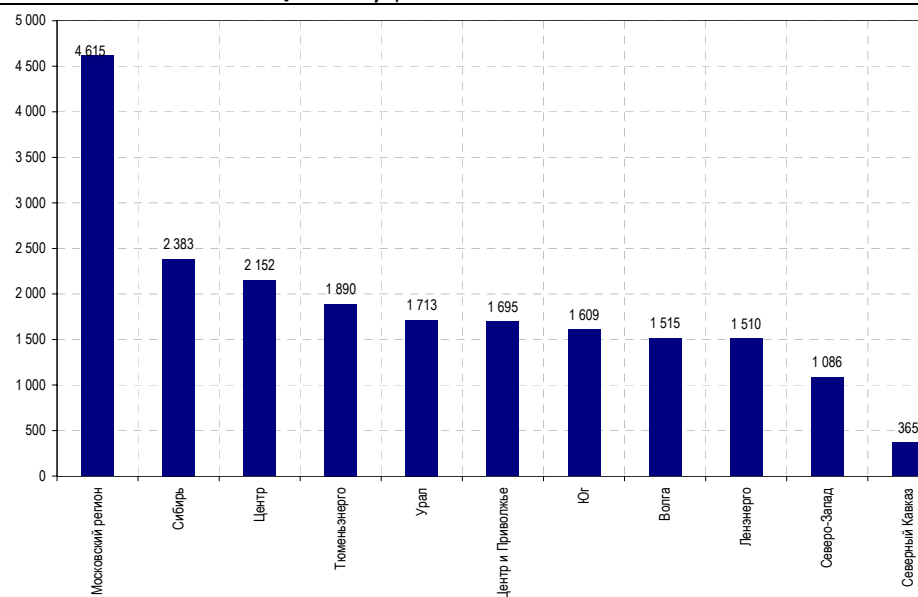


Источник: данные компаний

**«Средний» объем инвестиционной программы МРСК – около \$1 млрд до 2010 года**

В среднем объем инвестиционной программы МРСК на период 2007-2010 годов находится в районе \$1 млрд. Самая небольшая программа у МРСК Северного Кавказа - \$250 млн. Больше всех на обновление и расширение активов придется потратиться МРСК Центра - \$1.27 млрд до 2010 года. Если сравнивать уровень капитальных вложений МРСК с их рыночной капитализацией, то выходит, что планируемый уровень инвестиций составляет значительный процент от текущей стоимости энергокомпаний. К примеру, объем инвестпрограммы МРСК Северного Кавказа соответствует 68% от текущей рыночной стоимости. Реализация инвестиционных программ будет приводить к росту стоимости активов МРСК.

**Рыночная капитализация РСК, \$млн**



Источник: Bloomberg, оценка БКС

**Потенциальный негатив для МРСК – более низкий фактический уровень передачи электроэнергии**

Весь амбициозный инвестиционный план энергетики, именуемый ГОЭЛРО-2, построен на довольно оптимистических (на наш взгляд) прогнозах роста энергопотребления. Как мы уже отмечали, в Генсхеме размещения энергообъектов заложен ежегодный рост потребления на уровне выше 5% (базовом варианте). Пример 2007 года показал, что этот прогноз пока не сбывается: вместо запланированных 4.2% мы увидели вдвое меньший рост энергопотребления в 2.1%. Для МРСК относительно невысокий рост потребления означает меньшую выручку при в принципе том же объеме инвестиционных вложений. Ведь, значительная часть капитальных вложений МРСК должна быть направлена на модернизацию существующих мощностей. С другой стороны, нельзя не отметить, что существующий рост потребления с большой мере обусловлен ростом не в промышленном секторе, а в секторе населения и прочих потребителей (например, торговых центров). Именно эти потребители – целевая группа МРСК.

**Крупные потребители – объект «борьбы» ФСК и МРСК**

Очень крупные потребители, как правило, подключаются напрямую к магистральным сетям электропередачи, то есть к сетям ФСК. Подчеркнем, что промышленные предприятия подключают и к сети 110 кВ – каждый подобный проект строго индивидуален. Если ФСК продолжит управлять МРСК еще на протяжении двух-трех лет, то это может вызвать конфликт интересов. В результате, ряд «спорных» крупных потребителей может быть подключен в обход МРСК соответственно в пользу ФСК.

**МРСК не получают «живых» денег для инвестирования**

МРСК – единственный бизнес РАО ЕЭС, который не получит денежные средства для реализации инвестиционной программы. Помимо «традиционного» заимствования, предполагалось, что для привлечения инвестиций в отрасль

будет изменена система тарифного регулирования, а также введена плата за технологическое присоединение к энергосетям. На ожиданиях «новшеств» стоимость акций РСК довольно серьезно росла на протяжении 1 полугодия 2007 года.

**Плата за подключение сильно разнится по регионам**

Многие РСК ввели плату за технологическое присоединение к сетям давно – в конце 2006 года. Однако пока что энергокомпании не спешат раскрывать итоги сборы этой платы. По сути плата за подключение – бесплатное для РСК финансирование части инвестпрограммы по расширению сети за счет потребителя. В стоимость подключения одного кВт мощности включаются затраты сетевой компании по физическому присоединению нового абонента к сети, а также затраты на расширение других участков сети (например, подстанций) в местах наибольшего дефицита. Это привело к тому, что тариф на подключение новых потребителей чрезвычайно разнится от региона к региону. К примеру, в столичных энергосетях в плату за подключение включается дополнительное наращивание сетей всех классов напряжений. В результате этого, стоимость подключения одного киловатта доходит до 42 тыс. руб. В ряде регионов в плату за подключение включается только инвестиционная составляющая для сетей 6-10 кВ (например, Астраханьэнерго, Колэнерго), что «дает» стоимость подключения в размере 6-8 тыс. руб за киловатт.

**Законодательные поправки могут привести к снижению стоимости подключения**

В конце 2007 года Правительство внесло поправки в ряд законодательных актов в сфере электроэнергетики. В числе прочего, РСК разрешено до 2011 года включать в плату за присоединение только затраты, касающиеся физического присоединения нового абонента. То есть ни о каком расширении мощностей за счет потребителя речи быть не может. Мы полагаем, что поправки приведут к снижению тарифов на присоединение потребителей к сетям РСК. Больше других от нововведений пострадают столичные РСК: Ленэнерго, МОЭСК и МГЭСК.

**Для МРСК риск снижения платы за присоединение не так опасен**

Львиная доля платы за подключение достанется МОЭСК, МГЭСК и Ленэнерго. Таким образом, для рассматриваемых нами МРСК риск снижения тарифов за подключение несущественен. На «всякий случай» мы исключили этот фактор из расчета справедливой стоимости МРСК. Согласно прогнозам ФСК, доля платы за подключение в выручке МРСК на 2007 год составляет всего 2%. Если включить и столичные РСК, то доля этой статьи доходов вырастает до 13%, что все равно не так много.

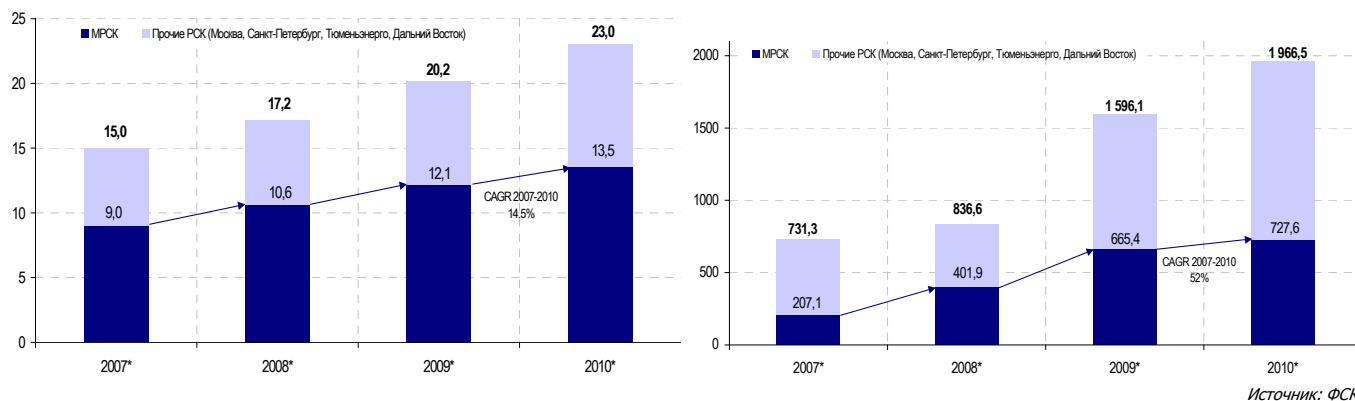
**Значительный инвестиционный ресурс даст МРСК переход на RAB**

Если исключить плату за подключение, то в условиях существующего тарифного регулирования «затраты плюс» основным источником реализации инвестиционной программы остаются собственные и заемные средства. Хорошей «подмогой» для МРСК должен стать переход на новую систему тарифного регулирования RAB. Первоначально планировалось, что все МРСК перейдут на RAB уже с 2009 года. Однако фактически решение по переходу на RAB с 1 июля 2008 года принято для МРСК Урала. Тарифы всех остальных МРСК будут считаться по-новому только с 2010 года.

**Несмотря на отсрочку RAB прогноз показателей МРСК выглядит неплохо**

Отметим, что переход на RAB должен одномоментно повысить показатели выручки и прибыли МРСК. Впрочем, даже без ввода новой системы тарифного регулирования темпы роста доходов и чистой прибыли МРСК будут весьма стабильными. Стабильность бизнеса РСК – один из существенных плюсов инвестирования в акции этих компаний. В среднем рост выручки по МРСК до 2010 года запланирован на уровне 14.5%, чистой прибыли – на 52%.

### Прогноз выручки (млрд руб.) и чистой прибыли (млн руб.) РСК, 2007-2010



#### Риск – сдерживание уровня тарифов МРСК

Риск инвестирования в акции МРСК кроется, по нашему мнению, в потенциальном сдерживании тарифов на передачу электроэнергии. Либерализация рынка, особенно с учетом запланированного роста цен на топливо, приведет к очень значительному темпу роста цен на производство электроэнергии. По нашим оценкам, до 2011 года темпы роста стоимости электроэнергии на ОРЭ могут достигать 15-20% ежегодно. Это обусловлено не только повышением цен на газ и уголь, но и дефицитом мощностей в условиях роста потребления. Основные вводы по инвестпрограмме РАО ЕЭС намечены на 2010-2011 года. До этого российская экономика фактически будет «работать» на старых мощностях, за исключением некоторых регионов.

Государство с 2011 года не будет иметь возможности контролировать цены на ОРЭ, однако вполне может ограничить тарифы сетевых компаний (ФСК и МРСК). И все же мы полагаем, что ограничения больше всего коснутся именно ФСК, а не МРСК. Как мы уже отмечали, МРСК не получают в результате реформы «живых» денег для нового строительства. Даже плата за подключение с учетом законодательных поправок не может включать в себя затрат по расширению сетей и подстанций.

## Как реформируется сектор РСК

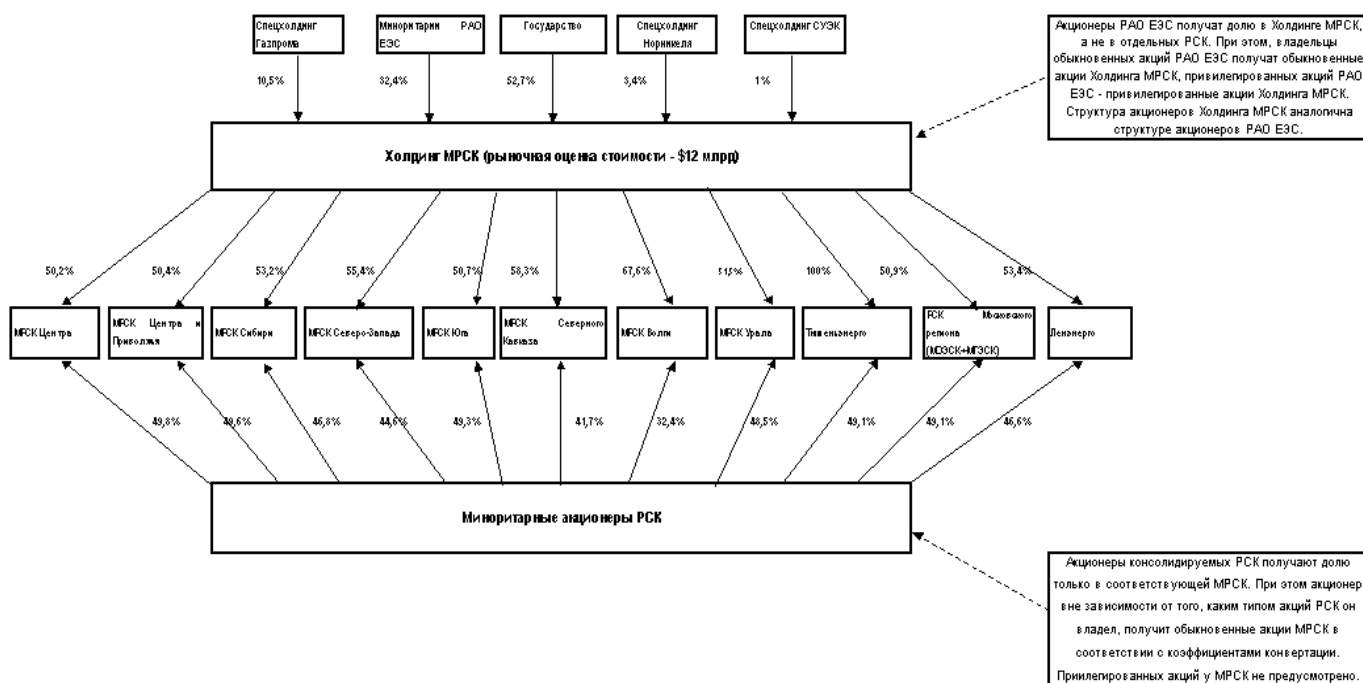
### МРСК выделятся из РАО ЕЭС «вместе»

Как мы уже отметили, все распределительные сети РФ должны быть консолидированы в одиннадцать МРСК (кроме РСК Дальнего Востока, входящей в ДЭК). Акционеры РАО ЕЭС при ликвидации энергохолдинга не получат доли в каждой из этих МРСК.

### Сети распределили в Холдинг МРСК

Для выделения из РАО ЕЭС запланировано создание Холдинга МРСК. Дело в том, что распределительные сетевые компании пока не будут приватизированы, следовательно, после ликвидации РАО ЕЭС у государства должен остаться контроль над всеми распределительными сетевыми компаниями. Образование холдинга с контрольными долями в каждой из МРСК позволит обеспечить государству контроль над РСК. Структура Холдинга МРСК представлена на схеме.

### Состав Холдинга МРСК



### Структура акционеров Холдинга МРСК идентична структуре капитала РАО ЕЭС

Структура акционеров Холдинга МРСК будет аналогичной структуре акционеров самого РАО ЕЭС на момент разделения (напомним, что окончательно реестр акционеров энергохолдинга закрывается 6 июня). Иными словами, держатель 1% обыкновенных акций РАО ЕЭС «на выходе» получит 1% обыкновенных акций Холдинга МРСК. Подчеркнем, что для Холдинга МРСК предусмотрены привилегированные акции, в то время как непосредственно у МРСК их не будет.

### Рыночная стоимость Холдинга МРСК – около \$12 млрд

С учетом долей РАО ЕЭС в МРСК после консолидации, рыночная стоимость выделяемого Холдинга МРСК – около \$12 млрд, то есть 17,6% стоимости РАО ЕЭС. Мы оцениваем справедливый уровень капитализации Холдинга МРСК на уровне более чем \$16 млрд. Наибольший вес в структуре Холдинга МРСК занимают РСК Москвы, Тюменьэнерго (20% и 16% соответственно). Исследуемые нами МРСК в среднем «дают» 7-9% в итоговую капитализацию Холдинга МРСК.

**Доля МРСК в стоимости Холдинга МРСК**

Источник: Bloomberg, оценка БКС

**Покупка АО-энерго позволит инвестору войти в капитал не всех МРСК, а только желаемой**

Покупая АО-энерго, инвестор получает долю не в МРСК Холдинге, а только в желаемой МРСК. По нашим оценкам, рыночная премия за консолидацию активов составляет 15-20%. Консолидация МРСК, по нашему мнению, один из наиболее сильных факторов роста стоимости РСК (АО-энерго) сейчас.

**Консолидация – сильный фактор роста акций АО-энерго**

В результате объединения образуются компании с капитализацией \$1.5-2 млрд по сравнению с \$150-300 млн у АО-энерго. Консолидация даст инвесторам относительно ликвидные акции. Среднедневной оборот РСК измеряется тысячами долларов, соответственно, у МРСК речь может идти уже о миллионах долларов (см. Приложение 1). Кроме того, более крупная компания сможет эффективнее управлять ресурсами, а также привлекать финансовые ресурсы на относительно выгодных условиях.

**Консолидация МРСК запланирована на март-май 2008 года**

МРСК Центра и Приволжья уже «ушла» на консолидацию 1 марта 2008 года. Все остальные компании, кроме МРСК Урала, консолидируются 1 апреля. Уральские РСК объединяются с 1 мая.

**Дата консолидации МРСК**

Компания	Предполагаемая дата приостановки торгов	Консолидация	Выход на биржу МРСК
МРСК Центра и Приволжья	22 февраля	1 марта	20 апреля
МРСК Центра	24-25 марта	1 апреля	середина мая
МРСК Северо-Запада	24-25 марта	1 апреля	середина мая
МРСК Северного Кавказа	24-25 марта	1 апреля	середина мая
МРСК Юга	24-25 марта	1 апреля	середина мая
МРСК Волги	24-25 марта	1 апреля	середина мая
МРСК Сибири	24-25 марта	1 апреля	середина мая
МРСК Урала	21-22 апреля	1 мая	середина июня

**Торги акциями АО-энерго приостанавливаются за несколько дней до «часа X»**

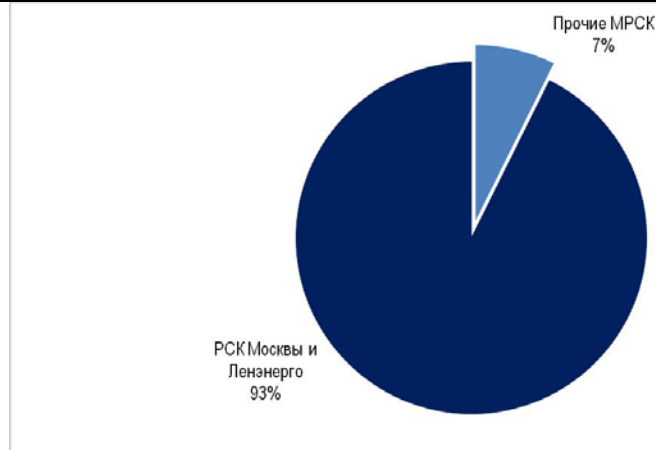
Торги акциями консолидируемых АО-энерго приостанавливаются примерно за неделю до фактической даты консолидации, если исходить из опыта МРСК Центра и Приволжья. Выход акций МРСК запланирован через примерно полтора месяца после завершения конвертации. Для МРСК Центра и Приволжья это 20 апреля.

## Оценка распредсетей: ничего лишнего

**Мы исключили из нашего расчета плату за технологическое присоединение к сетям**

В наших прошлых рекомендациях для ряда распределительных сетевых компаний мы учитывали вклад платы за технологическое присоединение. Однако пока что ни одна из распределительных компаний не опубликовала подробных итогов присоединения потребителей. Кроме того, в конце 2007 года был принят ряд поправок к законодательству, который, по нашему мнению, несколько затян Timer активизацию процесса строительства новых сетей за счет этого инвестиционного ресурса.

### Доля столичных РСК в общей выручке от платы за подключение, 2007-2011 гг.



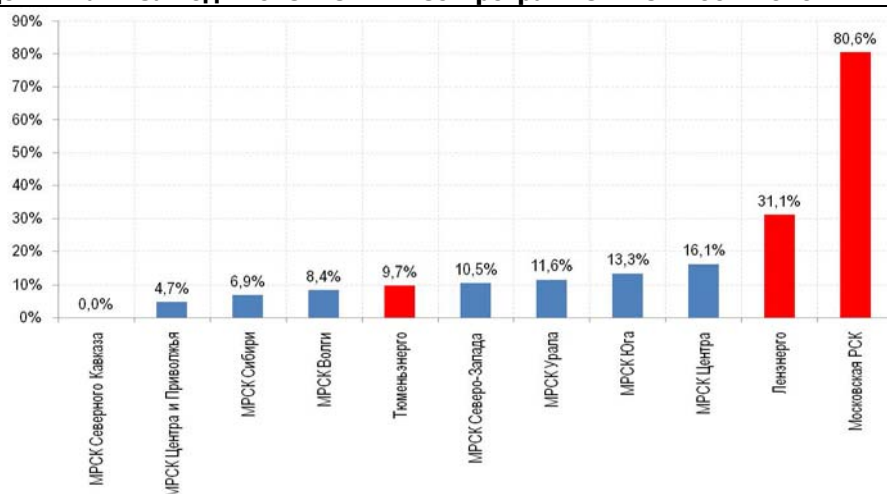
Источник: РАО ЕЭС, расчет БКС

«Сорвать банк» технологической платы за присоединение удастся преимущественно распредсетям Москвы и Санкт-Петербурга (МГЭСК, МОЭСК, Ленэнерго). На них приходится львиная доля планируемой выручки от технологического присоединения. Согласно данным РАО ЕЭС, на период 2007-2010 годов за счет платы за подключение планируется собрать \$11.6 млрд платы за подключение, \$10.8 млрд из которых приходятся на РСК Московского региона и Ленэнерго и только \$0.8 млрд – на все остальные МРСК.

**Доля платы за присоединение в инвестпрограммах МРСК – около 10%**

Доля платы за технологическое подключение к энергосетям составляет в среднем около 10% стоимости инвестиционных программ МРСК на период 2007-2010 гг. Даже в самых «подключаемых» МРСК (Урала, Юга, Центра) эта доля лишь немного превышает 10%-й уровень.

### Доля платы за подключение в инвестпрограмме МРСК 2007-2010 гг.



Источник: РАО ЕЭС, расчет БКС

### Для столичных РСК плату за подключение нужно учитывать обязательно

Этот факт также говорит в пользу того, что по крайней мере пока плату за подключение следует исключить из расчета справедливой стоимости МРСК. Разумеется, исключения составляют столичные РСК, для которых доля платы за присоединение – 31% для Ленэнерго и даже 80% для Московской РСК. В нашем обзоре мы не рассматриваем эти компании, так как у них специфическая схема формирования и несколько другие факторы, говорящие «за» и «против» инвестирования. Однако мы покажем, что если Ленэнерго, МОЭСК и МГЭСК оценить аналогично остальным МРСК, то итоговая оценка получится гораздо ниже рыночной, что, по нашему мнению, дополнительно подтверждает недооцененность сектора МРСК.

### Один из методов оценки – метод оценки восстановительной стоимости РСК

Одна из компонент итоговой оценки справедливой стоимости МРСК – оценка по активам, или по восстановительной стоимости. За ее основу взяты укрупненные показатели строительства ЛЭП и подстанций в зависимости от класса напряжения и условий возведения. Основные показатели строительства представлены в таблице. Для МРСК Урала и Сибири к этим показателям применены коэффициенты 1.1 и 1.2 соответственно, что обусловлено более сложными условиями строительства в этих регионах.

#### Показатели строительства ЛЭП и ПС на 2008 год

Класс напряжения	ЛЭП, тыс \$/км	ПС, тыс \$/шт
0.4 кВ	1,1	-
6 кВ	16,0	-
10 кВ	26,7	-
35 кВ	92,0	2 191,8
110 кВ	108,5	3 979,0
220 кВ	138,5	8 032,3
330 кВ	204,6	11 722,3
500 кВ	260,7	45 071,0
750 кВ	475,4	78 616,7
1150 кВ	930,2	242 672,7

### Оценка восстановительной стоимости должна быть скорректирована на износ

Полученная оценка восстановительной стоимости для каждой МРСК была скорректирована на уровень физического износа основных средств. Недавно компании опубликовали данные по износу за 1 полугодие 2007 года. Эти данные представлены в Приложении 2. Мы рассчитывали восстановительную стоимость на конец 2008 года. В среднем каждый год основные фонды распределительных сетевых компаний «теряют» в стоимости 4%. Соответственно, уровень износа основных фондов мы скорректировали в соответствии с этим предположением.

### Недозагрузку сетей оценить сложно

Помимо физического износа в оценке восстановительной стоимости должен учитываться так называемый внешний износ. Суть этого типа износа состоит в том, чтобы оценить, на сколько меньше оптимального уровня та или иная РСК передает электроэнергии. Если отклонение от оптимального уровня имеет место, то к стоимости такой РСК должен применяться дополнительный дисконт. Если, к примеру, для генерирующих компаний это сделать довольно просто (оптимальный коэффициент загрузки мощностей одинаков почти для всех станций), то для сетей эта задача представляется невыполнимой. Каждая РСК имеет индивидуальную структуру по классам напряжения и количеству подстанций, что затрудняет оценку оптимального уровня работы компании. В некоторой степени мы учли эту разницу в сравнительном подходе к оценке РСК, но не рассматривали в оценке восстановительной стоимости

### Тариф РСК будут считать по-новому

Сейчас тариф для МРСК регулируется государством и рассчитывается традиционным для энергокомпаний способом – «затраты плюс». Еще в начале прошлого года появились слухи о том, что все российские сетевые компании будут переходить на новую методику тарифного регулирования RAB (regulatory asset base).

**RAV регулирует возврат на вложенный капитал**

Основа методики RAV – регулирование возврата на инвестированный капитал (отношение прибыли, скорректированной на налоги, к сумме собственного капитала и долгосрочного долга) распределительных компаний. В отличие от затратной системы формирования тарифов РСК, RAV предполагает следующий механизм определения "необходимой" выручки РСК.

$$R = Opex * X + D\&A + r * RAV,$$

где Opex – операционные расходы сетевой компании;

X – фактор роста эффективности РСК (например, от снижения потерь электроэнергии);

D&A – амортизация активов РСК;

r – регулируемая норма возврата на инвестированный капитал;

RAV – регулируемая база активов РСК.

**RAV должен прийти на смену плате за присоединение к сетям**

Методика RAV стимулирует распределительные сетевые компании для инвестирования в активы. С введением RAV необходимость во взимании платы за технологическое подключение к сетям отпадает. Исключение в данном случае могут составить только РСК Московского региона.

**Переход на RAV откладывается до 2009-2010 гг.**

Ранее сообщалось, что новая методика расчета тарифов для РСК вступит в силу с 1 июля 2008 года для ряда «пилотных» компаний и 1 января 2009 года – для остальных РСК. Теперь, похоже, прихода RAV придется ждать дольше – до 2010 года. Пока не опубликованы даже приблизительные правила расчета тарифа по RAV и не приняты соответствующие законодательные акты. С 1 июля 2008 года на RAV должны перейти только компании МРСК Урала (кроме Курганэнерго), а также Белгородэнерго (МРСК Центра) и Нижновэнерго (МРСК Центра и Приволжья).

**Нет RAV – нет DCF**

Таким образом, метод DCF без четких сроков ввода RAV и без основ его расчета, по нашему мнению, плохо применим для оценки стоимости РСК. Несомненно, переход на RAV сделает метод DCF основополагающим для оценки, однако пока его время не пришло. В результате, мы ориентируемся на расчет восстановительной стоимости и сравнительный метод. Вес двух методов в итоговой оценке одинаков и составляет 50%.

**Сравнительный метод основан на специфических мультипликаторах**

Так как формирование российских МРСК пока не завершено (не говоря уже о выходе консолидированной отчетности), то в сравнительном анализе мы использовали только специфические мультипликаторы EV/Length (стоимость предприятия на длину линий) и EV/EI.Sales (стоимость предприятия на продажи электричества в киловатт-часах).

**Сравнение МРСК с зарубежными аналогами**

Компания	Мсар, \$млн	EV, \$млн	EV/S	EV/EI.Sales, \$/кВт.ч	EV/length, млн \$/км	S/EI.Sales, \$/кВт.ч	EI.Sales/Length, млн кВт.ч/км	Износ ОС, %
Volynoblenergo	257,5	258,0	5,29	0,24	0,000598	0,0460	0,0025	63,0%
Hmel'nitskoblennergo	333,0	334,0	4,57	0,20	0,000564	0,0433	0,0029	77,6%
Harkivoblenergo	549,9	543,2	2,42	0,11	0,000670	0,0459	0,0060	58,1%
Donetskoblenergo	382,7	388,8	0,99	0,04	0,000312	0,0385	0,0082	58,4%
Krymenergo	383,6	385,4	2,27	0,10	0,000630	0,0434	0,0064	66,1%
Vinnitsaoblenergo	424,7	425,4	5,24	0,23	0,000522	0,0442	0,0023	53,2%
Dniprooblenergo	964,1	962,7	0,82	0,03	0,000899	0,0395	0,0278	54,3%
Sevastopolenergo	143,8	147,6	3,52	0,18	0,004374	0,0511	0,0243	48,8%
Temopil'oblenergo	150,6	152,6	3,60	0,17	0,000365	0,0476	0,0021	74,8%
Lvivoblenergo	383,1	400,4	2,49	0,12	0,000605	0,0465	0,0052	77,5%
Kirovogradoblenergo	327,4	329,5	4,93	0,25	0,000587	0,0507	0,0023	77,6%
Zakarpattiaoblenergo	220,8	238,1	3,75	0,14	0,000813	0,0378	0,0057	54,0%
Zaporizhoblenergo	674,8	677,3	1,47	0,06	0,000956	0,0437	0,0149	58,2%
Chernivsioblenergo	163,0	162,9	3,88	0,02	0,000557	0,0040	0,0358	63,6%
Chernigivoblenergo	301,8	310,4	4,20	0,22	0,000448	0,0524	0,0020	62,5%

Prykarpattyaoblenergo	271,9	282,1	3,05	0,14	0,000648	0,0446	0,0048	81,9%
<b>Среднее по украинским компаниям</b>	<b>5 932,9</b>	<b>5 998,3</b>	<b>1,87</b>	<b>0,07</b>	<b>0,00062</b>	<b>0,0373</b>	<b>0,0089</b>	<b>66,7%</b>
Vakaru Skirstomieji Tinklai	1094,9	1220,6	3,07	0,33	0,003774	0,1081	0,0114	-
Rytu Skirstomieji Tinklai	1056,7	1116,8	2,79	0,28	0,001907	0,1007	0,0068	12,5%
Budapesti Elektromos Muvek	1000,4	1100,8	0,91	0,14	0,005006	0,1588	0,0348	51,3%
Emasz	400,2	472,8	0,94	0,16	0,001550	0,1651	0,0099	-
Prazska Energetika	889,1	865,9	1,05	0,14	0,010833	0,1355	0,0761	39,4%
Jordanian Electric Power	279,5	274,6	0,72	0,25	0,002305	0,3409	0,0093	48,8%
<b>Среднее по всем зарубежным аналогам</b>	<b>10 653,6</b>	<b>11 049,9</b>	<b>1,60</b>	<b>0,100</b>	<b>0,00098</b>	<b>0,0621</b>	<b>0,0099</b>	<b>50,9%</b>
МРСК Сибири	2055,4	2262,8	1,81	0,022	0,00042	0,01212	0,01907	54,7%
МРСК Центра	1 979	2 111	1,99	0,035	0,00028	0,01762	0,00797	54,6%
МРСК Центра и Приволжья	1965,8	2019,9	2,00	0,031	0,00032	0,01530	0,01054	64,3%
МРСК Волги	1602,9	1615,7	1,90	0,027	0,00030	0,01401	0,01118	54,3%
МРСК Урала	1483,4	1549,8	1,48	0,018	0,00038	0,01199	0,02144	56,6%
МРСК Юга	1459,3	1564,3	1,63	0,032	0,00028	0,01933	0,00898	42,2%
МРСК Северо-Запада	1023,0	1051,2	1,07	0,023	0,00028	0,02112	0,01239	61,8%
МРСК Северного Кавказа	323,6	334,5	1,61	0,024	0,00015	0,01497	0,00611	60,6%
<b>Среднее по МРСК</b>	<b>11 892</b>	<b>12 509</b>	<b>1,70</b>	<b>0,026</b>	<b>0,00031</b>	<b>0,01512</b>	<b>0,01210</b>	<b>55,8%</b>
Ленэнерго	1 384	1 526	3,55	0,020	0,00105	0,015	0,02037	50,6%
МОЭСК	2 684	2 863	2,75	0,005	0,00028	0,017	0,00520	50%
МГЭС	1 942	1 929	4,68	0,026	0,00138	0,011	0,02597	45%

Источник: Bloomberg, расчет БКС

### На первый взгляд, МРСК недооценены по сравнению с зарубежными аналогами в 2-3 раза

Результаты оценки МРСК по мультипликаторам показывают значительную недооцененность по сравнению с аналогами. К примеру, средний показатель EV/Electricity Sales для МРСК составляет 0.026 \$/кВт.ч, в то время как один киловатт-час для зарубежных компаний рынок оценивает в \$0.1, что более чем в 3 раза больше. В нашем анализе мы отдельно выделяем мультипликаторы для украинских компаний, так как эти компании наиболее близки к российским распределительным сетям. При этом украинские компании торгуются на значительно больших мультипликаторах. Для украинских распределителей средний показатель EV/Electricity Sales составляет 0.07 \$/кВт.ч, что в 2.5 раза выше российского показателя. Аналогичная ситуация и с мультипликатором EV/Length.

### Оценка стоимости российских РСК требует корректировки мультипликатора EV/Electricity Sales на уровень тарифа

Мультипликатор EV/Electricity Sales можно разложить на произведение двух показателей, как это показано в формуле. Одним из множителей будет отношение выручки к продажам электричества (S/Electricity Sales), иными словами, средний тариф за передачу электроэнергии. У украинских распределителей и у распределителей Восточной Европы тариф намного выше российского. Мы полагаем, что в данном случае следует сравнивать российские компании с украинскими в связи со схожестью расчета тарифов. Ориентирование на выручку зарубежных РСК корректно применять только после перехода российских компаний на RAB.

$$\frac{EV}{El.Sales} = \frac{EV}{S} \times \frac{S}{El.Sales}$$

Мы рассчитали средний показатель EV/El.Sales для украинских компаний и для каждой российской МРСК корректировали его на разницу между украинским тарифом и тарифом МРСК. В итоге для каждой МРСК мы получили справедливый уровень мультипликатора EV/El.Sales. Дисконт для российских компаний к украинскому показателю составил 45-65% для той или иной МРСК.

### Для расчета EV/Length мы привели длину линий РСК к одному классу напряжения

Все российские и зарубежные распределительные сетевые компании располагают различным «набором» активов. Каждая РСК отличается не только длиной линий, но и структурой ЛЭП по напряжениям. Таким образом, простое

**Справедливый уровень EV/Length для МРСК мы скорректировали на уровень износа и количество киловатт-часов, проходящих через километр сетей**

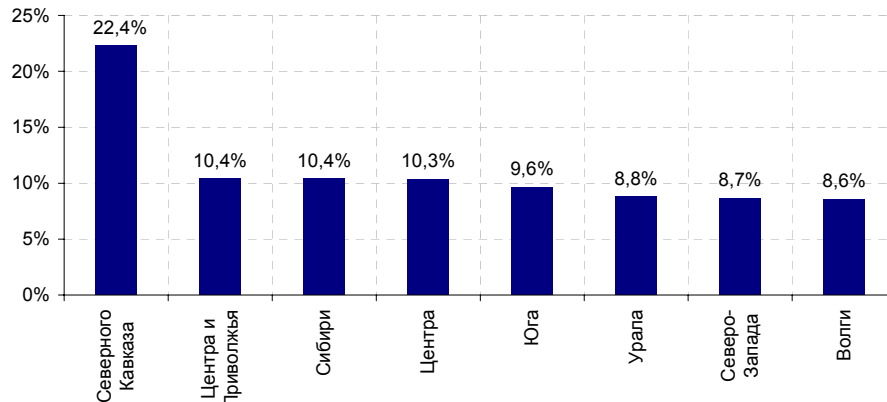
деление стоимости предприятия на длину линий может дать искаженные результаты. При расчете показателя EV/Length длина линий для каждой РСК была скорректирована таким образом, как будто у всех РСК (и российских, и зарубежных) в структуре активов существуют только ЛЭП напряжением 0.4 кВ. Коэффициенты пересчета в напряжение 0.4 кВ соответствуют укрупненным показателям строительства ЛЭП каждого класса напряжения.

Как и в случае с мультипликатором EV/El.Sales, сравнение российских РСК с зарубежными аналогами показало их значительную недооцененность. На наш взгляд, EV/Length должен быть скорректирован на уровень износа основных средств российских РСК, а также на количество киловатт-часов, проходящих через километр сетей. Средний уровень износа основных фондов зарубежных РСК составляет 50.9%, в то время как среднее по российским РСК – 55.8%. Отметим, что для каждой РСК уменьшение мультипликатора EV/Length будет разным (или его может и вовсе не быть, если износ ОС МРСК ниже среднего уровня по западным аналогам). Самый большой дисконт на износ основных средств мы применили к МРСК Центра и Приволжья и МРСК Северо-Запада.

$$\frac{EV}{Length} = \frac{EV}{El.Sales} \times \frac{El.Sales}{Length}$$

Кроме того, мультипликатор EV/Length зависит от того, сколько киловатт-часов электроэнергии проходит через каждый километр сетей РСК. Меньшее количество передаваемой электроэнергии может свидетельствовать о недогрузке сетевых мощностей, а также об относительно высоких потерях и, как следствие, недополучению выручки от продажи. МРСК Центра и МРСК Северного Кавказа оказались наименее «передающими» МРСК.

**Потери электроэнергии МРСК, 1H2007, % от передачи**



Источник: данные компаний, расчет БКС

Корректность применения дисконта за низкий показатель передачи на один километр сетей подтверждается графиком потерь электроэнергии по МРСК за 1 полугодие 2007 года. Самый большой дисконт (38%) мы применили к МРСК Северного Кавказа, лидирующей по уровню потерь в энергосетях. При этом, отметим, что уровень в 22.4% не является нормальным для распределительных сетей этого региона.

Итоговые результаты оценки справедливых мультипликаторов для МРСК представлены в таблице.

Компания	EV/S	EV/EI.S, \$/кВт.ч	EV/Length, \$/км	S/EI.S, \$/кВт.ч	EI.S./Length, млн кВт.ч/км	EV/Length, млн кВт.ч/км			EV/Electricity Sales, \$/кВт.ч	
						Дисконт на износ ОС, %	Дисконт EI.S./Length, %	Fair	Дисконт S/EI.Sales, %	Fair
МРСК Северо-Запада	1,07	0,023	0,00028	0,02112	0,01239	22,2%	0,0%	0,00048	43,4%	0,039
МРСК Юга	1,63	0,031	0,00028	0,01933	0,00898	0,0%	9,0%	0,00056	48,2%	0,036
МРСК Центра	1,99	0,035	0,00028	0,01762	0,00797	7,5%	19,2%	0,00045	52,8%	0,033
МРСК Центра и Приволжья	2,00	0,031	0,00032	0,01530	0,01054	27,3%	0,0%	0,00045	59,0%	0,029
МРСК Северного Кавказа	1,61	0,024	0,00015	0,01497	0,00611	19,8%	38,1%	0,00026	59,9%	0,028
МРСК Волги	1,90	0,027	0,00030	0,01401	0,01118	6,9%	0,0%	0,00058	62,5%	0,026
МРСК Сибири	1,81	0,022	0,00042	0,01212	0,01907	7,8%	0,0%	0,00057	67,5%	0,023
МРСК Урала	1,48	0,018	0,00038	0,01199	0,02144	11,7%	0,0%	0,00054	67,9%	0,022
<b>Итого по МРСК:</b>	<b>1,70</b>	<b>0,026</b>	<b>0,00031</b>	<b>0,01512</b>	<b>0,01210</b>					
<b>Среднее по всем зарубежным аналогам</b>	<b>1,60</b>	<b>0,099</b>	<b>0,00098</b>	<b>0,06211</b>	<b>0,00986</b>					
<b>Среднее по украинским компаниям</b>	<b>1,87</b>	<b>0,070</b>	<b>0,00062</b>	<b>0,03733</b>	<b>0,00889</b>					
Ленэнерго	3,55	0,020	0,00105	0,015	0,02037	0,0%	0,0%	0,00062	61,0%	0,027
МОЭСК	2,75	0,005	0,00024	0,017	0,00520	0,0%	47,3%	0,00033	55,6%	0,031
МГЭСК	4,68	0,026	0,00138	0,011	0,02597	0,0%	0,0%	0,00062	69,6%	0,021

**Несмотря на дисконты, практически все МРСК по сравнительному методу оценены выше рынка**

Несмотря на иногда серьезные дисконты к мультипликаторам зарубежных аналогов, итоги сравнительного анализа складываются в пользу МРСК. Практически для всех российских РСК получена оценка выше рыночного уровня (в таблице мультипликаторы выделены цветом). Исключение – оценка МРСК Центра, МРСК Центра и Приволжья и МРСК Волги по показателю EV/Electricity Sales.

#### Итоги оценки МРСК по активам и сравнительному анализу

Компания	Мсар, \$млн	EV, \$млн	Оценка, \$млн			
			EV/Length	EV/EI.Sales	Активы	Итого:
МРСК Центра	1 979	2 111	3 304	1 852	4 561	3 352
МРСК Северо-Запада	1 023	1 051	1 788	1 813	2 652	2 230
МРСК Юга	1 459	1 564	3 006	1 683	4 482	3 215
МРСК Северного Кавказа	324	334	583	378	905	662
МРСК Центра и Приволжья	1 966	2 020	2 771	1 835	3 042	2 532
МРСК Сибири	2 055	2 263	2 887	2 131	4 414	3 348
МРСК Урала	1 483	1 550	2 169	1 895	3 627	2 788
МРСК Волги	1 603	1 616	3 129	1 579	3 142	2 516
<b>Итого:</b>	<b>11 892</b>					<b>20 643</b>
<b>* Справочно</b>						
МОЭСК	2 684	2 863	3 762	1 765	2 918	2 541
МГЭСК	1 942	1 929	880	784	1 428	1 116
Ленэнерго	1 384	1 526	757	661	1 406	1 043

Источник: Bloomberg, оценка БКС

**Вес мультипликатора EV/EI.Sales в итоговой оценке – 40%, EV/Length – 10%**

Мы предполагаем, что оценка стоимости МРСК по активам и по сравнительному методу должны иметь один вес в итоговой стоимости. Таким образом, 50% мы «отдаем» методу оценки восстановительной стоимости. Что касается мультипликаторов, то, на наш взгляд, более информативен показатель EV/Electricity Sales. На его долю приходится 40% итоговой оценки справедливой стоимости РСК. 10% мы «отдаем» мультипликатору EV/Length. Такой малый вес мы связываем с тем, что для расчета этого показателя мы делали корректировки на структуру активов РСК. Итоговую оценку справедливой стоимости МРСК можно увидеть в таблице. Все МРСК имеют значительный потенциал роста относительно рыночного уровня.

**Наша оценка РСК довольно консервативна, ...**

Мы оцениваем наш метод оценки как довольно консервативный. Во-первых, мы исключили из расчета плату за присоединение к сетям. Во-вторых, для сравнительного метода мы применили довольно серьезные (но при этом обоснованные) дисконты к российским компаниям.

**... что подтверждается оценкой  
столичных РСК с применением  
такого же подхода**

Для подтверждения консервативности нашего подхода мы провели оценку столичных РСК (Ленэнерго, МОЭСК и МГЭСК) с использованием такого же подхода. Сразу подчеркнем, что такой подход применим к оценке этих компаний лишь частично и использован нами только для сравнения. Основной упор в оценке столичных РСК должен быть сделан на учет платы за присоединение и переход на RAB. Как видно из итоговой таблицы, оценка Ленэнерго, МОЭСК и МГЭСК с исключением платы за присоединение дает результат, который сильно ниже рыночного уровня.

**Рекомендация по всем АО-энерго  
– Покупать с потенциалом роста  
30-110%**

Наши целевые уровни по акциям АО-энерго можно увидеть в Приложении 2 вместе с основными операционными и финансовыми показателями по каждой МРСК. *«Таргеты» по АО-энерго определялись в соответствии с утвержденными коэффициентами конвертации. Для всех АО-энерго мы выставляем рекомендацию Покупать.* Потенциал роста для того или иного АО-энерго колеблется на уровне 30-110%. Самыми недооцененными МРСК, по нашим оценкам, являются МРСК Северо-Запада и МРСК Юга. Потенциал роста этих компаний мы оцениваем на уровне 100%. Кроме того, мы рекомендуем инвесторам обратить внимание на акции МРСК Урала. Эта МРСК первой перейдет на RAB. Этот переход состоится уже 1 июля 2008 года.

## Приложение 1

## Ликвидность рынка акций АО-энерго

Акция	ММВБ			РТС			Суммарный	Суммарный
	Дневной оборот, \$тыс	Дневной оборот, %акций	Спрэд, %	Дневной оборот, \$тыс	Дневной оборот, %акций	Спрэд, %	дневной оборот, \$тыс	дневной оборот, % акций
<b>МРСК Центра и Приволжья</b>							<b>1 423</b>	<b>0.09301%</b>
Владимирэнерго	107,1	0,06078%	8,1%	43,9	0,02696%	21,7%	151	0,08774%
Ивэнерго (о)	12,5	0,01015%	5,3%	57,1	0,08275%	51,4%	70	0,09290%
Ивэнерго (п)	8,9	0,08066%	7,9%	12,0	0,09857%	142,9%	21	0,17923%
Калугаэнерго	9,1	0,00650%	19,9%	42,8	0,03561%	43,8%	52	0,04211%
Кировэнерго (о)	7,9	0,00589%	6,8%	22,9	0,01831%	24,7%	31	0,02420%
Кировэнерго (п)	8,2	0,02235%	6,4%	44,0	0,11303%	30,5%	52	0,13538%
Мариэнерго (о)	-	-	-	32,7	0,05281%	24,8%	33	0,05281%
Мариэнерго (п)	-	-	-	22,4	0,41367%	18,9%	22	0,41367%
Нижегородэнерго (о)	23,5	0,00528%	13,1%	35,2	0,00824%	9,5%	59	0,01352%
Нижегородэнерго (п)	363,2	0,41427%	8,7%	67,3	0,07133%	11,8%	430	0,48560%
Рязаньэнерго	272,6	0,13711%	3,7%	55,2	0,03376%	7,1%	328	0,17087%
Тулэнерго	25,5	0,01228%	6,9%	40,4	0,02513%	37,3%	66	0,03742%
Удмуртэнерго (о)	39,5	0,02005%	8,5%	40,0	0,02287%	14,0%	80	0,04292%
Удмуртэнерго (п)	7,5	0,04434%	11,1%	20,0	0,10520%	25,7%	28	0,14953%
<b>МРСК Северо-Запада</b>							<b>611</b>	<b>0.0535%</b>
Архэнерго (о)	10,4	0,00946%	2,7%	34,8	0,03636%	29,6%	45	0,04583%
Архэнерго (п)	7,8	0,03860%	4,4%	46,9	0,24004%	19,2%	55	0,27865%
Вологдаэнерго	44,0	0,01494%	7,1%	42,5	0,01516%	6,5%	86	0,03010%
Колэнерго (о)	9,6	0,00719%	3,7%	9,4	0,00908%	60,4%	19	0,01627%
Колэнерго (п)	-	-	-	20,4	0,06780%	36,2%	20	0,06780%
Комизэнерго (о)	114,7	0,05276%	0,6%	57,6	0,02838%	14,5%	172	0,08114%
Комизэнерго (п)	-	-	-	-	-	-	-	-
Новгородэнерго (о)	21,1	0,02230%	5,5%	33,3	0,03964%	18,6%	54	0,06194%
Новгородэнерго (п)	12,5	0,05586%	7,4%	48,0	0,17829%	24,4%	60	0,23415%
Псковэнерго	25,5	0,01997%	3,9%	72,9	0,05986%	16,3%	98	0,07983%
<b>МРСК Урала</b>							<b>693</b>	<b>0.03853%</b>
Пермэнерго (о)	78,6	0,01650%	3,2%	69,7	0,01428%	15,3%	148	0,03078%
Пермэнерго (п)	22,5	0,01919%	4,1%	18,2	0,01632%	10,8%	41	0,03552%
Свердловэнерго (о)	69,6	0,01112%	2,3%	136,4	0,02382%	11,4%	206	0,03493%
Свердловэнерго (п)	62,9	0,03601%	4,4%	58,4	0,03424%	15,7%	121	0,07025%
Челябэнерго (о)	31,2	0,00739%	2,4%	59,8	0,01476%	8,4%	91	0,02214%
Челябэнерго (п)	25,8	0,04088%	4,1%	59,5	0,09447%	11,6%	85	0,13535%
<b>МРСК Сибири</b>							<b>591</b>	<b>0.02667%</b>
Алтайэнерго (о)	-	-	-	32,1	0,01403%	17,4%	32	0,01403%
Алтайэнерго (п)	-	-	-	38,9	0,05121%	19,0%	39	0,05121%
Бурятэнерго	-	-	-	38,6	0,03758%	27,7%	39	0,03758%
Красноярскэнерго (о)	28,5	0,00516%	2,9%	59,5	0,01081%	13,8%	88	0,01597%
Красноярскэнерго (п)	29,8	0,02467%	3,1%	52,7	0,03956%	37,6%	82	0,06423%
Кузбассэнерго-РСК	-	-	-	59,1	0,01226%	11,1%	59	0,01226%
Омскэнерго (о)	-	-	-	22,2	0,01646%	42,2%	22	0,01646%
Омскэнерго (п)	-	-	-	32,4	0,10913%	27,3%	32	0,10913%
Томская РК (о)	14,5	0,01209%	2,8%	21,9	0,02022%	34,3%	36	0,03231%
Томская РК (п)	15,6	0,10014%	6,7%	15,2	0,09679%	25,9%	31	0,19693%
Читаэнерго (о)	-	-	-	113,3	0,06921%	71,5%	113	0,06921%
Читаэнерго (п)	-	-	-	16,3	0,05858%	92,6%	16	0,05858%
<b>МРСК Центра</b>							<b>2 316</b>	<b>0.11297%</b>
Белгородэнерго (о)	19,4	0,00584%	17,0%	34,3	0,01331%	32,0%	54	0,01915%
Белгородэнерго (п)	253,1	0,26427%	14,2%	38,5	0,04794%	17,5%	292	0,31221%
Брянскэнерго (о)	28,5	0,02759%	17,0%	45,1	0,04742%	22,2%	74	0,07501%
Брянскэнерго (п)	16,8	0,06127%	11,6%	56,1	0,21953%	19,8%	73	0,28080%

Воронежэнерго (о)	27,7	0,01256%	15,9%	42,2	0,02092%	38,3%	70	0,03348%
Воронежэнерго (п)	85,0	0,14524%	11,2%	47,5	0,08771%	18,1%	133	0,23295%
Костромаэнерго (о)	5,0	0,00623%	12,3%	104,9	0,11334%	36,2%	110	0,11957%
Костромаэнерго (п)	11,2	0,04870%	12,7%	36,8	0,17760%	34,5%	48	0,22630%
Курскэнерго (о)	47,3	0,03035%	2,4%	42,5	0,03116%	19,4%	90	0,06152%
Курскэнерго (п)	11,5	0,04294%	7,4%	37,0	0,16169%	27,2%	49	0,20462%
Липецкэнерго	20,2	0,01158%	8,6%	25,2	0,01502%	26,3%	45	0,02660%
Орелэнерго (о)	901,3	1,14732%	7,8%	35,7	0,04162%	80,0%	937	1,18893%
Орелэнерго (п)	7,0	0,04386%	23,2%	18,6	0,12896%	103,5%	26	0,17282%
Смоленскэнерго (о)	5,7	0,00481%	11,5%	16,5	0,04162%	20,1%	22	0,04643%
Смоленскэнерго (п)	4,1	0,01905%	13,4%	24,6	0,12191%	27,4%	29	0,14096%
Тамбовэнерго (о)	8,7	0,00983%	6,2%	39,8	0,03768%	33,9%	49	0,04750%
Тамбовэнерго (п)	6,9	0,06618%	10,4%	13,1	0,10667%	37,5%	20	0,17285%
Тверьэнерго (о)	11,8	0,01051%	4,7%	27,0	0,02665%	34,4%	39	0,03716%
Тверьэнерго (п)	9,8	0,00995%	6,4%	51,1	0,17230%	80,6%	61	0,18225%
Ярэнерго (о)	4,0	0,00269%	25,7%	67,5	0,03972%	102,7%	71	0,04241%
Ярэнерго (п)	10,5	0,03296%	28,5%	16,9	0,04740%	59,8%	27	0,08036%
<b>МРСК Юга</b>							<b>553</b>	<b>0.03646%</b>
Астраханьэнерго	7,2	0,00794%	13,1%	-	-	430,6%	7	0,00794%
Волгоградэнерго (о)	10,2	0,00277%	8,5%	29,0	0,00969%	7,6%	39	0,01245%
Волгоградэнерго (п)	55,5	0,06343%	7,2%	62,5	0,08381%	11,2%	118	0,14724%
Кубаньэнерго	88,1	0,01415%	2,6%	92,9	0,01387%	9,3%	181	0,02802%
Ростовэнерго (о)	29,9	0,00876%	2,4%	75,6	0,02232%	6,5%	105	0,03108%
Ростовэнерго (п)	37,2	0,04333%	4,2%	65,3	0,08025%	5,7%	103	0,12359%
<b>МРСК Волги</b>							<b>486</b>	<b>0.04291%</b>
Волжская МРК (о)	101,0	0,01154%	1,4%	140,0	0,01507%	6,5%	241	0,02661%
Волжская МРК (п)	11,5	0,04920%	6,2%	22,4	0,20459%	15,9%	34	0,25379%
Мордовэнерго	16,7	0,01822%	5,0%	41,9	0,04953%	43,9%	59	0,06776%
Пензаэнерго (о)	9,6	0,00784%	6,5%	45,3	0,03488%	19,4%	55	0,04272%
Пензаэнерго (п)	11,5	0,04931%	10,8%	85,8	0,35055%	32,9%	97	0,39987%
<b>МРСК Северного Кавказа</b>							<b>314</b>	<b>0.09532%</b>
Дагэнерго	60,6	0,04634%	1,3%	65,4	0,04326%	15,3%	126	0,08961%
Ставропольэнерго (о)	-	-	-	97,7	0,06281%	12,0%	98	0,06281%
Ставропольэнерго (п)	-	-	-	90,4	0,22939%	9,2%	90	0,22939%
<b>Компании, входящие в Индекс РТС</b>								
РАО ЕЭС (о)	796 474,5	1,61515%	0,2%	15 761,8	0,03209%	0,8%	812 236	1,64723%
РАО ЕЭС (п)	34 336,8	1,49377%	0,2%	521,3	0,02264%	5,0%	34 858	1,51641%
Иркутскэнерго	2 605,9	0,05130%	0,5%	201,2	0,00406%	3,9%	2 807	0,05536%
ОГК-3	921,4	0,01221%	0,5%	204,7	0,00274%	5,0%	1 126	0,01495%
ОГК-5	6 278,5	0,11034%	0,2%	412,1	0,00765%	1,6%	6 691	0,11799%
ГМК Норникель	493 005,6	1,12398%	0,0%	7 179,6	0,01654%	1,7%	500 185	1,14053%
ВТБ	117 781,1	0,37196%	0,4%	727,5	0,00217%	2,7%	118 509	0,37413%
Сбербанк (о)	627 115,4	0,72838%	0,0%	8 708,3	0,01044%	1,0%	635 824	0,73881%
Сбербанк (п)	87 974,0	3,11858%	0,2%	417,2	0,01467%	6,3%	88 391	3,13325%
ЛУКОЙЛ	345 241,3	0,50428%	0,1%	4 380,8	0,00641%	1,0%	349 622	0,51069%
Газпром	1 208 905,9	0,44279%	0,0%	8 370,4	0,00315%	1,4%	1 217 276	0,44594%

## Приложение 2: данные об МРСК

### МРСК Волги

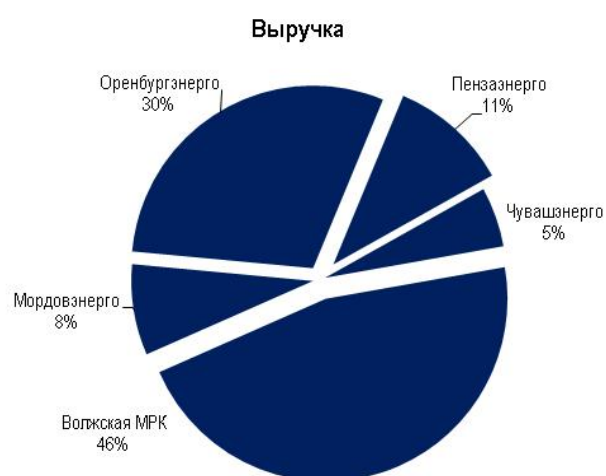
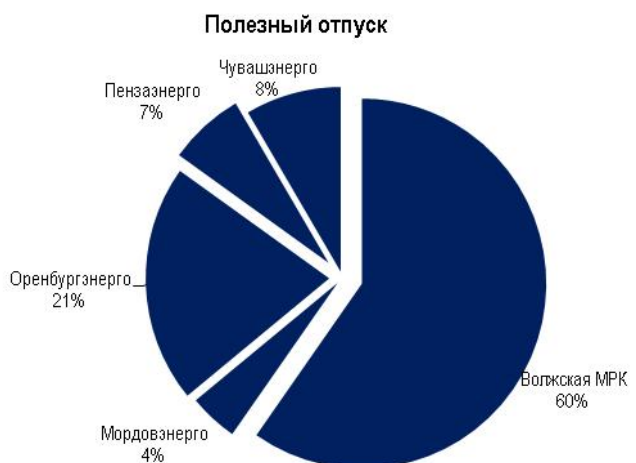


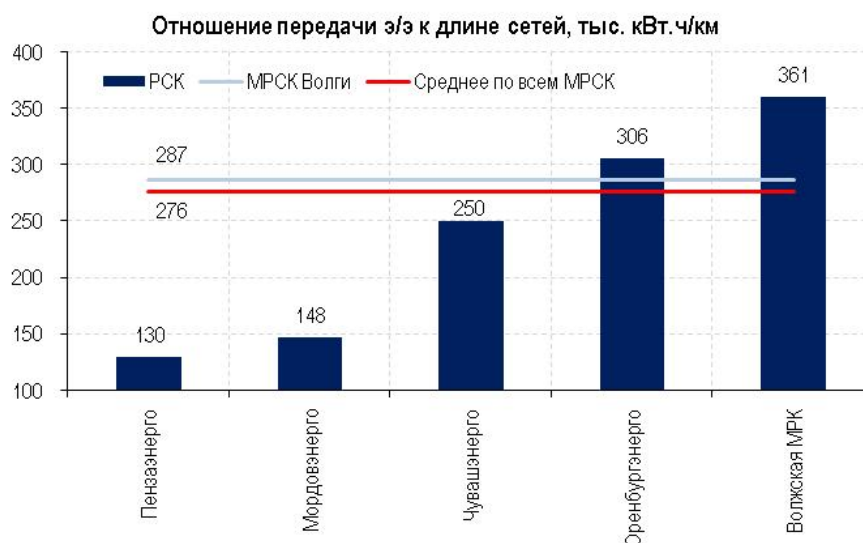
#### Производственные мощности МРСК Волги

Компания	110 кВ		6-35 кВ		0.4 кВ		Итого:		Износ ОС, %
	ЛЭП, км	ПС, шт	ЛЭП, км	ПС, шт*	ЛЭП, км	ПС, шт	ЛЭП, км	ПС, шт	
Волжская МРК	12 546	180	54 302	410	33 381	-	100 229	590	55,5%
Мордовэнерго	1 605	70	9 141	53	7 392	-	18 138	123	53,0%
Оренбургэнерго	4 455	28	24 896	36	12 371	-	41 722	64	53,5%
Пензаэнерго	2 479	60	15 945	66	13 083	-	31 507	126	53,0%
Чувашиэнерго	1 569	33	9 784	65	9 009	-	20 362	98	56,0%
<b>Итого:</b>	<b>22 654</b>	<b>371</b>	<b>114 068</b>	<b>630</b>	<b>75 236</b>	<b>-</b>	<b>211 958</b>	<b>1 001</b>	<b>54.3%</b>

\*35 кВ

#### Структура полезного отпуска э/э и выручки МРСК Волги, 1Н2007





### Прогноз основных финансовых показателей и объема капитальных вложений МРСК Волги

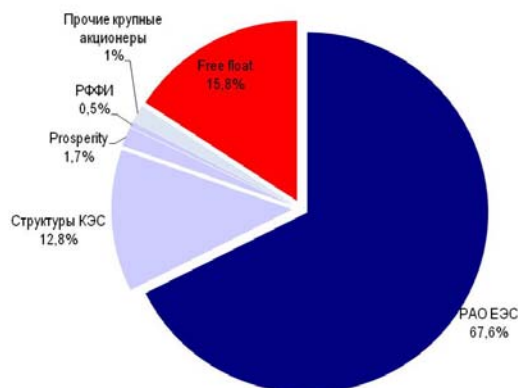
Показатель, млн руб.	2006	2007E	2008E	2009E	2010E	CAGR 2007-2010, %
Выручка	26 366	30 427	34 017	38 585	41 562	11,0%
Чистая прибыль	487	823	1 022	2 401	2 488	44,6%
Инвестиции	2 448	3 959	5 509	5 184	5 008	8,2%
					19 660	

### Коэффициенты конвертации и оценка справедливой стоимости РСК

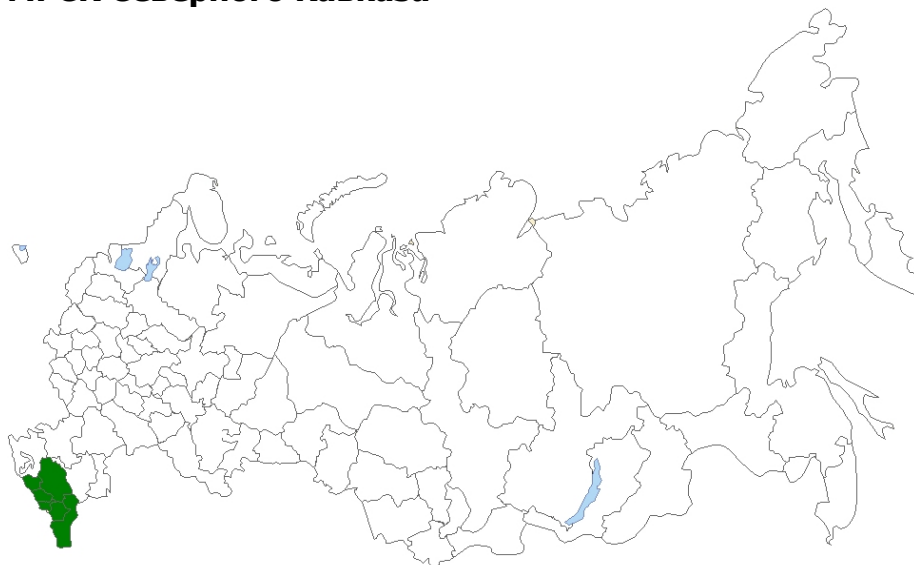
Компания	Тикер	Коэффициенты конвертации в МРСК*		Доля в капитале МРСК, %	Mcap, \$ млн	Fair value, \$ млн	Target price, \$		Потенциал роста, %	
		a/o	a/п				a/o	a/п	a/o	a/п
Волжская МРК	VMRK	0,145829153	0,159236566	50,4%	832,2	1 268,0	0,097	0,088	60%	61%
Мордовэнерго	MREN	0,140793325		5,4%	107,5	134,6	0,100	-	56%	-
Оренбургэнерго	-	0,003094984		29,0%	430,7	729,4	-	-	-	-
Пензаэнерго	PNZE	0,010977599	0,011986894	8,8%	136,2	220,8	1,284	1,176	43%	55%
Чувашэнерго	-	0,064016938		6,5%	96,2	162,9	-	-	-	-
<b>Итого:</b>				<b>100,0%</b>	<b>1 602,9</b>	<b>2 515,6</b>				

\* количество акций РСК, конвертируемых в одну акцию МРСК

### Оценка структуры акционеров МРСК Волги, %



## МРСК Северного Кавказа



### Производственные мощности МРСК Северного Кавказа

Компания	110 кВ		6-35 кВ		0.4 кВ		Итого:		Износ ОС, %
	ЛЭП, км	ПС, шт	ЛЭП, км	ПС, шт*	ЛЭП, км	ПС, шт	ЛЭП, км	ПС, шт	
Дагэнерго	2 249		18 783		12 473		33 505	-	60,0%
КЭУК	2 527		9 677		10 262		22 466	-	60,0%
Ставропольэнерго	3 519		27 244		18 431		49 194	-	62,0%
<b>Итого:</b>	<b>8 295</b>	<b>-</b>	<b>55 704</b>	<b>-</b>	<b>41 166</b>	<b>-</b>	<b>105 165</b>	<b>-</b>	<b>60,6%</b>

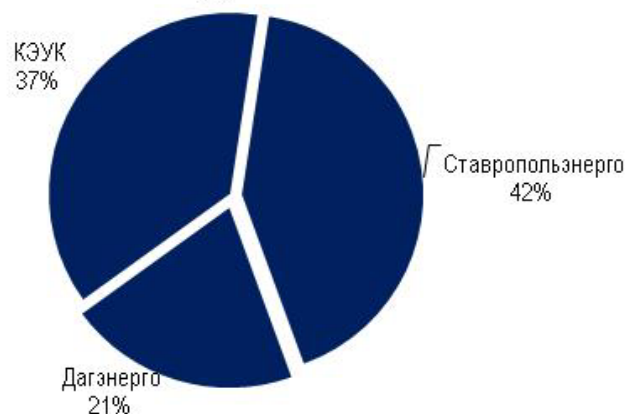
\*35 кВ

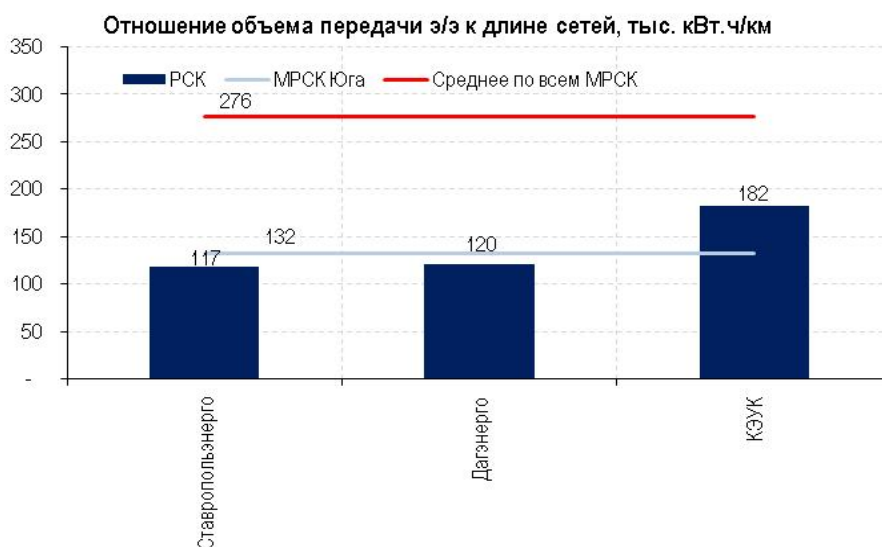
### Структура полезного отпуска э/э и выручки МРСК Северного Кавказа, 1H2007

Полезный отпуск



Выручка





### Прогноз основных финансовых показателей и объема капитальных вложений МРСК Северного Кавказа

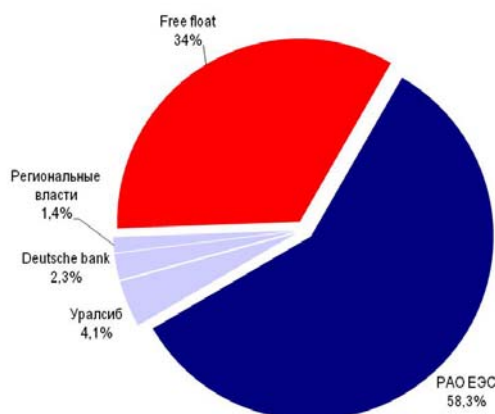
Показатель, млн руб.	2006	2007E	2008E	2009E	2010E	CAGR 2007-2010, %
Выручка	13 226	18 882	10 263	11 697	13 353	-10,9%
Чистая прибыль	(780)	(901)	(693)	(400)	(149)	45,1%
Инвестиции	1 069	2 156	1 374	1 303	1 321	-15,1%
					<b>6 153</b>	

### Коэффициенты конвертации и оценка справедливой стоимости РСК

Компания	Тикер	Коэффициенты конвертации в МРСК*		Доля в капитале МРСК, %	Mcap, \$ млн	Fair value, \$ млн	Target price, \$		Потенциал роста, %	
		a/o	a/п				a/o	a/п	a/o	a/п
Дагэнерго	DGEN	630,908416522	-	27,6%	108,0	182,5	0,035	-	83%	-
КЭУК	-	241,543074532	-	31,7%	73,8	209,8	-	-	-	-
Ставропольэнерго	STRG	89,036710410	97,222877170	40,7%	141,7	269,7	0,245	0,225	70%	66%
<b>Итого:</b>				<b>100,0%</b>	<b>323,6</b>	<b>662,0</b>				

\* количество акций РСК, конвертируемых в одну акцию МРСК

### Оценка структуры акционеров МРСК Северного Кавказа, %



## МРСК Северо-Запада

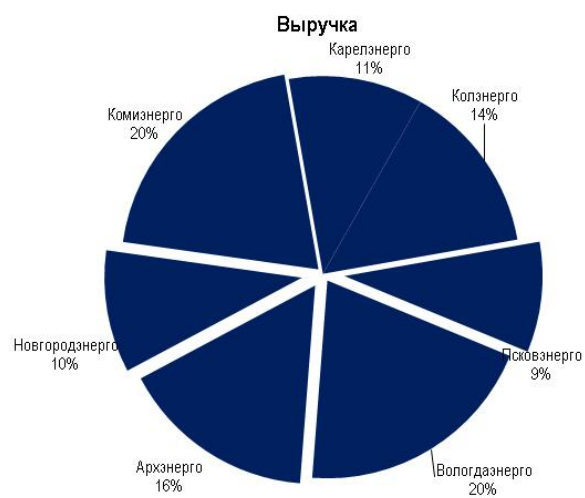
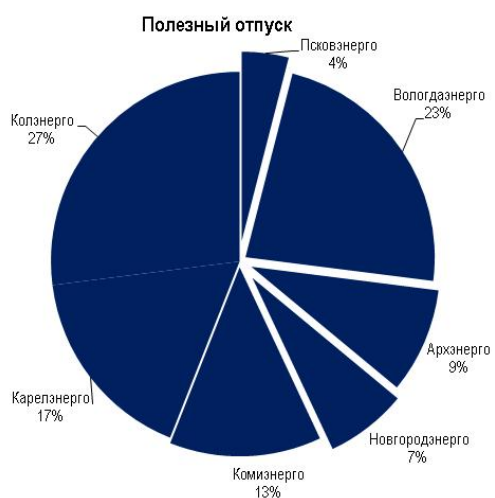


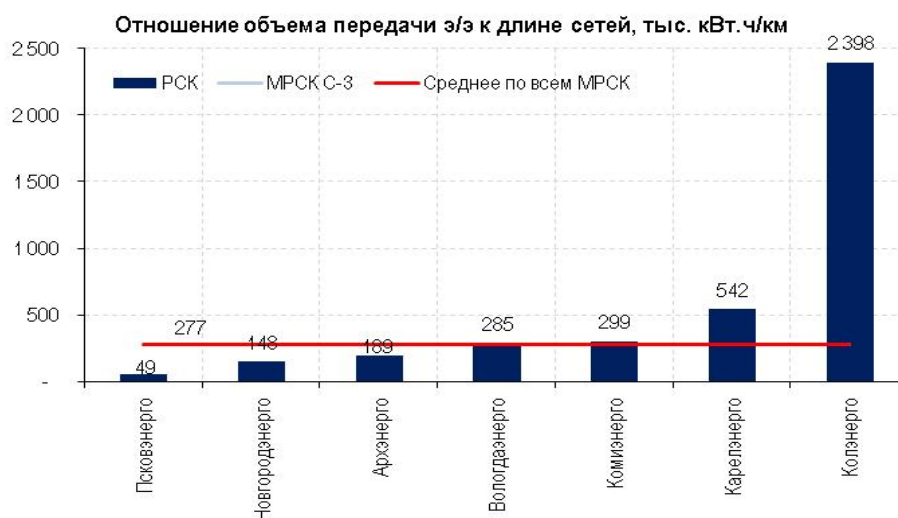
### Производственные мощности МРСК Северо-Запада

Компания	110 кВ		6-35 кВ		0.4 кВ		Итого:		Износ ОС, %
	ЛЭП, км	ПС, шт	ЛЭП, км	ПС, шт*	ЛЭП, км	ПС, шт	ЛЭП, км	ПС, шт	
Псковэнерго	2 100	15	25 300	9	16 300	-	43 700	24	66,7%
Вологдаэнерго	4 000	87	22 200	123	12 800	-	39 000	210	58,0%
Архэнерго	3 000	87	13 000	78	8 000	-	24 000	165	69,5%
Новгородэнерго	2 200	39	13 700	90	6 800	-	22 700	129	65,3%
Комизэнерго	4 900	87	10 800	108	5 000	-	20 700	195	56,0%
Карелэнерго	2 400	20	7 200	28	3 500	-	13 100	48	61,5%
Колэнерго	3 800	154	1 240	84	60	-	5 100	238	59,0%
<b>Итого:</b>	<b>22 400</b>	<b>489</b>	<b>93 440</b>	<b>520</b>	<b>52 460</b>	<b>-</b>	<b>168 300</b>	<b>1 009</b>	<b>61,8%</b>

\*35 кВ

### Структура полезного отпуска э/э и выручки МРСК Северо-Запада, 1H2007





### Прогноз основных финансовых показателей и объема капитальных вложений МРСК Северо-Запада

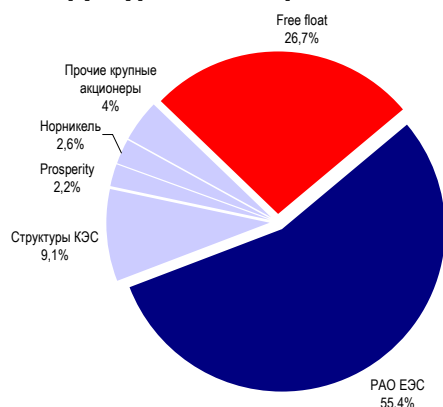
Показатель, млн руб.	2006	2007E	2008E	2009E	2010E	CAGR 2007-2010, %
Выручка	22 643	23 927	26 904	30 796	36 035	14,6%
Чистая прибыль	713	421	786	1 265	2 270	75,3%
Инвестиции	2 478	3 137	3 749	4 128	5 002	16,8%
					16 017	

### Коэффициенты конвертации и оценка справедливой стоимости РСК

Компания	Тикер	Коэффициенты конвертации в МРСК*		Доля в капитале МРСК, %	Mcap, \$ млн	Fair value, \$ млн	Target price, \$		Потенциал роста, %	
		a/o	a/n				a/o	a/n	a/o	a/n
Псковэнерго	PSEN	0,008509639		13,4%	138,9	299,4	2,738	-	108%	-
Вологдаэнерго	VOLE	0,000742849		28,6%	318,6	637,9	31,369	-	105%	-
Архэнерго	ARHE	0,193106109	0,210861274	11,0%	96,0	245,8	0,121	0,111	105%	101%
Новгородэнерго	NGNR	0,021172737	0,023119403	10,3%	97,8	229,6	1,101	1,008	96%	97%
Комизэнерго	KOEN	0,324741816	0,354597844	14,8%	174,1	330,2	0,072	0,066	93%	327%
Карелэнерго	-	0,068913297		11,5%	83,3	256,0	0,338	0,310	-	-
Колэнерго	KOLE	0,046959939	0,051277437	10,4%	114,3	231,0	0,496	0,454	87%	195%
Итого:				100,0%	1 023,0	2 230,1				

\* количество акций РСК, конвертируемых в одну акцию МРСК

### Оценка структуры акционеров МРСК Северо-Запада, %



## МРСК Сибири

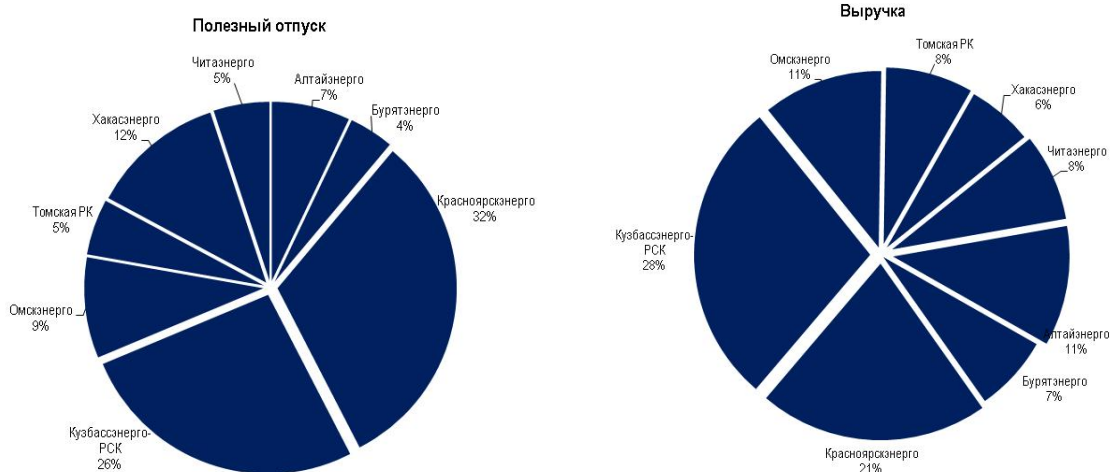


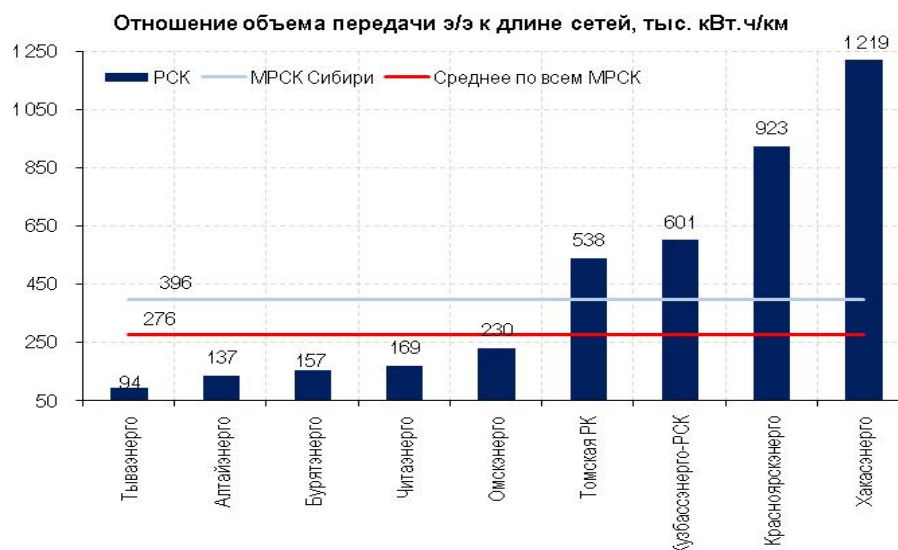
### Производственные мощности МРСК Сибири

Компания	110 кВ		6-35 кВ		0.4 кВ		Итого:		Износ ОС, %
	ЛЭП, км	ПС, шт	ЛЭП, км	ПС, шт*	ЛЭП, км	ПС, шт	ЛЭП, км	ПС, шт	
Алтайэнерго	6 668	156	34 351	101	21 621		62 640	257	51,0%
Бурятэнерго	2 986	53	14 432	121	6 072		23 490	174	53,0%
Красноярскэнерго	4 094	162	24 565	231	13 101		41 760	393	58,0%
Кузбассэнерго-РСК	2 900	39	13 533	157	9 667		26 100	196	61,0%
Омскэнерго	5 827	123	22 337	188	13 596		41 760	311	51,0%
Томская РК	4 404	68	8 319	57	2 936		15 660	125	50,0%
Тываэнерго	-	-	4 568	-	3 263		7 830	-	68,0%
Хакасияэнерго	1 088	20	5 329	29	4 024		10 440	49	43,0%
Читаэнерго	2 278	63	19 931	110	9 111		31 320	173	65,0%
<b>Итого:</b>	<b>30 245</b>	<b>684</b>	<b>147 365</b>	<b>994</b>	<b>83 390</b>	<b>-</b>	<b>261 000</b>	<b>1 678</b>	<b>54,7%</b>

\*35 кВ

### Структура полезного отпуска э/э и выручки МРСК Сибири, 1Н2007





### Прогноз основных финансовых показателей и объема капитальных вложений МРСК Сибири

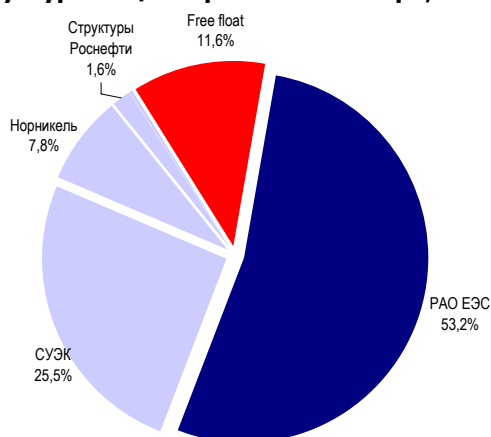
Показатель, млн руб.	2006	2007E	2008E	2009E	2010E	CAGR 2007-2010, %
Выручка	18 916	27 342	35 117	41 216	47 360	20,1%
Чистая прибыль	(108)	909	1 382	1 756	1 756	24,6%
Инвестиции	1 824	2 696	3 573	4 232	4 813	21,3%
					15 313	

### Коэффициенты конвертации и оценка справедливой стоимости РСК

Компания	Тикер	Коэффициенты конвертации в МРСК*		Доля в капитале МРСК, %	Mcap, \$ млн	Fair value, \$ млн	Target price, \$		Потенциал роста, %	
		a/o	a/п				a/o	a/п	a/o	a/п
Алтайэнерго	ALTE	0,000317103	0,000346258	20,7%	390,7	691,5	110,712	101,390	35%	43%
Бурятэнерго	BUEN	0,057021584	-	4,8%	113,1	159,5	0,616	-	27%	-
Красноярскэнерго	KRNG	0,028220146	0,030814739	27,9%	551,7	934,0	1,244	1,139	37%	25%
Кузбассэнерго-РСК	KZRS	0,028140849	-	22,6%	545,5	756,2	1,248	-	39%	-
Омскэнерго	OMNG	0,000451785	0,000493323	9,9%	187,8	331,7	77,708	71,165	48%	42%
Томская РК	TORS	0,723487029	0,789999048	6,3%	135,8	211,0	0,049	0,044	49%	54%
Тываэнерго	-	0,333724963	0,364407226	2,4%	39,0	79,0	-	-	-	-
Хакасияэнерго	-	0,000333303	-	1,6%	25,9	53,6	-	-	-	-
Читаэнерго	CHIE	0,539467180	0,589068337	3,9%	65,9	131,8	0,065	0,060	51%	53%
Итого:				100,0%	2 055,4	3 348,3				

\* количество акций РСК, конвертируемых в одну акцию МРСК

### Оценка структуры акционеров МРСК Сибири, %



## МРСК Урала

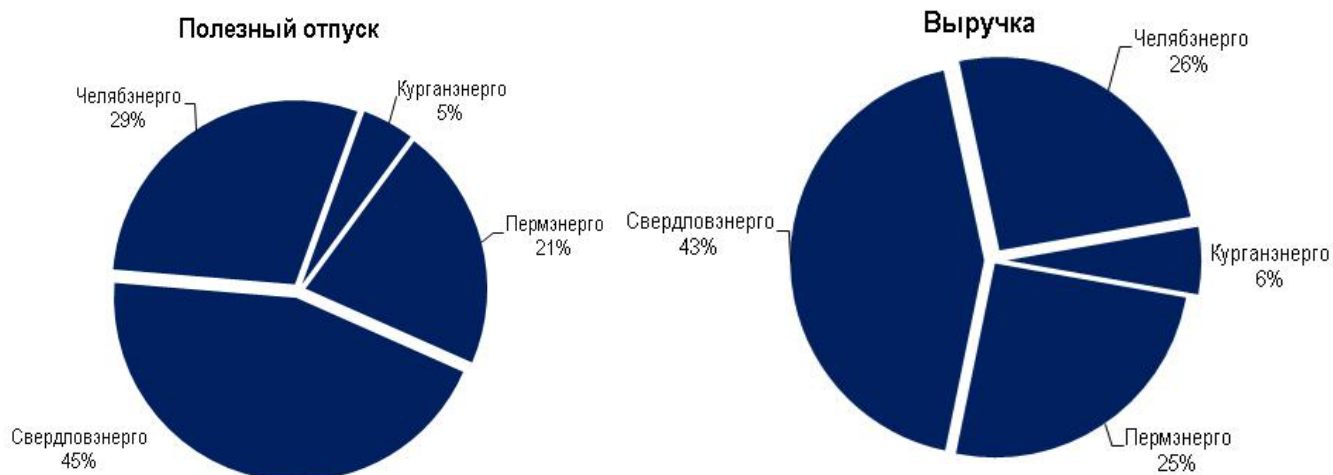


### Производственные мощности МРСК Урала

Компания	110 кВ		6-35 кВ		0.4 кВ		Итого:		Износ ОС, %
	ЛЭП, км	ПС, шт	ЛЭП, км	ПС, шт*	ЛЭП, км	ПС, шт	ЛЭП, км	ПС, шт	
Курганэнерго	3 431	113	15 553	73	8 231	7 054	27 215	186	56,0%
Пермэнерго	4 772	162	23 280	176	14 130	11 184	42 182	338	52,0%
Свердловэнерго	7 960	253	15 191	80	11 555	7 177	34 706	333	49,0%
Челябэнерго	5 366	173	19 200	118	12 302	8 806	36 868	291	58,0%
<b>Итого:</b>	<b>21 529</b>	<b>701</b>	<b>73 224</b>	<b>447</b>	<b>46 218</b>	<b>34 221</b>	<b>140 971</b>	<b>1 148</b>	<b>56,6%</b>

\*35 кВ

### Структура полезного отпуска э/э и выручки МРСК Урала, 1Н2007





### Прогноз основных финансовых показателей и объема капитальных вложений МРСК Урала

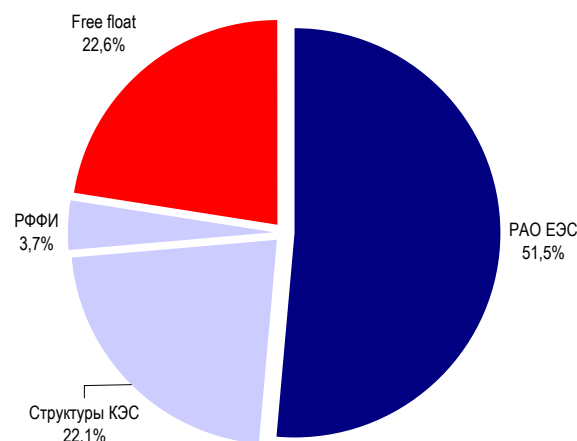
Показатель, млн руб.	2006	2007E	2008E	2009E	2010E	CAGR 2007-2010, %
Выручка	28 089	33 875	43 729	48 724	54 413	17,1%
Чистая прибыль	768	837	1 219	1 248	1 497	21,4%
Инвестиции	2 547	5 069	4 598	4 073	3 843	-8,8%
					17 583	

### Коэффициенты конвертации и оценка справедливой стоимости РСК

Компания	Тикер	Коэффициенты конвертации в МРСК*		Доля в капитале МРСК, %	Мсар, \$ млн	Fair value, \$ млн	Target price, \$		Потенциал роста, %	
		a/o	a/п				a/o	a/п	a/o	a/п
Курганэнерго	-	0,032642115	0,036108527	5,4%	98,2	151,8	-	-	-	-
Пермэнерго	PMNG	0,001652061	0,001827501	31,3%	447,4	873,3	18,738	17,160	53%	51%
Свердловэнерго	SVER	0,018673178	0,020656166	40,6%	575,3	1 131,6	1,658	1,518	60%	61%
Челябэнерго	CHNG	0,266628294	0,294942335	22,7%	362,5	631,6	0,116	0,106	54%	60%
Итого:				100,0%	1 483,4	2 788,3				

\* количество акций РСК, конвертируемых в одну акцию МРСК

### Оценка структуры акционеров МРСК Урала\*, %



\* с учетом неполной консолидации Курганэнерго

## МРСК Центра



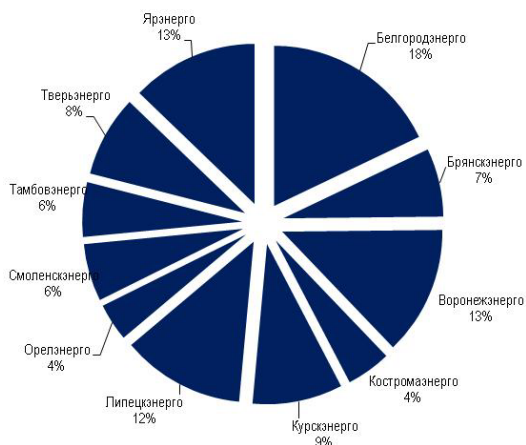
### Производственные мощности МРСК Центра

Компания	110 кВ		6-35 кВ		0.4 кВ		Итого:		Износ ОС, %
	ЛЭП, км	ПС, шт	ЛЭП, км	ПС, шт*	ЛЭП, км	ТП, шт	ЛЭП, км	ПС, шт	
Белгородэнерго	1 645	46	19 904	122	15 333	9 571	36 882	168	47,0%
Брянскэнерго	1 751	59	14 088	85	10 481	5 737	26 320	144	60,0%
Воронежэнерго	3 105	99	24 137	195	23 059	10 712	50 301	294	55,0%
Костромаэнерго	1 770	57	14 046	108	9 014	6 079	24 830	165	53,5%
Курскэнерго	1 909	78	17 831	204	13 735	8 447	33 475	282	55,0%
Липецкэнерго	1 517	51	14 017	137	10 339	6 955	25 873	188	52,0%
Орелэнерго	1 361	48	14 741	94	11 712	5 832	27 814	142	59,0%
Смоленскэнерго	2 561	77	22 890	175	12 118	9 281	37 569	252	50,0%
Тамбовэнерго	1 876	54	15 051	151	11 803	5 907	28 730	205	58,0%
Тверьэнерго	2 720	87	30 305	222	17 321	11 561	50 346	309	63,0%
Ярэнерго	1 030	60	14 108	96	10 396	6 095	25 534	156	56,0%
<b>Итого:</b>	<b>21 245</b>	<b>716</b>	<b>201 118</b>	<b>1 589</b>	<b>145 311</b>	<b>86 177</b>	<b>367 674</b>	<b>2 305</b>	<b>54,6%</b>

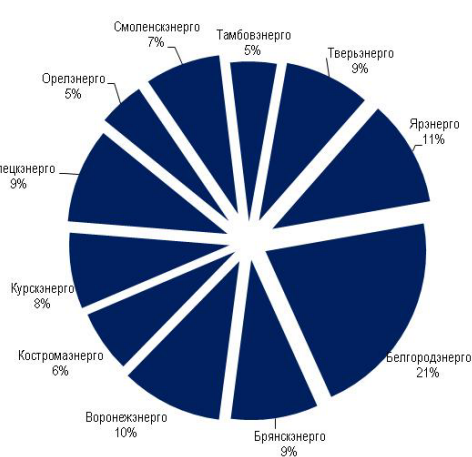
\*35 кВ

### Структура полезного отпуска э/э и выручки МРСК Центра, 1Н2007

Полезный отпуск



Выручка





### Прогноз основных финансовых показателей и объема капитальных вложений МРСК Центра

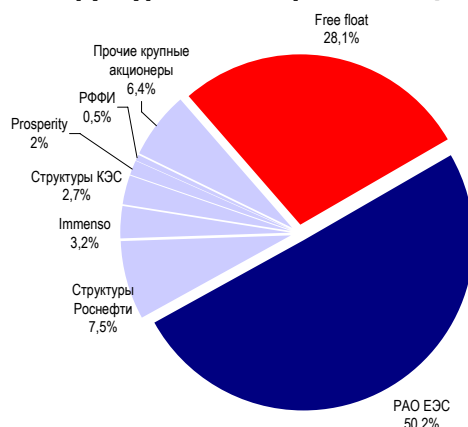
Показатель, млн руб.	2006	2007E	2008E	2009E	2010E	CAGR 2007-2010, %
Выручка	25 912	31 432	41 436	47 405	53 711	19,6%
Чистая прибыль	1 212	1 207	3 259	4 191	5 039	61,0%
Инвестиции	4 471	4 806	8 436	8 864	8 992	23,2%
31 097						

### Коэффициенты конвертации и оценка справедливой стоимости РСК

Компания	Тикер	Коэффициенты конвертации в МРСК*		Доля в капитале МРСК, %	Mcap, \$ млн	Fair value, \$ млн	Target price, \$		Потенциал роста, %	
		a/o	a/п				a/o	a/п	a/o	a/п
Белгородэнерго	BLRS	0,000105593	0,000115301	25,3%	510,7	849,5	753,698	690,237	39%	48%
Брянскэнерго	BREN	0,004199721	0,004585849	7,0%	147,4	234,8	18,950	17,354	68%	54%
Воронежэнерго	VZEN	0,010464502	0,011426623	16,6%	321,2	557,4	7,605	6,965	50%	61%
Костромаэнерго	KOSG	0,238218128	0,260119655	5,3%	84,0	178,4	0,334	0,306	61%	48%
Курскэнерго	KUEN	0,367181505	0,400941699	8,8%	156,9	295,8	0,217	0,198	59%	62%
Липецкэнерго	LIEN	0,043370439	-	8,5%	173,5	285,4	1,835	-	50%	
Орелэнерго	OREN	0,143790729	0,157011152	3,9%	90,5	129,2	0,553	0,507	53%	59%
Смоленскэнерго	SMOE	0,084897590	0,092703189	6,5%	126,9	218,9	0,937	0,858	59%	83%
Тамбовэнерго	TAEN	1,067381904	1,165518581	3,8%	75,2	128,7	0,075	0,068	63%	65%
Тверьэнерго	TVRE	0,209889001	0,229186623	5,1%	103,8	171,3	0,379	0,347	5%	57%
Ярэнерго	YARE	0,005592074	0,006106217	9,0%	188,6	302,7	14,232	13,033	65%	58%
Итого:				100,0%	1 978,8	3 352,0				

\* количество акций РСК, конвертируемых в одну акцию МРСК

### Оценка структуры акционеров МРСК Центра, %



## МРСК Центра и Приволжья



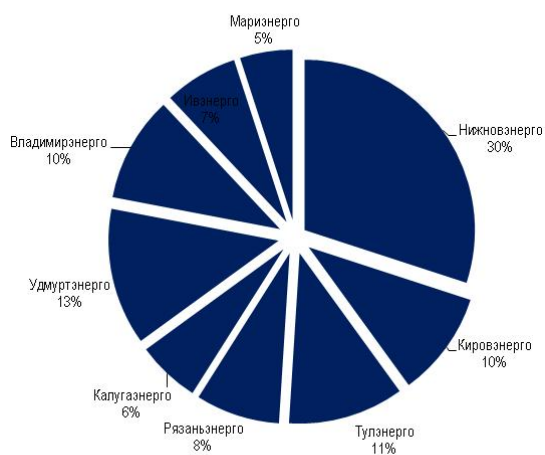
### Производственные мощности МРСК Центра и Приволжья

Компания	110 кВ		6-35 кВ		0.4 кВ		Итого:		Износ ОС, %
	ЛЭП, км	ПС, шт	ЛЭП, км	ПС, шт*	ЛЭП, км	ТП, шт	ЛЭП, км	ПС, шт	
Нижеэнерго	5 302	258	27 777		25 813	13 873	58 892	258	67,0%
Кировэнерго	4 077	224	22 519		12 208	8 581	38 804	224	75,0%
Тулэнерго	2 867	169	16 245		12 669	7 120	31 781	169	59,4%
Рязаньэнерго	3 029	154	17 432		12 723	6 599	33 184	154	64,3%
Калугаэнерго	2 409	148	15 057		9 696	6 152	27 162	148	59,3%
Удмуртэнерго	2 636	217	14 331		7 970	5 501	24 937	217	66,0%
Владимирэнерго	2 221	138	11 216		7 815	4 506	21 252	138	62,0%
Ивэнерго	1 902	142	8 781		6 496	3 854	17 179	142	63,0%
Мариэнерго	1 558	89			4 289	2 992	5 847	89	59,5%
<b>Итого:</b>	<b>26 001</b>	<b>1 539</b>	<b>133 358</b>	<b>-</b>	<b>99 679</b>	<b>59 178</b>	<b>259 038</b>	<b>1 539</b>	<b>64,3%</b>

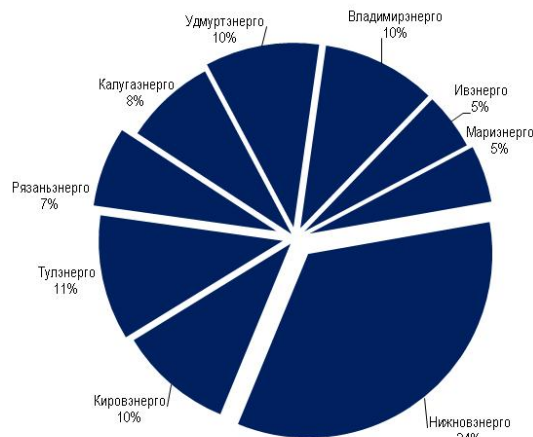
\*35 кВ

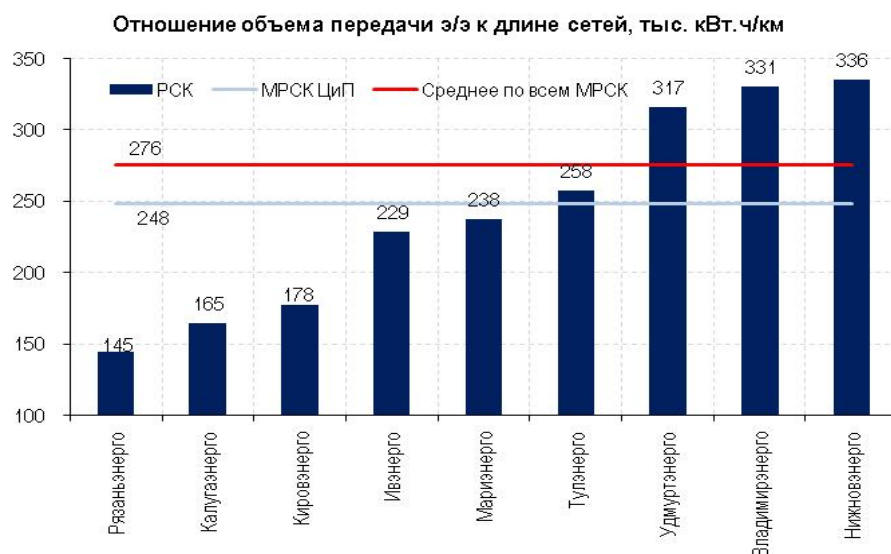
### Структура полезного отпуска э/э и выручки МРСК Центра и Приволжья, 1Н2007

Полезный отпуск



Выручка





### Прогноз основных финансовых показателей и объема капитальных вложений МРСК Центра и Приволжья

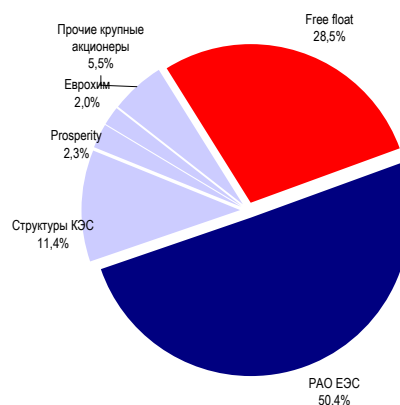
Показатель, млн руб.	2006	2007E	2008E	2009E	2010E	CAGR 2007-2010, %
Выручка	21 177	26 779	35 034	41 659	43 266	17,3%
Чистая прибыль	595	1 117	1 864	4 399	2 908	37,5%
Инвестиции	3 293	4 483	9 984	8 327	6 095	10,8%
					<b>28 888</b>	

### Коэффициенты конвертации и оценка справедливой стоимости РСК

Компания	Тикер	Коэффициенты конвертации в МРСК*		Доля в капитале МРСК, %	Mcap, \$ млн	Fair value, \$ млн	Target price, \$		Потенциал роста, %	
		a/o	a/п				a/o	a/п	a/o	a/п
Нижновэнерго	NNGE	0,000125686	0,000137242	34,6%	448,7	875,5	178,925	163,860	56,3%	68,6%
Кировэнерго	KIRE	0,250395204	0,273415082	9,9%	126,8	250,9	0,090	0,082	52,2%	71,2%
Тулаэнерго	TLEN	0,207022100		6,7%	586,6	170,2	0,109	-	54,6%	0,0%
Рязаньэнерго	RZEN	0,015508119		11,9%	194,3	300,1	1,450	-	54,5%	0,0%
Калугаэнерго	KLEN	0,006664024		9,0%	152,3	228,4	3,375	-	50,0%	0,0%
Удмуртэнерго	UDME	0,016772937	0,018315071	9,9%	150,0	251,5	1,341	1,228	49,8%	56,4%
Владимирэнерго	VLEN	0,002936142		8,8%	147,3	223,4	7,659	-	51,7%	0,0%
Ивэнерго	IVEN	0,209498862	0,228758722	5,2%	77,4	132,8	0,107	0,098	52,3%	228%
Мариэнерго	MIEN	0,029751552	0,032486965	3,9%	82,6	99,5	0,756	0,692	39,3%	89,7%
<b>Итого:</b>				<b>100,0%</b>	<b>1 965,8</b>	<b>2 532,1</b>				

\* количество акций РСК, конвертируемых в одну акцию МРСК

### Оценка структуры акционеров МРСК Центра и Приволжья, %



## МРСК Юга

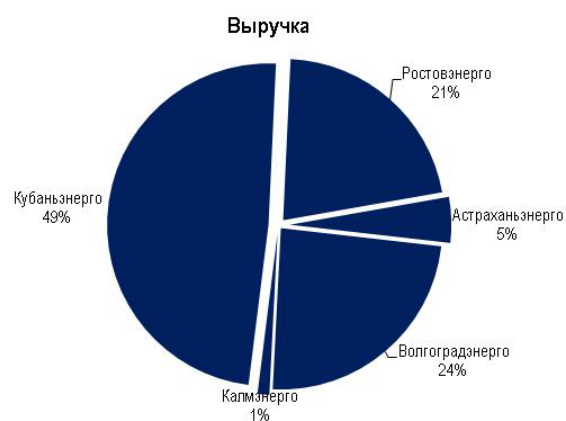
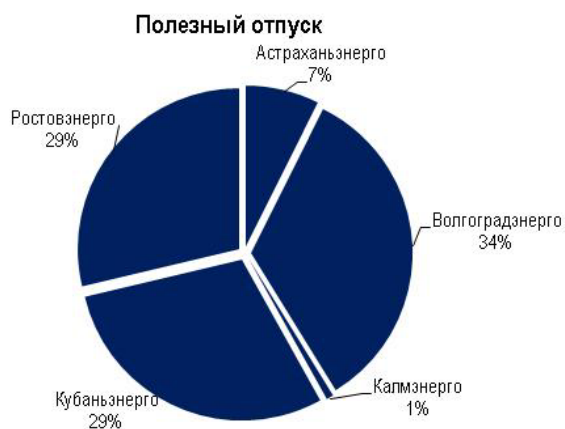


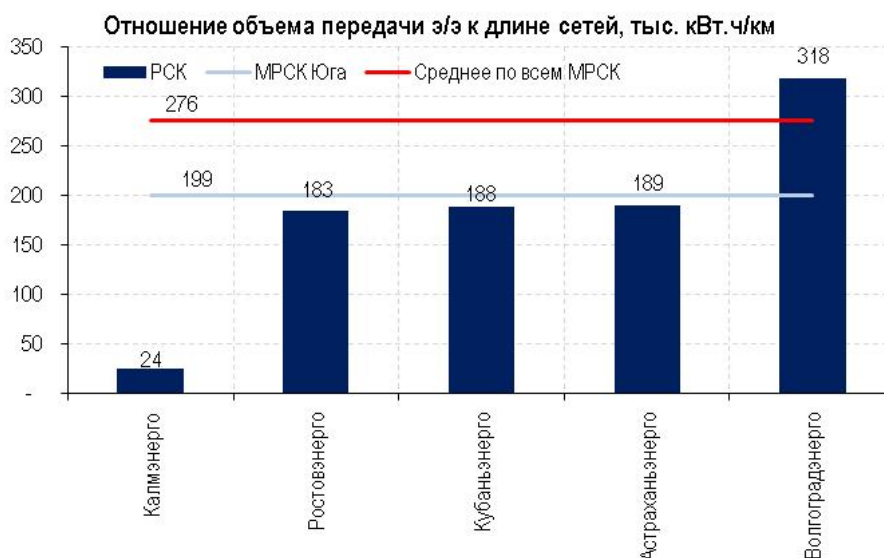
### Производственные мощности МРСК Юга

Компания	110 кВ		6-35 кВ		0.4 кВ		Итого:		Износ ОС, %
	ЛЭП, км	ПС, шт	ЛЭП, км	ПС, шт*	ЛЭП, км	ТП, шт	ЛЭП, км	ПС, шт	
Астраханьэнерго	2 432	88	11 157	46	5 229	2 912	18 818	134	49,0%
Волгоградэнерго	5 924	261	28 162	136	16 060	10 844	50 146	397	44,0%
Калмэнерго	1 984	46	15 046	69	3 723	3 480	20 753	115	45,0%
Кубаньэнерго	4 692	207	39 613	515	41 114	21 692	85 419	722	37,5%
Ростовэнерго	5 234	236	38 537	328	29 376	13 779	73 147	564	44,0%
<b>Итого:</b>	<b>20 266</b>	<b>838</b>	<b>132 515</b>	<b>1 094</b>	<b>95 502</b>	<b>52 707</b>	<b>248 283</b>	<b>1 932</b>	<b>42,2%</b>

\*35 кВ

### Структура полезного отпуска э/э и выручки МРСК Юга, 1Н2007





### Прогноз основных финансовых показателей и объема капитальных вложений МРСК Юга

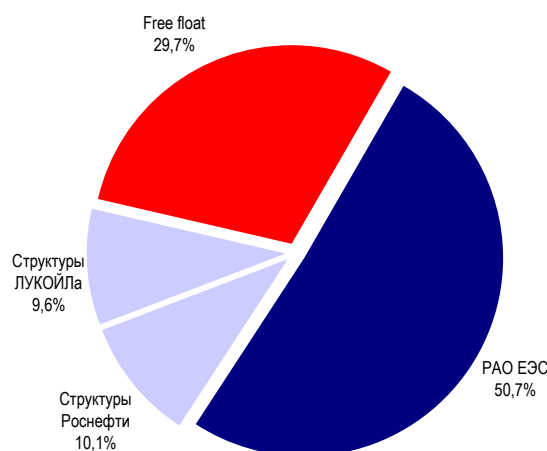
Показатель, млн руб.	2006	2007E	2008E	2009E	2010E	CAGR 2007-2010, %
Выручка	22 536	28 375	331 167	37 270	42 029	14,0%
Чистая прибыль	287	660	1 008	1 441	1 639	35,4%
Инвестиции	2 729	5 401	7 367	7 962	8 437	16,0%
					<b>29 167</b>	

### Коэффициенты конвертации и оценка справедливой стоимости РСК

Компания	Тикер	Коэффициенты конвертации в МРСК*		Доля в капитале МРСК, %	Mcap, \$ млн	Fair value, \$ млн	Target price, \$		Потенциал роста, %	
		a/o	a/п				a/o	a/п	a/o	a/п
Астраханьэнерго	ASRE	0,338769607		2,8%	87,1	90,8	0,117	-	34%	
Волгоградэнерго	VGEN	0,015682363	0,017124219	31,0%	401,5	996,4	2,533	2,320	98%	104%
Калмэнерго	-	0,037974389		2,4%	34,6	76,3	-	-		
Кубаньэнерго	KUBE	0,000575610		38,4%	607,5	1 233,3	69,018	-	100%	
Ростовэнерго	RTSE	0,193092229	0,210845594	25,4%	328,5	818,2	0,206	0,188	101%	91%
Итого:				100,0%	1 459,3	3 214,9				

\* количество акций РСК, конвертируемых в одну акцию МРСК

### Оценка структуры акционеров МРСК Юга, %



**Евгений Старцев**  
Директор департамента внебиржевых операций  
[estartsev@msk.bcs.ru](mailto:estartsev@msk.bcs.ru)

## Аналитический отдел

**Макс Шеин**  
Руководитель отдела  
Нефть и газ, нефтехимия  
[brit@msk.bcs.ru](mailto:brit@msk.bcs.ru)

**Ирина Филатова**  
Электроэнергетика  
[ifilatova@msk.bcs.ru](mailto:ifilatova@msk.bcs.ru)

**Денис Мухин**  
Банки, телекомы  
[dmuhin@msk.bcs.ru](mailto:dmuhin@msk.bcs.ru)

**Михаил Сайно**  
Химия, транспорт  
[msayno@msk.bcs.ru](mailto:msayno@msk.bcs.ru)

**Олег Петропавловский**  
Металлургия  
[opetropavlovskiy@msk.bcs.ru](mailto:opetropavlovskiy@msk.bcs.ru)

**Екатерина Кравченко**  
Нефть и газ, медиакомпании  
[ekravchenko@msk.bcs.ru](mailto:ekravchenko@msk.bcs.ru)

**Татьяна Бобровская**  
Пищепром, розница, потребительские товары  
[tbobrovskaya@msk.bcs.ru](mailto:tbobrovskaya@msk.bcs.ru)

**Андрей Полищук**  
Нефть и газ  
[apolishuk@msk.bcs.ru](mailto:apolishuk@msk.bcs.ru)

**Севастьян Козицын**  
Машиностроение  
[skozitsyn@msk.bcs.ru](mailto:skozitsyn@msk.bcs.ru)

**Анастасия Жданова**  
Металлургия, пром. строительство  
[azhdanova@msk.bcs.ru](mailto:azhdanova@msk.bcs.ru)

**Светлана Малова**  
Ассистент  
[smalova@msk.bcs.ru](mailto:smalova@msk.bcs.ru)

**Алена Чигринская**  
Ассистент  
[achigrinskaya@msk.bcs.ru](mailto:achigrinskaya@msk.bcs.ru)

**Светлана Макеева**  
Корректор  
[smiheeva@msk.bcs.ru](mailto:smiheeva@msk.bcs.ru)

## Трейдерский отдел

**Денис Новиков**  
Главный трейдер  
[dnovikov@msk.bcs.ru](mailto:dnovikov@msk.bcs.ru)  
+7 495 785 7467

**Александр Микин**  
Трейдер  
[amikin@msk.bcs.ru](mailto:amikin@msk.bcs.ru)

**Артем Губанов**  
Трейдер  
[agubanov@msk.bcs.ru](mailto:agubanov@msk.bcs.ru)

**Павел Полухин**  
Трейдер  
[ppoluhin@msk.bcs.ru](mailto:ppoluhin@msk.bcs.ru)

**Сергей Цуркан**  
Трейдер  
[sts@bcs.ru](mailto:sts@bcs.ru)  
+7 383 211 9090

**Ринат Темербеков**  
Трейдер  
[rinat@bcs.ru](mailto:rinat@bcs.ru)

## Консультирование клиентов по работе с ценными бумагами

**Ольга Карельская**  
ИО Начальника отдела консультирования  
[karelya@msk.bcs.ru](mailto:karelya@msk.bcs.ru)  
+7 495 785 07468

**Андрей Бычин**  
Зам. начальника отдела консультирования  
[abichin@msk.bcs.ru](mailto:abichin@msk.bcs.ru)  
+7 495 755 9290

**Альберт Хусаинов**  
Старший консультант по инвестициям  
[ahusainov@msk.bcs.ru](mailto:ahusainov@msk.bcs.ru)  
+7 495 785 7476

**Павел Васев**  
Консультант по инвестициям  
[pvasev@msk.bcs.ru](mailto:pvasev@msk.bcs.ru)  
+7 495 380 1595

**Антон Манаев**  
Консультант по инвестициям  
[amanaev@msk.bcs.ru](mailto:amanaev@msk.bcs.ru)

**Антон Клецкий**  
Консультант по инвестициям  
[akletskiy@msk.bcs.ru](mailto:akletskiy@msk.bcs.ru)

**Ирина Саченко**  
Консультант по инвестициям  
[isachenko@msk.bcs.ru](mailto:isachenko@msk.bcs.ru)

**Евгений Тупикин**  
Старший Финансовый советник  
[etupikin@msk.bcs.ru](mailto:etupikin@msk.bcs.ru)

**Александр Пименов**  
Финансовый советник  
[apimenov@msk.bcs.ru](mailto:apimenov@msk.bcs.ru)



**Контактный телефон: +7 495 785 5336**

Настоящий материал был подготовлен аналитическим отделом ООО «Компания БКС» (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 БКС» 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.