

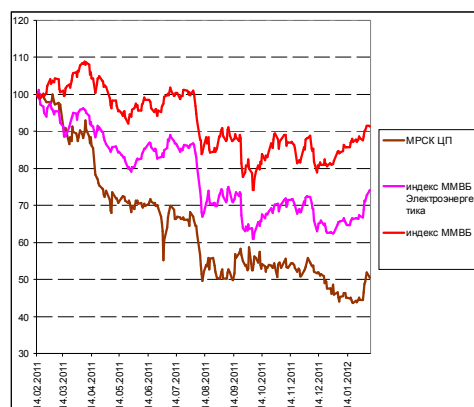
Наумов Александр/ [anaumov@prsp.ru](mailto:anaumov@prsp.ru)

## Появился новый претендент на наследие холдинга МРСК (МРСК Центра и Приволжья)

На рынке появились слухи по поводу интереса АФК Система к активам МРСК Центра и Приволжья в случае приватизации последней. Мы поставили оценку акций на пересмотр в связи с возможной приватизацией, а также пересмотром правил игры в подсекторе.

МРСК Центра и Приволжья	
Тикер	MRKP
Текущая цена, руб.	0,17
Кол-во акций, млн. шт.	112700,00
Рыночная капитализация, млрд. руб.	19,16
EV, млрд. руб.	32,97
Справедливая цена, руб.	-
Потенциал роста, %	-
Рекомендация	Пересмотр

Млрд. руб.	2010	2011П	2012П
Выручка	55,6	64,3	66
ЕБИТДА	6	10	6,4
Чистая прибыль	0,9	3,7	0,7
P/S	0,324	0,28	0,27
P/E	23	4,9	23,5
EV/ЕБИТДА	5,5	3,5	5,6



- В последнее время появились слухи о интересе АФК Система к активам МРСК Центра и Приволжья, особенно к Кировэнерго. Пока трудно судить о правдивости слухов. Однако, определенные предпосылки к такому интересу действительно есть.
- После разделения Башкирэнерго на генерацию и сети и обмена генерации на акции Интеррао, у холдинга Евтушенкова останется порядка 2200 км высоковольтных ЛЭП и 85000 км распределительных сетей в Башкирии (для сравнения у МРСК ЦП порядка 262000 км сетей). Для холдинга этот актив как чемодан без ручки, так как, с одной стороны, электроэнергетика является непрофильным активом (Башкирэнерго досталось в свое время в нагрузку с Башнефтью), а, с другой стороны, такой небольшой актив в достаточно суровой для инвесторов среде не привлекает покупателей, но требует внимания и инвестиций.
- В целом, можно предположить, что дальнейшая стратегия АФК Системы в отношении своих энергоактивов будет состоять в покупке либо части, либо полностью пакета МРСК холдинга в МРСК ЦП и дальнейшем слиянии с башкирскими сетями АФК. В дальнейшем, можно ожидать причисывания и упаковывания объединенной компании для дальнейшей продажи стратегическому инвестору (вероятно иностранному) пакета АФК.
- Мы считаем, что иностранный инвестор, готовый купить по рыночной цене эти активы, если и появится, то как минимум через 2-3 года, после введения и апробации в реальности новых правил игры в распределительном секторе. Кроме того, не надо забывать и о волатильности на финансовых рынках, которая также может помешать прийти к взаимоприемлемой цене

- За это время в компании возможна масштабная программа по снижению издержек. В этом направлении, мы считаем, есть огромный потенциал. Так, к примеру, если за последние 5 лет количество сотрудников на единицу переданной энергии в МРСК ЦП увеличилось на 10%, то, например, в ОГК4 и ОГК5 аналогичный показатель за 5 лет упал на более чем 40%, а в ТГК10 (Фортум) на более чем 60%. Если же сравнивать, производительность труда в МРСК ЦП с американскими аналогами (данные Mckinsey), то окажется, что количество сотрудников МРСК в 10 раз превышает американский аналог. Кроме того, средняя зарплата в МРСК ЦП на 40% превышает среднюю зарплату в регионах присутствия. Также, очевидно есть резервы в уменьшении стоимости прочих расходов, а также возможно стоимости ремонтов.
- Мы бы выделили следующие сценарии развития дальнейшей ситуации (при условии ограничения роста НВВ (необходимой валовой выручки) не более чем на 10-11% ежегодно в средне-долгосрочной перспективе) и соответствующим им справедливые цены: сохранение статус-кво (справедливая цена и потенциал на уровне 0,24 рубля и 50% upside соответственно) и продажа пакета МРСК холдинга через приватизацию АФК Системе, последующее объединение с башкирскими сетями холдинга с занижением относительной цены МРСК ЦП, начало массивной оптимизации издержек ( по нашим оценкам, есть потенциал снизить операционные издержки (кроме амортизации) на 40%) и подготовки к продаже объединенной компании иностранному стратегу (справедливая цена и потенциал на уровне 0,4 рубля и 150% upside соответственно).
- В целом, мы пока воздерживаемся от рекомендаций по поводу покупки или продажи акций МРСК ЦП, как из-за полной непонятности будущих особенностей RAB-регулирования, так и из-за неокончательной оформленности как решения по приватизации, так и желания АФК в этой приватизации поучаствовать. Кроме того, из-за того, что инвесторы в сектор, в основном, напуганы предыдущим поведением государства, цена продажи пакета и оценки МРСК ЦП в последующей консолидации с башкирскими сетями, может быть заниженной и не сильно отличающейся от текущей капитализации компании.

## Аналитический отдел + 7 (495) 937 3363

### Потавин Александр

Начальник отдела  
тел.: +7 (495) 933-32-34  
доб. тел.: 6188  
[potavin@itinvest.ru](mailto:potavin@itinvest.ru)

### Самарец Ольга

Потребительский сектор  
доб. тел.: 2452  
[samarets@prsp.ru](mailto:samarets@prsp.ru)

### Солодин Дмитрий

Технический анализ  
тел.: +7 (495) 933-32-34  
[solodin@itinvest.ru](mailto:solodin@itinvest.ru)

### Егишянц Сергей

Макроэкономика, мировые рынки  
тел.: +7 (495) 933-32-34  
[egishynts@itinvest.ru](mailto:egishynts@itinvest.ru)

### Наумов Александр

Электроэнергетический сектор  
доб. тел.: 2455  
[anaumov@prsp.ru](mailto:anaumov@prsp.ru)

## Трейдинг + 7 (495) 937 3363

### Лобанов Александр

Начальник отдела  
[lobjr@prsp.ru](mailto:lobjr@prsp.ru)

### Кузнецова Ирина

[kuznetsova@prsp.ru](mailto:kuznetsova@prsp.ru)

### Хмельник Михаил

[hop@prsp.ru](mailto:hop@prsp.ru)

### Билялов Энвер

[bilyalov@prsp.ru](mailto:bilyalov@prsp.ru)

### Зуев Дмитрий

[zouev@prsp.ru](mailto:zouev@prsp.ru)

## Брокерская группа «Ай Ти Инвест - ПРОСПЕКТ»

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

Тел.: +7 (495) 937 3363

Факс: +7 (495) 937 3360

[www.prsp.ru](http://www.prsp.ru)

[www.itinvest.ru](http://www.itinvest.ru)

[www.prospect.com.ua](http://www.prospect.com.ua)

[www.plasma-prospect.com](http://www.plasma-prospect.com)

Представленная информация базируется на достоверных источниках.

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

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

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

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

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

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

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

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