

Холдинг МРСК: по «частям» в три раза дороже

Рейли Константин

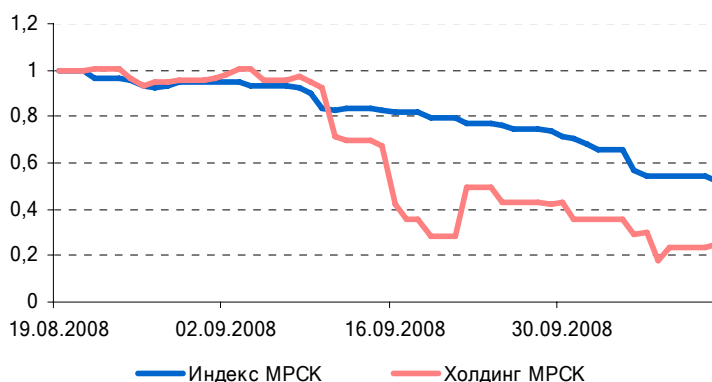
Во время финансового кризиса на российском фондовом рынке образовался целый ряд «аномалий», которые противоречат как финансовой теории, так и практике в докризисный период. Одной из таких «аномалий» стал 64% дисконт между рыночной ценой акций Холдинга МРСК и ценой долей в его дочерних компаниях.

При оценке холдинговых компаний по методу «сумма частей», материнская компания оценивается исходя из рыночной или оценочной стоимости ее долей в дочерних компаниях. После этого к полученной сумме применяется дисконт, который отражает ряд факторов, снижающих стоимость холдинговой компании. Первым фактором является негативное отношение инвесторов к отдельным дочерним компаниям: покупая материнскую компанию, инвесторы не относятся положительно ко всем без исключения ее бизнесам. Другим фактором может стать недобросовестное поведение мажоритарных акционеров или менеджеров, которые могут «выводить» хорошие активы или принимать решения, ущемляющие права миноритарных акционеров. В итоге, инвестор, покупающий акции холдинга, оценивает материнскую компанию дешевле, чем сумма частей.

Одной из холдинговых компаний на российском фондовом рынке является Холдинг МРСК, о котором мы рассказывали в нашем исследовании [«Холдинг МРСК: первое приближение»](#). На наш взгляд, данный холдинг избавлен как от первого, так и от второго факторов, снижающих стоимость холдинговых компаний. Действительно, во-первых, у Холдинга МРСК довольно однородные активы - 11 распределительно-сетевых компаний (МРСК), которые формировались исходя из принципа сопоставимости стоимости активов и их территориальной сопряженности. Во-вторых, Холдинг МРСК, подконтрольный государству, владеет дочерними компаниями, которые являются стратегически важными предприятиями и над которыми, в соответствии с реформой электроэнергетики, планируется сохранение государственного контроля в среднесрочной перспективе. Единственный фактор, которым можно объяснить дисконт между рыночной стоимостью акций Холдинга МРСК и его дочерних компаний - низкая ликвидность акций материнской компании. Однако, после прохождения листинга на российских биржах (сейчас акции Холдинга МРСК торгуются только в системе RTS Board), ликвидность акций Холдинга МРСК возрастет.

Для оценки динамики курсовой стоимости акций торгуемых дочерних компаний мы составили их индекс с равными весами в нем каждой из компаний. После начала торгов 19 августа 2008г. динамика акций Холдинга МРСК и его дочерних компаний (МРСК) была схожей. Однако со второй декады сентября котировки акций Холдинга МРСК стали снижаться более быстрыми темпами, чем в среднем котировки акций МРСК, в результате чего дисконт между рыночной ценой акций Холдинга МРСК и ценой его дочерних компаний расширился.

Рис 1. Динамика котировок акций Холдинга МРСК и индекса МРСК



Источник: Bloomberg, расчеты «ФИНАМа»

Чтобы рассчитать дисконт между долями в дочерних компаниях Холдинга МРСК и рыночной стоимостью самого холдинга, мы провели оценку по методике «сумма частей». При этом мы использовали ряд предпосылок:

- Доли Холдинга МРСК в его дочерних компаниях равны тем, что указаны в ежеквартальных отчетах дочерних обществ и на их сайтах.
- Капитализации дочерних компаний мы рассчитали на основе котировок их акций на ММВБ по данным на закрытие 13 октября.
- Цену неторгуемой Тюменьэнерго, которая принадлежит на 100% Холдингу МРСК, мы рассчитали исходя из ряда финансовых и натуральных мультипликаторов.
- При расчете стоимости привилегированных акций мы использовали дисконт к обыкновенным акциям в размере 35%.
- По данным на сайте Фондовой биржи РТС, уставной капитал Холдинга МРСК разделен на 41 041 753 984 обыкновенных акции и 2 075 149 384 привилегированных акции с одинаковым номиналом 1 руб.

Табл. 1. Оценка капитализации Холдинга МРСК методом составных частей.

| Дочерняя компания | Тикер РТС | Доля Холдинга МРСК в дочерн. комп. | Рыночная стоимость доли в дочерн. комп., \$ млн. |
|-------------------------|-------------|------------------------------------|--|
| МРСК Центра | MRKC | 50,23% | 367 |
| МРСК Северо-Запада | MRKZ | 55,38% | 132 |
| МРСК Урала | MRKU | 51,52% | 416 |
| МРСК Сибири | MRKS | 52,88% | 272 |
| МРСК Юга | MRKY | 51,65% | 138 |
| МРСК Волги | MRKV | 67,63% | 208 |
| МРСК Центра и Приволжья | MRKP | 50,40% | 271 |
| МРСК Северного Кавказа | MRKK | 58,25% | 37 |
| «Ленэнерго» | LSNG | 67,34%* | 546 |
| МОЭСК | MSRS | 50,90% | 908 |
| Тюменьэнерго | - | 100,00% | 954 (оценка ФИНАМ) |
| Холдинг МРСК | MRKH | | 4 249 |

Источник: данные компаний, расчеты «ФИНАМа»

* доля обыкновенных акций Ленэнерго, принадлежащих Холдингу МРСК

Расчетная капитализация Холдинга МРСК, исходя из рыночной стоимости котируемых дочерних компаний и нашей оценки Тюменьэнерго, составляет \$4 249 млн. что соответствует оценке обыкновенной и привилегированной акции, указанной в таблице.

Табл. 2. Расчетная и текущая цена акций Холдинга МРСК, долл.

| Тикер | Текущая цена акции | Расчетная цена акции | Дисконт |
|-------|--------------------|----------------------|---------|
| MRKH | 0,036 | 0,100 | -64% |
| MRKHP | 0,033 | 0,065 | -49% |

Источник: расчеты «ФИНАМа»

Таким образом, мы считаем, что дисконт в 64% между рыночной ценой обыкновенной акции Холдинга МРСК и их расчетной ценой является одной из рыночных «аномалий» и будет сужаться по мере стабилизации ситуации на рынке. В итоге, мы рекомендуем инвесторам, которые сделали ставку в электроэнергетике на распределительной сегмент, обратить внимание на обыкновенные акции Холдинга МРСК.

Аналитический Отдел

Бутов Александр
Butov@finam.ru
Руководитель отдела

Аналитики:

Сергиевский Владимир
Sergievskiy@finam.ru
Стратегии, Банки, Инфраструктура, Металлургия

Фильченков Сергей
Filchenkov@finam.ru
Потребительский сектор

Фролов Михаил
Frolov@finam.ru
Химия, Нефтехимия

Романов Константин
Romanov@finam.ru
Машиностроение, Банки

Рейли Константин
Reily@finam.ru
Электроэнергетика

Сулинов Алексей
Sulinov@finam.ru
Младший аналитик, Металлургия

Круглов Денис
Kruglov@finam.ru
Младший аналитик

Зиянгулова Айгуль
Ziyangulova@finam.ru
Ассистент аналитика

Голышева Юлия
Golysheva@finam.ru
Ассистент аналитика

Инвестиционный Холдинг "Финам"

Справочно-консультационный центр
Оперативные ответы на все ваши вопросы по телефонам
+7 (495) 796-90-26,
+7 (495) 796-93-88, доб. 221
+7 (800) 200-44-00 (бесплатно по России)

Департамент «Инвестиционный»
Серебренников Дмитрий
Ag@finam.ru
+7 (495) 604-84-34

Отдел международной торговли
Юдашкин Григорий
Yudashkin@finam.ru
+7 (495) 604-81-68, Факс: +7 (495) 604-81-07

Отдел по работе с институциональными инвесторами
Залко Александр
Zalko@finam.ru
+7 (495) 604-81-65

Служба по связям с общественностью и СМИ
Кочетков Владислав
Kochetkov@finam.ru
+7 (495) 604-82-36

Отдел pre-sales
Дюпин Алексей
alex@d@finam.ru
+7 (495) 796-93-88, доб. 248

Управление по работе с регионами
Колоусов Денис
Kolousov@finam.ru
+7 (495) 796-93-88, доб. 105

Любченко Кирилл
Lyubchenko@finam.ru
Переводчик

Татаринов Александр
Tatarinov@finam.ru
Переводчик

Веда Марк
Veda@finam.ru
Главный редактор

Настоящий материал и содержащиеся в нем сведения предназначены для клиентов ЗАО «ФИНАМ», носят исключительно информативный характер и не могут рассматриваться ни как приглашение или побуждение сделать оферту, ни как просьба купить или продать ценные бумаги/другие финансовые инструменты, либо осуществить какую-либо иную инвестиционную деятельность. Представленная информация подготовлена на основе источников, которые, по мнению авторов данного аналитического обзора, являются надежными, но при этом отражает исключительно мнение авторов относительно анализируемых объектов. Несмотря на то, что настоящий обзор был составлен с максимально возможной тщательностью, ни его авторы, ни ЗАО «ФИНАМ» не заявляют и не гарантируют ни прямо, ни косвенно его точность и полноту. Любая информация и любые суждения, приведенные в данном материале, являются суждением на момент публикации настоящего аналитического обзора и могут быть изменены без предупреждения. Ни ЗАО «ФИНАМ», ни его сотрудники не несут ответственности за какие-либо потери, возникшие в результате использования настоящего материала либо в какой-либо другой связи с ним. Копирование, воспроизводство и/или распространение настоящего материала, частично или полностью, без письменного разрешения ЗАО «ФИНАМ» категорически запрещено.