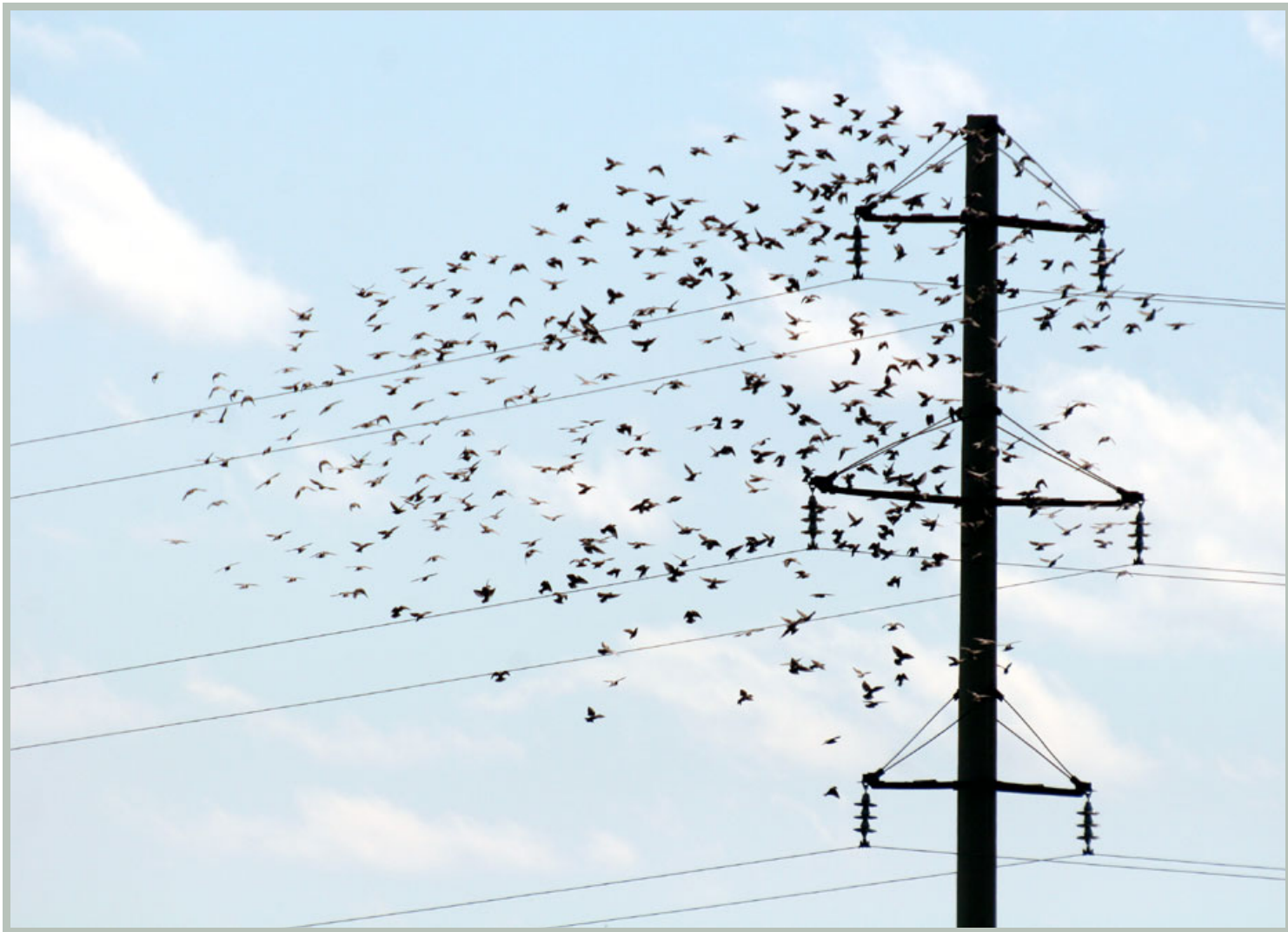




ФСК. Надежная опора для инвестора



Иван Хромушин
+7 (495) 980 43 89
Ivan.Khromushin@Gazprombank.ru

Дмитрий Котляров
+7 (495) 913 78 26
Dmitry.Kotlyarov@Gazprombank.ru


ГАЗПРОМБАНК

ФСК. Надежная опора для инвестора

Целевая цена **0,53 руб. (0,022 долл.)**
 Потенциал роста **65%**
 Рекомендация **ПОКУПАТЬ**

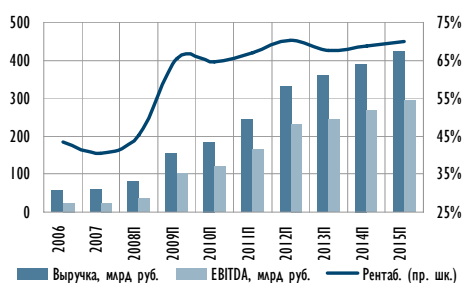
Акции ФСК	
Тикер	FEES
Количество акций	1 153 514 196 362
Рын. цена акции, руб.	0,32
Рын. капитализация, млн долл.	14 730
Free-float	18%

История торгов акциями ФСК на ММВБ



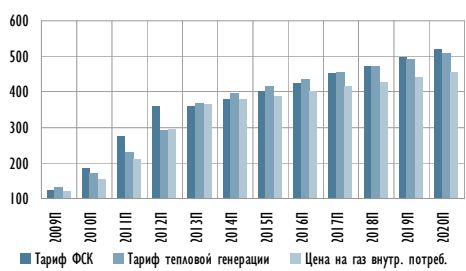
Источник: Reuters

Прогноз выручки, EBITDA и рентабельности ФСК



Источник: ФСК, прогнозы Газпромбанка

Прогноз роста тарифов и цен на газ (2008 г.=100)



Источник: ФСК, прогнозы Газпромбанка

С выходом данного отчета мы начинаем анализ Федеральной сетевой компании Единой энергетической системы (ФСК) – крупнейшей по капитализации компании, выделенной из РАО «ЕЭС России».

В силу кризисной ситуации на фондовом рынке, особенно в секторе электроэнергетики, интерес к акциям ФСК, которые только-только появились на биржах, пока низкий. Однако мы полагаем, что данный негатив в перспективе перевесят сильные фундаментальные факторы:

- С 2010 года ФСК перейдет на принципиально новую для России систему тарифообразования RAB, которая должна обеспечить гарантированный возврат и справедливый доход на инвестированный капитал, а также значительный рост денежных потоков компании. По нашим оценкам, первоначальная база RAB на начало 2010 г. составит 29,3 млрд долл., а ставка доходности - 10% в номинальном выражении после налогов.
- При определении нормы доходности инвестированного капитала регулятором выбрана схема максимизации доходов в первые годы после перехода на RAB через установление номинальной ставки (а не более низкой реальной) в целях обеспечения потребностей ФСК в крупных инвестициях до 2020 г.
- Высокий размер капитальных вложений ФСК перестанет быть негативом для компании с переходом на RAB, поскольку в силу специфики этой методики все осуществленные инвестиции окупаются соразмерным увеличением денежных потоков в будущих периодах.
- ФСК получила около 14 млрд долл. денежных средств и активов в результате реорганизации РАО «ЕЭС России», по нашим оценкам, что полностью покрывает потребности компании в финансировании инвестиций до перехода на RAB.
- Изменение методики регулирования ФСК существенно повысит прогнозируемость денежных потоков и снизит подверженность компании внешнему негативному воздействию. Главным ориентиром стоимости ФСК станет соотношение EV/RAB, которое при ставке доходности инвестированного капитала на уровне WACC (средневзвешенной стоимости капитала) должно быть близко к единице.

Наша оценка стоимости ФСК основана на модели дисконтированных денежных потоков с учетом перехода компании на новый принцип тарифного регулирования RAB (Regulatory Asset Base) в 2010 году.

По нашим расчетам, целевая цена 2008 года составляет 0,53 руб. или 0,022 долл. за акцию, что предполагает потенциал роста от текущих котировок на 65%. Наша рекомендация по акциям ФСК – ПОКУПАТЬ.

Прогноз финансовых показателей ФСК до 2015 г.	2007	2008	2009	2010	2011	2012	2013	2014	2015
Выручка от реализации, млн руб.	60 410	79 765	153 738	184 558	244 863	331 417	359 109	389 611	422 009
EBITDA, млн руб.	24 483	35 971	100 700	119 291	164 117	233 269	242 820	268 059	294 777
Рентабельность EBITDA	41%	45%	66%	65%	67%	70%	68%	69%	70%
Чистая прибыль, млн руб.	5 359	14 007	53 542	64 082	88 572	129 094	125 254	133 427	143 358
Капитальные вложения, млн руб.	60 411	150 405	217 745	237 801	237 756	234 761	249 330	260 301	271 754
Свободный денежный поток, млн руб.	68 713	41 409	731	-68 163	-110 264	-54 883	-47 108	-35 776	-23 792
Чистый долг, млн руб.	3 352	-91 428	-75 629	1 355	119 556	191 118	262 062	325 975	381 527
Чистый долг/EBITDA	0,14	-2,54	-0,75	0,01	0,73	0,82	1,08	1,22	1,29
База RAB, млрд руб.				731	944	1 165	1 377	1 599	1 827

Источник: данные компании, прогнозы Газпромбанка

Иван Хромушин
 +7 (495) 980 43 89
 Ivan.Khromushin@Gazprombank.ru

Дмитрий Котляров
 +7 (495) 913 78 26
 Dmitry.Kotlyarov@Gazprombank.ru

Copyright © 2003-2008. «Газпромбанк» (Открытое акционерное общество)
 Все права защищены



СОДЕРЖАНИЕ ОТЧЕТА

Инвестиционное заключение	3
Оценка стоимости ФСК	6
Модель дисконтированных денежных потоков	6
Сравнение с зарубежными аналогами	8
Оценка по целевому коэффициенту EV/RAB	9
Согласование результатов оценки	10
Создание ФСК – одной из крупнейших энергосистем мира	11
История появления ФСК	11
Специфика бизнеса и основные активы ФСК	12
ФСК в международном контексте	14
Переход на прогрессивную систему регулирования RAB	15
Изменение метода регулирования, преимущества RAB	15
Как работает RAB	15
Особенности установления первоначальной базы и доходности	17
Тарифы на услуги ФСК будут расти	19
Основные риски регулирования	19
Растущий рынок – драйвер бизнеса	21
Прогнозы роста энергопотребления в России	21
Стратегические цели и задачи ФСК	21
Большая компания – масштабные инвестиции	22
Инвестпрограмма на 2008 год	23
Источники финансирования инвестиционной программы ФСК	23
ФСК – публичная компания	25
Акционеры ФСК	25
Выход акций на биржу	25
ФСК как «голубая фишка»	26
Дивидендная политика	26
Приложение	27
Специфика анализа финансовой отчетности ФСК	27
Ключевые параметры регулирования, влияющие на оценку	27
Таблица 1. Основные макроэкономические предположения модели ФСК	28
Таблица 2. Прогноз отчета о прибылях и убытках ФСК	28
Таблица 3. Прогноз баланса ФСК	29
Таблица 4. Прогноз отчета о движении денежных средств ФСК	29



Инвестиционное заключение

ФСК – новая «голубая фишка» на российском рынке акций

ФСК является естественным монополистом, контролирующим магистральный сетевой комплекс России – основу электроэнергетической инфраструктуры страны. Деятельность компании имеет общенациональный масштаб и характеризуется стратегической важностью.

ФСК стала самой дорогой по капитализации электроэнергетической компанией страны после реорганизации РАО ЕЭС и вошла в число крупнейших магистрально-сетевых компаний мира. Протяженность сетей ФСК превышает 122 тыс. км, а подключенная мощность потребителей – свыше 90 тыс. МВт. По сетям ФСК ежегодно передается около 36% производимой в России электроэнергии.

ФСК прочно входит в число крупнейших подконтрольных государству стратегических компаний России наряду с Газпромом, Транснефтью, РЖД, Роснефтью и Сбербанком. Мы ожидаем существенного увеличения масштаба деятельности компании в ближайшие 5-7 лет.

Перед ФСК поставлена амбициозная задача по реконструкции и повышению надежности сети и строительству новых объектов инфраструктуры. Среднегодовой объем капитальной программы ФСК до 2020 года составит около 200 млрд руб. в текущих ценах.

ФСК претендует на звание «голубой фишки» от электроэнергетики и в перспективе вместе с РусГидро, а также Холдингом МРСК может заменить собой ушедшие акции РАО ЕЭС, многие годы входившие в число лидеров российского фондового рынка.

Количество акций ФСК в свободном обращении составляет, по нашим оценкам, 18% от уставного капитала, капитализация free-float – соответственно 2,7 млрд долл. против 6,3 млрд долл. у РусГидро.

Мы начинаем покрытие компании с рекомендацией ПОКУПАТЬ и целевой ценой 0,53 руб. или 0,022 долл. за акцию.

Изменение регулирования – важнейшее событие для компании

Государство поддерживает ФСК в реализации инвестиционной программы, разделяя понимание необходимости ее ускоренного осуществления. На эти цели компании при ее формировании были переданы активы общей стоимостью порядка 14 млрд долл., по нашим расчетам. Кроме того, в конце 2008 г. – начале 2009 г. компания проведет допэмиссию для получения бюджетных средств.

Однако основным «вкладом» государства в реализацию инвестиционной программы ФСК стало решение о переводе компании на новую методику тарифообразования – RAB-регулирование, суть которого состоит в обеспечении возврата инвестированного капитала и справедливой доходности на него.

С переходом на RAB высокий размер инвестиционной программы ФСК перестает быть негативом для компании, поскольку все осуществленные инвестиции окупаются соразмерным увеличением денежных потоков в будущих периодах.

Кроме того, было принято решение таргетировать номинальную ставку доходности на инвестированный капитал (в противовес существенно более низкой реальной ставке с ежегодной индексацией базы капитала на инфляцию), что обеспечит в 2–2,5 раза более высокие денежные потоки в первые 7-10 лет после перехода на RAB.

Согласно нашим расчетам, выручка ФСК в 2008–2015 гг. будет расти среднегодовыми темпами (CAGR) 27% и увеличится с 79,8 млрд в 2008 году до 422 млрд в 2015 году. При этом рентабельность EBITDA повысится с 45% в 2008 году до 70% в 2015 году.

Доля тарифа ФСК в конечной стоимости электроэнергии для потребителей составляет около 6%, что дает возможность обеспечить резкий скачок тарифов в 2010–2012 гг. после перехода на RAB-регулирование.

Основные «фишки» в электроэнергетике

Компания	Рын. кап., млрд долл.	Free- float	Кап. free-float, млрд долл.
РусГидро	15,6	40%	6,3
ФСК	14,7	18%	2,7
Холдинг МРСК*	6,3	50%	3,2
Мосэнерго	4,0	25%	1,0
МОЭСК	4,5	14%	0,6
ТГК-1	2,2	22%	0,5
МРСК Ц. и Прив.	1,2	33%	0,4
ОГК-5	3,5	12%	0,4

Источники: Bloomberg, расчеты Газпромбанка

*По котировкам RTS Board



Мы полагаем, что после изменения методики регулирования ФСК ее акции станут одним из защитных инструментов в периоды нестабильности на финансовых рынках. Сравнительно высокая рублевая доходность на инвестированный капитал, стабильность денежных потоков и статус госкомпании могут привлечь крупных институциональных инвесторов, таких как страховые компании и пенсионные фонды.

При правильном применении методика RAB обеспечивает сохранение капитала в условиях инфляции и справедливую доходность на него. Мы считаем акции компании с гарантированной рублевой доходностью на вложенный капитал на уровне 8-10% годовых весьма привлекательными.

Ключевые риски

Все основные риски с точки зрения акционерной стоимости ФСК связаны с предстоящим переходом компании на RAB-регулирование. Само решение об изменении методики тарифообразования уже принято, поэтому риск затягивания сроков перехода мы оцениваем как достаточно низкий. Главная неопределенность лежит в области установления конкретных параметров регулирования ФСК. В связи с этим мы выделяем следующие риски:

- перенос сроков перехода на RAB-регулирование;
- занижение первоначальной величины регулируемой базы активов;
- установление неадекватных ставок доходности на капитал;
- использование регулятором «тонких настроек» для сдерживания роста тарифа.

Оценка стоимости ФСК

Мы провели оценку стоимости ФСК на основе подробной DCF-модели с учетом всех особенностей методики RAB-регулирования. Для тестирования результатов модели мы также оценили стоимость ФСК по методу компаний-аналогов и на основе целевого множителя EV/RAB.

Модель дисконтированных денежных потоков

Оценка ФСК по методу дисконтированных денежных потоков дала целевую цену 1 акции ФСК на конец 2008 года в размере 0,53 руб. Ключевыми параметрами DCF-модели ФСК являются следующие:

- прогнозная величина первоначальной базы RAB;
- соотношение ставок доходности на инвестированный капитал в номинальном выражении и WACC компании;
- оценочная величина переданных ФСК денежных средств и активов.

Наш подход к оценке величины первоначальной базы регулируемых активов (iRAB) основывается на оценке стоимости основных средств ФСК 2008 года с корректировкой на индекс потребительских цен и учетом инвестиционной программы и возврата капитала в 2009 году. К полученной величине мы прибавили консервативную 10%-ную премию, характеризующую разрыв между бухгалтерской стоимостью основных средств и реальной стоимостью замещения активов.

В базу RAB не войдут основные средства, созданные за счет собранной с потребителей платы за технологическое присоединение к сетям ФСК. В то же время риск невключения в RAB переданных ФСК денежных средств и долей в генкомпаниях практически отсутствует, так как они достались ФСК не бесплатно, а в качестве оплаты государством допэмиссии акций.

Ставки доходности на инвестированный капитал устанавливаются регулятором на уровне, близком средневзвешенной стоимости капитала, которая составляет для ФСК 11,0% в рублях, по нашим расчетам.

При этом регулятор может предоставлять дополнительные стимулы для ФСК путем установления относительно низкого норматива заемных средств, оставляя компании возможности для достижения экономии путем увеличения доли заемного капитала.

В целях недопущения резкого скачка тарифов в первом периоде регулирования для «старого» инвестированного капитала (созданного до перехода на RAB) будут установлены пониженные ставки доходности по аналогии с расpredсетами.



Мы полагаем, что в первом периоде регулирования размер ставки на «старый» капитал составит 6% в 2010 году, 8% в 2011 году и 10% в 2012 году. Для «нового» инвестированного капитала уровень ставки доходности составит 10%. Во втором и третьем периодах ставка останется на уровне 10%.

Результаты оценки ФСК по модели ДДП, млн руб.

	2008	2009	2010	2011	2012	2013-2022
Выручка от реализации	79 765	153 738	184 558	244 863	331 417	5 210 455
ЕВИТ	18 067	73 853	83 351	118 682	178 398	2 525 498
Денежные налоги на ЕВИТ	-4 045	-4 307	-12 966	-25 234	-36 926	-500 086
НОРАТ (Неоперационная прибыль после налогов)	14 023	69 546	70 385	93 448	141 472	2 025 412
Износ и амортизация	8 854	26 671	35 781	45 293	54 743	1 161 104
Денежный поток до изменения оборотного капитала	22 876	96 217	106 167	138 740	196 215	3 186 516
Сокращение/(увеличение) рабочего капитала	-47 143	-10 133	-14 720	-11 249	-16 337	-70 660
Операционные денежные потоки	-24 266	86 084	91 447	127 492	179 878	3 115 856
Капитальные вложения	-150 405	-217 745	-237 801	-237 756	-234 761	-2 802 626
Неоперационный денежный поток	216 081	132 392	78 192			
Дисконтир. ден.поток конец 2009 года	-214 113	-237 685	-61 403	-89 479	-40 121	774 483
Свободный денежный поток	41 409	731	-68 163	-110 264	-54 883	313 230
Дисконтированный денежный поток конец 2008 года	41 409	658	-55 314	-80 605	-36 142	42 914
Денежный поток постпрогнозного периода	0	0	0	0	0	2 825 442
Дисконтированный ден. поток постпрогн. периода	654 764	н/п	н/п	н/п	н/п	н/п

Источник: расчеты Газпромбанка

Расчет целевой цены и потенциала роста (ДДП)

	конец 2008
Часть денежного потока 2008 года	млн руб. 41 409
Дисконтированный денежный поток 2009-2020 гг.	млн руб. -128 488
Дисконтированный денежный поток постпрогн. периода	млн руб. 654 764
Итого денежный поток	млн руб. 526 275
Итого дисконтир. ден.поток	млн руб. 567 685
Минус: Чистый долг на конец года	млн руб. -91 428
Минус: Доля миноритарных акционеров на конец года	млн руб. 0
Итого стоимость акционерного капитала	млн руб. 659 112
Число акций (с учетом планируемой допэмиссии)	млн штук 1 239 955
Общее число акций, текущее	млн акций 1 153 514
Целевая цена (конец 2008 г.)	руб./акция 0,53

Источник: расчеты Газпромбанка

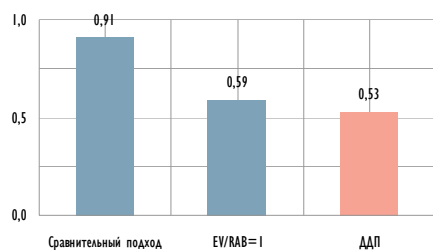
Оценка методом аналогов и по мультипликатору EV/RAB

Для тестирования результатов нашей модели мы провели оценку ФСК по средним для зарубежных компаний-аналогов финансовым и производственным коэффициентам. Стоимость 1 акции ФСК по методу компаний-аналогов составила 0,91 руб.

Базовая логика RAB-регулирования состоит в том, что при ставке дохода, равной WACC, и отсутствии стимулирующих мер, справедливый уровень соотношения EV/RAB должен быть близок единице, что в целом подтверждается мировой практикой. Исходя из целевого соотношения EV/RAB=1 и нашей оценки первоначального RAB с дисконтированием на конец 2008 года, целевая стоимость 1 акции компании составила 0,59 руб.

В окончательной оценке целевой цены акций ФСК (0,53 руб.) мы учли только результаты модели дисконтированных денежных потоков, дающей, с нашей точки зрения, наиболее адекватное представление о потенциале компании.

Результаты оценки ФСК, руб. за акцию



Источник: ФСК, расчеты Газпромбанка



Оценка стоимости ФСК

Модель дисконтированных денежных потоков

Мы провели оценку стоимости ФСК методом дисконтированных денежных потоков (ДДП), включив в свою модель новую методику RAB, переход ФСК на которую ожидается в 2010 году. Наша модель основывается на двух ключевых нормативных документах по методике RAB-регулирования:

- Методические указания по регулированию тарифов с применением метода доходности инвестированного капитала, утвержденные приказом ФСТ №231-э от 26 июня 2008 года и
- проект правил определения стоимости активов и размера инвестированного капитала.

В аспектах, не покрытых нормативными документами, мы руководствовались зарубежным опытом работы методики RAB-регулирования и презентационными материалами менеджмента ФСК и представителей ФСТ.

Специфика RAB-регулирования и основные допущения модели

Мы полагаем, что ФСК перейдет на RAB-регулирование с 1 января 2010 года. Учитывая, что к этому моменту применение RAB-методики уже будет «обкатано» на распределительных компаниях, мы оцениваем риск задержки перехода ФСК на RAB как достаточно низкий.

Мы исходим из умеренных оценок регулируемых ставок доходности на инвестированный капитал, которые должны быть ниже, чем для распределительных сетевых компаний. При этом разработчиками методики RAB-регулирования в России было принято решение устанавливать не реальную, а номинальную ставку дохода на инвестированный капитал, не применяя индексацию инвестированного капитала на инфляцию.

Основные допущения, принятые при построении ДДП-модели

Параметр	Значение
Переход на RAB-регулирование	2010 г.
Первоначальная база активов (iRAB), конец 2009 г.	731 млрд руб.
Соотношение базы RAB и остаточной стоимости основных средств, конец 2009 г.	1,1
Срок амортизации активов	35 лет
Ставка возврата инвестированного капитала	2,86%
Доходность на RAB:	
I период (2010-2012 гг.), старый капитал	ср. 8%
I период, новый капитал	10%
II период (2013-2017 гг.)	10%
III период (2018-2022 гг.)	10%
Ставка дисконтирования	11,01%
Прогнозный период	до 2022 года
Темп роста денежного потока в постпрогнозном периоде	0%

Источник: ФСК, оценки Газпромбанка

Оценка первоначальной базы RAB

Первоначальная регулируемая база активов (остаточная стоимость инвестированного капитала) будет определена на начало 2009 года независимым оценщиком на основе стоимости замещения существующих активов компании с учетом физического износа. База RAB на начало 2010 года, которая станет основой для расчета дохода на инвестированный капитал ФСК, будет рассчитана с учетом инфляции и капитальных вложений в 2009 году за минусом величины возврата инвестированного капитала за 2009 год.

Мы рассчитали величину первоначальной базы RAB на конец 2009 г. на основе прогнозной балансовой стоимости основных средств ФСК по МСФО на конец 2008 года с учетом рассмотренных выше корректировок на инфляцию, инвестпрограмму и возврат капитала. Наша оценка iRAB составила 731 млрд руб., что предполагает консервативную премию к прогнозной величине основных средств компании в размере 10%.

Величина полной стоимости инвестированного капитала ФСК на начало 2010 года составит, по нашим расчетам, 1239 млрд руб. (прогноз уровня физического износа активов – 41%). На основе этого показателя (по ставке 1/35) будет рассчитываться величина возврата инвестированного капитала, включаемая в выручку ФСК.

Наша модель DCF полностью учитывает переход ФСК на RAB-регулирование в 2010 году. Моделирование выручки по методике RAB основано на Методических указаниях ФСТ

Для переходного периода регулирования будет принята дифференциация ставок доходности для «старого» и «нового» капитала, чтобы избежать чрезмерного единовременного повышения тарифов

Первоначальная регулируемая база активов будет установлена регулятором. Наша оценка составляет 731 млрд руб. (29,3 млрд долл.)



Как и в случае распределения ставки доходности для ФСК будут установлены в номинальном выражении, при этом база капитала индексироваться не будет

Наша оценка номинальной ставки после налогов составляет 8% в среднем на I период регулирования с дифференциацией по годам и 10% на последующие

Чтобы избежать единовременного резкого скачка тарифов ФСК применит механизм сглаживания выручки в течение I периода регулирования

При сглаживании выручки среднегодовой темп повышения тарифов в 2010-2012 гг. составит менее 25%

Ставки доходности и возврата инвестированного капитала

Ставки доходности по аналогии с распределительными сетевыми компаниями устанавливаются в номинальном выражении после налогов. Отсутствие ежегодной индексации регулируемой базы капитала на темпы инфляции компенсируется через установление номинальной ставки дохода на RAB, компенсирующей инфляцию.

Ставки устанавливаются после налогов, что избавляет от необходимости корректировать объявленные регулятором номинальные ставки на налогообложение. При этом доход на капитал начисляется с величины остаточной стоимости инвестированного капитала в полном размере без корректировки на налоги. Налоговые платежи увеличивают неподконтрольные расходы ФСК и полностью закладываются в выручку в дополнение к доходу на RAB, возврату капитала и пр.

Номинальная ставка доходности инвестированного капитала, как мы полагаем, будет установлена на 0,5–1,5% ниже номинальной средневзвешенной стоимости капитала и составит:

- в рамках переходного периода регулирования на «старый» инвестированный капитал (созданный до перехода на RAB) – 6% в 2010 г., 8% в 2011 г. и 10% в 2012 г., на «новый» капитал – 10%;
- на второй и последующие периоды регулирования – 10%.

Исходя из срока возврата инвестированного капитала в течение 35 лет, ставка возврата RAB в номинальном выражении составит 1/35 или 2,86% от полной стоимости инвестированного капитала.

Сглаживание выручки при переходе на RAB

По нашим оценкам, переход на RAB должен был бы привести к единовременному росту тарифов ФСК в 2010 году на 108%, что, несмотря на низкую долю тарифа ФСК в конечной стоимости электроэнергии для потребителей (около 6%), является, на наш взгляд, нереалистичным. В связи с этим принято предварительное решение о том, что повышение тарифов будет сдерживаться в течение первого периода регулирования двумя способами:

- сглаживанием выручки с учетом изменения стоимости денег во времени;
- установлением более низкой доходности на инвестированный капитал, созданный до перехода на RAB, в первом периоде регулирования.

При использовании механизмов сглаживания выручки средние темпы роста тарифов ФСК, по нашим оценкам, составят в 2010 году 50,6%, в 2011 и 2012 гг. – 48,3% и 30,9% соответственно. Среднегодовой темп роста тарифов ФСК в 2010–2013 гг. достигнет 22%.

Влияние инфляции и инвестиций на стоимость компании

Особенностью RAB-регулирования является тот факт, что при адекватном применении данной методики стоимость компании не зависит ни от темпов инфляции, ни от размера капитальной программы. Инвестиции увеличивают базу RAB, на которую начисляется доход, а все основные показатели расчета тарифов индексируются с учетом потребительских цен. Операционные расходы и затраты на налогообложение компенсируются в выручке на основании прогнозных показателей деятельности компании на очередной долгосрочный период регулирования. При расхождении прогнозных параметров с плановыми осуществляется корректировка выручки в следующем году.

Стимулирование операционной эффективности

Мы полагаем, что для ФСК большое значение будет иметь экономия за счет снижения потерь электроэнергии в сетях. ФСК начала реализацию масштабной инвестиционной программы с комплексной реконструкцией подстанций и модернизацией линий электропередачи, что, согласно нашим оценкам, приведет к снижению потерь с текущего уровня 4,6% до 4,24% к 2015 и 3,84% к 2020 году.

Переход на RAB-регулирование станет для ФСК стимулом снижать расходы, в первую очередь, за счет сокращения потерь в сетях

В отношении экономии от снижения операционных расходов мы настроены более скептически. Основным источником экономии операционных затрат, с нашей точки зрения, может стать сокращение расходов на заработную пла-



Мы сдержанно оцениваем возможности ФСК существенно снизить прочие расходы

ту. В результате внедрения современных технологий ФСК сможет оптимизировать численность сотрудников, в особенности на подстанциях. Кроме того, часть персонала может быть выведена за штат.

В то же время, по нашим расчетам, экономия на операционных затратах не сможет перевесить эффект от увеличения затрат в результате расхождения между темпами роста цен производителей (с которыми повышаются операционные расходы ФСК) и потребительских цен (на основе которых устанавливается тариф ФСК). По нашим прогнозам, до 2015 года цены производителей будут расти опережающими темпами по сравнению с индексом потребительских цен, превышая их в среднем на 1,5-2,5 п.п.

Прогноз финансовых показателей ФСК после перехода на RAB

При использовании механизма сглаживания выручки и установления пониженной нормы доходности на «старый» капитал, созданный до перехода на RAB, в среднем 8% на переходный период регулирования, темп роста выручки в 2010 году составит 20%, а среднегодовой темп в 2010-2013 гг. достигнет 24%.

Рентабельность ФСК по EBITDA, согласно нашим расчетам, возрастет с 45% в 2008 году до 65% в 2010 г. и 70% в 2015 г. Столь высокий уровень связан с тем, что в расчет данного показателя полностью попадают три крупных составляющих выручки – доход на капитал, возврат капитала и часть выручки, предназначенная для компенсации налога на прибыль.

При построении прогнозов потребностей ФСК в капиталовложениях на 2013–2020 гг. мы опирались на ожидания менеджмента компании. Общая величина капиталовложений за этот период, по нашим оценкам, составит порядка 1,6 трлн руб. в ценах 2008 года или 2,4 трлн руб. с учетом инфляции.

Одним из крупных источников финансирования инвестпрограммы в ближайшие годы будет плата за технологическое присоединение к сетям. Активы, созданные за счет ПТП, не включаются в базу RAB, однако увеличивают амортизацию, уменьшая тем самым налогооблагаемую базу.

Руководство ФСК ожидает, что поступления от ПТП достигнут максимума в 2009 году и составят около 64 млрд руб., а с 2010 года снизятся в связи с изменением структуры ПТП после перехода на RAB в среднем до 15 млрд руб. в год.

Долговая нагрузка компании будет постепенно увеличиваться, но останется на достаточно низком уровне. Соотношение долг/EBITDA не превысит 1,4, а EBITDA/процентные расходы не опустится ниже 12,5. Отметим, что RAB-регулирование предполагает компенсацию процентных расходов компании через начисление дохода на базу RAB, в том числе, ту ее часть, которая создана за счет заемных средств.

Дивидендные выплаты, по нашим прогнозам, будут находиться на невысоком уровне около 5% от чистой прибыли в связи со значительным размером инвестиционной программы.

Активы, переданные на баланс ФСК при реорганизации РАО ЕЭС

Помимо ожидаемого перехода ФСК на тарифообразование на основе обеспечения доходности инвестированного капитала еще одним важнейшим фактором с точки зрения перспектив развития компании является передача на ее баланс активов стоимостью порядка 352 млрд рублей (14 млрд долл.), согласно нашим расчетам (подробнее см. стр. 12).

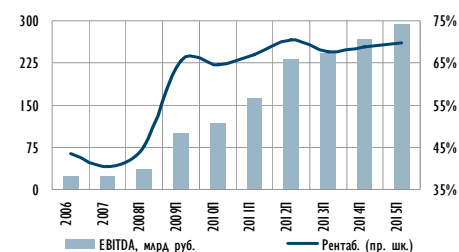
Сравнение с зарубежными аналогами

В дополнение к построенной нами модели дисконтированных денежных потоков ФСК мы провели сравнительную оценку с зарубежными компаниями, основным видом бизнеса которых является передача электроэнергии по линиям высокого и сверхвысокого напряжения и акции которых представлены на бирже.

Для целей проведения сравнительного анализа мы выбрали 11 магистральных сетевых компаний, работающих в Восточной и Западной Европе, США, Латинской Америке и Азии.

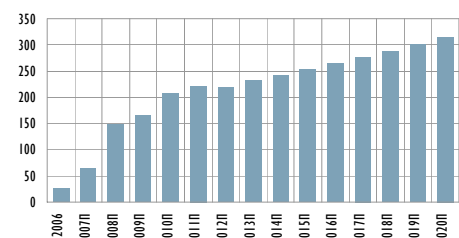
Мы сравнили ФСК с зарубежными компаниями по прогнозным финансовым мультипликаторам EV/EBITDA, P/E, EV/Sales на 2009 год, а также по текущим соотношениям EV/Assets и EV/Lines.

Прогнозная динамика рентабельности EBITDA ФСК



Источник: ФСК, прогнозы Газпромбанка

Прогнозная динамика капитальных затрат ФСК



Источник: ФСК, прогнозы Газпромбанка

На баланс ФСК при реорганизации РАО «ЕЭС России» были переданы активы общей стоимостью порядка 14 млрд долл.

Сравнение ФСК с зарубежными аналогами по основным коэффициентам показало ее существенную недооценку

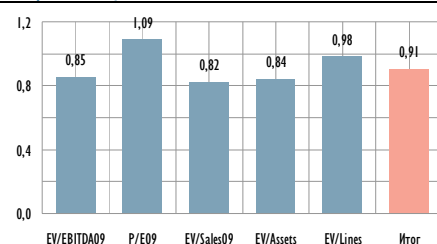


Зарубежные компании-аналоги ФСК

Компания	Страна	Рын. кап., млрд долл.	EV/EBITDA	P/E	EV/Sales	EV/Assets	EV/Lines
National Grid	Великобритания	32,2	8,5	11,0	2,7	0,9	2821,2
Red Electrica	Испания	7,9	8,3	15,2	5,9	1,5	348,8
Terna	Италия	8,0	7,3	15,1	5,2	1,0	298,3
Power Grid Corp.	Индия	8,8	18,8	24,6	11,4	1,5	63,7
Interconexion Electrica	Колумбия	4,5	4,3	30,7	3,1	0,8	553,5
Transmissao Paulista	Бразилия	4,2	5,6	9,0	4,4	1,5	236,1
ITC Holdings	США	2,8	13,8	27,7	9,0	1,6	207,4
Elia	Бельгия	1,9	9,7	14,2	4,1	0,9	592,6
REN	Португалия	2,4	9,3	12,6	5,9	0,9	699,2
Transelectrica	Румыния	0,7	5,0	8,6	0,8	0,7	113,5
Transener	Аргентина	0,2	5,1	14,3	1,9	0,6	24,2
Среднее			8,7	16,6	4,9	1,1	541,7

Источник: данные компаний, ФСК, расчеты Газпромбанка

Результаты сравнительной оценки стоимости ФСК



Источник: ФСК, оценки Газпромбанка

Наибольший вес (30%) мы придали соотношению EV/EBITDA, наименьший (10%) - EV/Lines. С весом 20% мы учли мультипликаторы P/E, EV/Sales и EV/Assets.

Расчет справедливой стоимости ФСК с использованием метода компаний-аналогов

	EV/EBITDA-09	P/E-09	EV/Sales-09	EV/Assets	EV/Lines	Среднее
Мультипликатор	8,7	16,6	6,0	1,08	345,9	-
Вес в подчете среднего	30%	20%	20%	20%	10%	-
EV ФСК, млрд долл.	36,3	47,6	34,7	35,8	42,3	38,7
Чистый долг ФСК, млрд долл.	-3,7	-3,7	-3,7	-3,7	-3,7	-3,7
Рын. кап. ФСК, млрд долл.	40,0	51,3	38,4	39,5	46,0	42,4
Цена 1 акции, долл.	0,035	0,044	0,033	0,034	0,040	0,037
Цена 1 акции, руб.	0,85	1,09	0,82	0,84	0,98	0,91

Источник: данные компаний, Bloomberg, расчеты Газпромбанка

Итоговое значение стоимости акции ФСК, рассчитанное нами по методу компаний-аналогов, составляет 0,91 руб. за акцию.

Оценка по целевому коэффициенту EV/RAB

После перехода ФСК на RAB-регулирование основным ориентиром стоимости компании станет величина ее регулируемой базы активов (RAB). Базу для ФСК устанавливает регулятор, и в настоящий момент она не известна. Наша оценка регулируемой базы активов ФСК на конец 2009 года составляет 29,3 млрд долл.

Зарубежные компании коммунального сектора, регулируемые на основе принципов обеспечения доходности на инвестированный капитал, в настоящее время торгуются в среднем с коэффициентом EV/RAB 1,08.

Зарубежные компании коммунального сектора, регулируемые по RAB-методике

Компания	Страна	Регулируемая деятельность	Рын. кап., млрд долл.	RAB, млрд долл.	EV/RAB
National Grid	Великобритания	Передача и распределение э/э и газа	32,2	49,6	1,17
Snam Rete Gas	Италия	Передача и распределение газа	12,1	18,7	1,11
United Utilities	Великобритания	Распределение э/э, газа, воды и др.	8,7	14,5	0,99
Severn Trent	Великобритания	Распределение воды, канализация	5,8	10,8	1,17
Terna	Италия	Передача электроэнергии	8,0	10,1	1,13
Northumbrian Water	Великобритания	Распределение воды, канализация	2,9	5,8	1,24
Elia	Бельгия	Передача электроэнергии	1,9	5,7	0,93
SP Ausnet	Австралия	Передача э/э и распред. э/э и газа	2,0	4,8	1,11
Penon Group	Великобритания	Распределение воды	3,9	4,7	1,19
REN	Португалия	Передача э/э и транспортировка газа	1,2	3,8	0,92
Transelectrica	Румыния	Передача электроэнергии	0,7	1,1	0,84
Cegedel	Люксембург	Передача и распр. э/э, газа и др.	1,5	0,8	1,13
Среднее					1,08

Источник: данные компаний, Bloomberg, расчеты Газпромбанка

Согласно логике RAB-регулирования, при установлении доходности на инвестированный капитал на уровне WACC стоимость компании должна быть близкой к величине RAB, поскольку:

- денежный поток компании формируется за счет возврата инвестированного капитала и дохода на него;
- текущие операционные расходы и затраты на налогообложение компенсируются в выручке;
- капитальные вложения увеличивают регулируемую базу, и в результате сразу же после ввода объектов основных средств компания начи-

ФСК после изменения тарифообразования в 2010 году станет второй крупнейшей в мире по капитализации компаний, регулируемой по RAB-методике

После перехода на RAB ключевым ориентиром стоимости ФСК станет соотношение EV/RAB, в среднем по аналогам равное 1,08



нает получать как доход на весь инвестированный капитал, так и возврат вложенных средств.

Мы рассчитали стоимость акций ФСК, исходя из мультипликатора EV/RAB на конец 2009 года (непосредственно перед переходом на RAB регулирование), равного единице. Полученное значение было дисконтировано на текущую дату и составило 0,59 руб. на конец 2008 года.

Принимая во внимание риски, связанные с грядущим изменением методики регулирования ФСК, мы полагаем, что в качестве наглядного альтернативного подхода к оценке ФСК можно использовать соотношение EV/RAB на 2009 год, равное единице, что дает целевую оценку стоимости ФСК 0,59 руб. за акцию.

Согласование результатов оценки

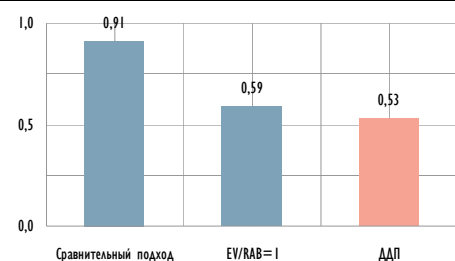
В качестве базового метода оценки целевой цены, дающего, с нашей точки зрения, наиболее полное представление о потенциале компании, мы используем модель дисконтированных денежных потоков. Сравнительный подход дал более высокую оценку стоимости ФСК.

Результаты наиболее простого способа оценки стоимости ФСК, через мультипликатор EV/RAB, оказались близки к оценке по ДДП. Однако переход ФСК на новую методику тарифообразования состоится лишь в 2010 году, и ближайшие полтора года компания по-прежнему будет регулироваться методом «затраты плюс». По этой причине показатель EV/RAB пока может служить только одним из ориентиров стоимости ФСК.

Мы также отмечаем, что на данный момент остаются неизвестными как первоначальная регулируемая база активов ФСК, так и основные параметры RAB-регулирования компании. В настоящее время МРСК, которые первыми перейдут на RAB, торгуются со средним дисконтом к прогнозной величине базы капитала в 43%, а дисконт ФСК составляет 70%.

Мы устанавливаем целевую цену на уровне 0,53 руб. за акцию. Потенциал роста к целевой цене составляет в настоящий момент 65%, что соответствует рекомендации ПОКУПАТЬ.

Результаты оценки ФСК с использованием различных подходов, руб. за акцию



Источник: расчеты Газпромбанка



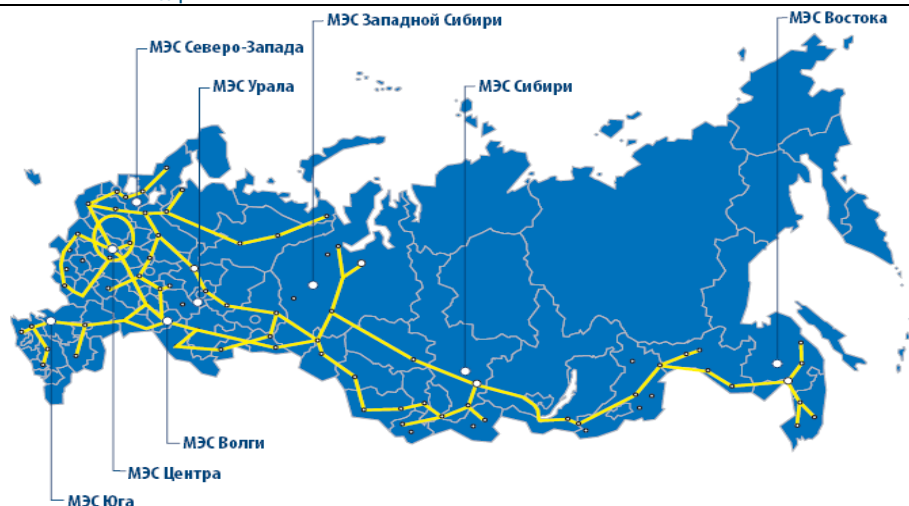
Создание ФСК – одной из крупнейших энерго-систем мира

История появления ФСК

ФСК создана в 2002 году в рамках реформирования российской электроэнергетики для управления единой национальной энергетической сетью

История Федеральной сетевой компании начинается в 2002 году, когда компания была создана в рамках реформирования РАО «ЕЭС России» для управления единой национальной энергетической сетью (ЕНЭС). При учреждении в уставный капитал Федеральной сетевой компании РАО ЕЭС передало объекты ЕНЭС, основу которых составляют подстанции и линии электропередачи напряжением 220 кВ и выше.

Схема активов Федеральной Сетевой Компании



Логика реформирования российской электроэнергетики состоит в разделении естественно-монопольных и конкурентных видов деятельности. В 2004 году начался процесс разделения так называемых АО-энерго, вертикально-интегрированных региональных обществ энергетики, из которых были выделены магистральные и распределительные сетевые компании - естественные монополисты, а также потенциально конкурентные генерирующие, сбытовые, ремонтные и пр. компании. Активы выделенных магистральных сетевых компаний (МСК) были переданы в пользование ФСК на правах аренды.

1 июля 2008 года ФСК перешла к целевой структуре, присоединив 54 магистральные сетевые компании и ряд других активов

Окончательное формирование целевой структуры ФСК произошло 1 июля 2008 года, после того, как одновременно с выделением из РАО «ЕЭС России» к компании были присоединены 54 магистральные сетевые компании (МСК), 7 межрегиональных магистральных сетевых компаний (ММСК), Государственный и Миноритарный Холдинги, а также само РАО «ЕЭС России» после выделения из него всех целевых компаний.

Государственный Холдинг и Миноритарный Холдинг ФСК ЕЭС - промежуточные компании, которые были выделены из РАО «ЕЭС России» в процессе реорганизации с одновременным присоединением к ФСК. Это обеспечило прямое участие в уставном капитале ФСК государства и миноритариев РАО.

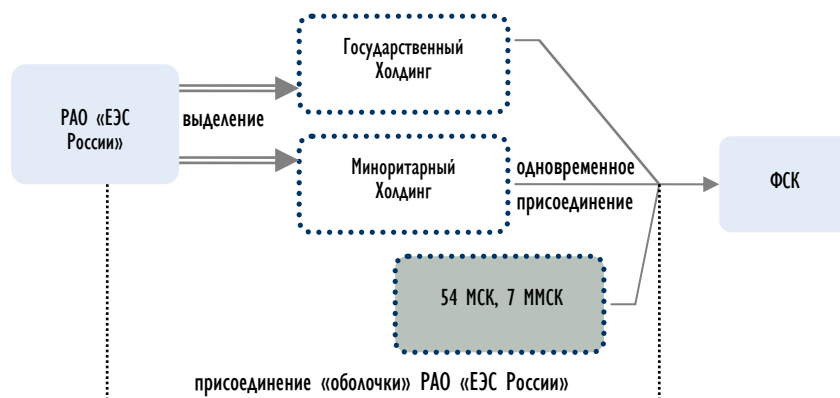
В результате присоединения Государственного Холдинга и РАО «ЕЭС России» на балансе ФСК оказались ее собственные акции, которые и были использованы для конвертации акций присоединенных МСК, ММСК, Миноритарного Холдинга ФСК, а затем и «оболочки» РАО «ЕЭС России».

Консолидация ФСК прошла по базовому сценарию, и на биржевые торги вышел единый выпуск акций, что позитивно с точки зрения ликвидности

Ранее в июне ФСК зарегистрировала дополнительные выпуски акций для целей консолидации МСК на случай, если базовый вариант, предусматривающий одновременное присоединение Госхолдинга с остальными присоединяемыми обществами, не сработает. Учитывая, что присоединение всех обществ к ФСК прошло по базовому сценарию, эти выпуски размещению не подлежат и будут погашены за исключением допэмиссии, необходимой для конвертации акций Государственного Холдинга. Это важно, поскольку в результате акционеры МСК, ММСК и РАО ЕЭС получили акции ФСК основного выпуска, которые в настоящее время обращаются на бирже.



Схема формирования ФСК в процессе реорганизации РАО «ЕЭС России»



На баланс ФСК при реорганизации РАО ЕЭС был передан ряд активов, которые станут важным источником финансирования инвестпрограммы на ближайшие годы

Переданные на баланс ФСК активы

Актив	Оц. стоимость
Средства от продажи госпакетов	189 млрд руб.
Доли в непроданных компаниях	77 млрд руб.
Доли в ТГК с отсрочкой оплаты	44 млрд руб.
Индекс электроэнергетики ФСК	42 млрд руб.
Всего	352 млрд руб.

Источник: оценки Газпромбанка, РАО «ЕЭС России»

На баланс Госхолдинга были также переданы следующие активы:

- денежные средства от продажи госпакетов акций генерирующих компаний в размере порядка 189 млрд руб., которые будут направлены на финансирование инвестиционной программы ФСК;
- госдоли в генерирующих компаниях, покупателям которых была предоставлена отсрочка по оплате: ТГК-6, ТГК-7 и ТГК-11. Деньги от их продажи (около 44 млрд руб.) ФСК получит в 2009-2010 гг.;
- госпакеты акций генерирующих компаний, сделки по продаже которых РАО «ЕЭС России» не успело завершить – ОГК-1, Кузбассэнерго и ТГК-13. Эти активы, как и вышеуказанные, делятся между ФСК и РусГидро в пропорции 3:1. Продажа доли ФСК может принести компании 77 млрд руб.;
- «Индекс электроэнергетики – ФСК» – спецкомпания, основным активом которой является набор акций 23 выделенных из РАО ЕЭС целевых компаний.

Специфика бизнеса и основные активы ФСК

Основной вид деятельности ФСК – передача электроэнергии по магистральным сетям. Магистральные сети формируют единую национальную электрическую сеть, которая объединяет основные электростанции и узлы нагрузки, а также обеспечивает связь с энергосистемами других стран.

Передача электроэнергии является естественно-монопольным видом деятельности, который регулируется государством через установление тарифов и «правил игры». Тарифы на услуги ФСК определяет Федеральная служба по тарифам (ФСТ).

Выручка ФСК формируется в основном из тарифных поступлений в зависимости от объема заявленной мощности потребителей, а также за счет платы за технологическое присоединение к сетям.

Основными потребителями услуг ФСК являются региональные сетевые компании (РСК и МРСК), доля которых в выручке ФСК составляет около 75%. Кроме того, крупнейшими ее контрагентами также являются энергосбытовые компании и крупные промышленные предприятия, непосредственно присоединенные к магистральным сетям компании.

Магистральные сетевые компании в 2008 году стали филиалами ФСК, в результате чего протяженность ее сетей почти утроилась – с 47,1 тыс. км до 122,2 тыс. км, а трансформаторная мощность более чем удвоилась – с 139,3 тыс. МВА до 297 тыс. МВА.

Особая схема консолидации томских и кубанских сетей

По итогам консолидации 1 июля 2008 года к ФСК были присоединены только 54 из 56 МСК. Томские магистральные сети и Кубанские магистральные сети остались дочерними компаниями ФСК в связи с принятыми московским арбитражным судом обеспечительными мерами по иску ООО «Нефть-Актив». Эта компания аффилирована с Роснефтью, которая ранее получила блокирующие пакеты акций Томских и Кубанских сетей в результате покупки активов бывшего ЮКОСа.

ФСК – естественный монополист на рынке передачи электроэнергии. Выручка формируется из регулируемых тарифов за передачу электроэнергии, а также за счет платы за технологическое присоединение к сетям

ЛЭП и подстанции ФСК по классам напряжения

Класс напряжения	Линии электропередачи, км	Подстанции, МВА
1150 кВ	820	-
800 кВ	402	-
750 кВ	2 973	16 089
500 кВ	34 224	100 214
400 кВ	126	2 788
330 кВ	10 536	27 532
220 кВ	71 723	117 745
110 кВ и ниже	1 377	32 638
Всего	122 181	297 006

Источник: ФСК



В связи с судебными исками, поданными структурой Роснефти, ФСК не смогла консолидировать Томские и Кубанские магистральные сети

Нефть-Актив через суд добилась признания недействительными решений внеочередных общих собраний акционеров Томских и Кубанских МС по вопросу их реорганизации путем присоединения к ФСК. В результате томские и кубанские сети, в которых ФСК принадлежит 52,03% и 48,99% соответственно, пока останутся ее дочерними компаниями.

Мы не исключаем, что в дальнейшем стороны придут к компромиссу, и ФСК сможет консолидировать их в своем составе. Тем более что в случае с кубанской компанией значительная часть ее объектов находится в залоге у ФСК.

Магистральные сети независимых энергокомпаний – под контроль ФСК

В результате реорганизации под управлением ФСК оказались не все магистральные сети и подстанции страны – часть из них находится под контролем независимых региональных энергокомпаний - Иркутскэнерго, Татэнерго, Новосибирскэнерго, Башкирэнерго. Общая протяженность их магистральных сетей составляет порядка 11,6 тыс. км.

В управление ФСК должны быть переданы магистральные сети независимых энергокомпаний, после выхода постановления правительства о признании их объектами ЕНЭС

Эти активы должны быть переданы в пользование ФСК согласно требованиям вступившего в силу с 1 июля 2008 г. п. 3 ст. 7 ФЗ №35 «Об электроэнергетике», обязывающего собственников объектов ЕНЭС заключить с ФСК договоры, определяющие порядок использования этих объектов. Однако сначала должно выйти специальное постановление правительства, которое отнесло бы сети независимых энергокомпаний к ЕНЭС. Выход этого постановления ожидается осенью.

Первые на очереди – сети Татэнерго, оценка которых уже проводилась, однако схема их передачи ФСК пока не ясна

Пока нет полной ясности в отношении того, как и когда активы независимых энергокомпаний будут переданы ФСК. Первыми на очереди стоят магистральные сети Татэнерго, которое уже провело их оценку. В марте между президентом Татарстана и бывшим главой реорганизованного РАО ЕЭС была достигнута принципиальная договоренность о передаче ФСК объектов ЕНЭС Татэнерго - 1,9 тыс. км высоковольтных линий электропередачи и 16 подстанций. Татэнерго и ФСК обсуждают механизм обмена сетей Татэнерго на долю в капитале ФСК.

Иркутскэнерго, в свою очередь, предлагает государству в лице ФСК обменять свои магистральные сети, переданные в Иркутскую электросетевую компанию, на долю государства в генерации Иркутскэнерго. Общая протяженность иркутских магистральных сетей напряжением 220 и 500 кВ составляет около 6 тыс. км, а мощность подстанций 220 кВ и выше – 13,5 тыс. МВА.

Управление распределительным сетевым комплексом

В декабре 2005 года в управление ФСК был передан распределительный сетевой комплекс на основании договора доверительного управления акциями МРСК (межрегиональных распределительных сетевых компаний) до завершения реорганизации РАО «ЕЭС России».

С декабря 2005 г. по май 2008 г. в управлении ФСК находился распределительный комплекс, затем договор на управление был досрочно расторгнут, однако менеджмент ФСК ведет переговоры о его возобновлении

В рамках реформирования распредсетей в 2007 году Советом директоров РАО «ЕЭС России» была одобрена конфигурация из 11 МРСК, предложенная менеджментом ФСК. В начале 2008 года МРСК консолидировали в своем составе региональные распределительные компании, став едиными операционными компаниями. ФСК активно лоббировала процесс перехода распределительного комплекса на новую прогрессивную методику тарифообразования на основе возврата на инвестированный капитал (RAB).

Договор на управление был досрочно расторгнут в конце мая 2008 года, а ответственность за функционирование распределительного сетевого комплекса взяла на себя вновь созданная бизнес-единица Холдинг МРСК, преобразованная с 1 июля в ОАО «Холдинг МРСК», акции которого получили все акционеры реорганизованного РАО.

Однако менеджмент ФСК считает, что вопрос об управлении МРСК еще не закрыт, и рассчитывает сохранить управление распределительным сетевым комплексом и после реорганизации РАО «ЕЭС России». Действительно, в настоящее время в Минэнерго прорабатывается вопрос о возобновлении «мандата» ФСК на управление распределительным комплексом.

Положительный исход этого вопроса был бы выгоден ФСК, однако прямых финансовых потерь в результате разрыва договора на управление распределительными компаниями не понесет. К тому же, определенное влияние на сектор ФСК в любом случае сохранит, учитывая, что многие ее топ-менеджеры являются по совместительству управленцами в МРСК.



ФСК в международном контексте

Российская энергетическая система является одной из крупнейших в мире. Общая установленная электрическая мощность российских станций составляет порядка 225 ГВт, протяженность электрических сетей напряжением 110-1150 кВ превышает 440 тыс. км, а суммарная установленная трансформаторная мощность подстанций – 700 млн кВА.

Россия характеризуется одной из крупнейших в мире энергосистем с растущим потреблением. В последние годы темпы роста составляли в среднем 2,5% в год и могут возрасти до 4-5%

Производство электроэнергии в России в прошлом году превысило 1 трлн кВт.ч. Среднегодовые темпы роста потребления электроэнергии в последние годы находились на уровне 2,5% и могут увеличиться до 4-5%, согласно Генеральной схеме размещения объектов электроэнергетики до 2020 г.¹

Россия имеет уникальную особенность – ее территория расположена в 11 часовых поясах, и, следовательно, потребление энергии достигает максимумов и минимумов в разных городах в разное время, перемещаясь в течение суток с востока на запад. Развитая магистральная электрическая сеть позволяет сглаживать эти пики и провалы. Кроме того, на единую сеть ложится задача устранения сезонного дисбаланса и обеспечения перетоков электроэнергии, связанных с конъюнктурой рынка.

ФСК играет важную роль в сглаживании дневных и сезонных пиков потребления электроэнергии, что особенно актуально в условиях России

После выделения из РАО «ЕЭС России» и присоединения магистральных сетевых компаний ФСК наряду с РусГидро стала крупнейшей энергетической компанией России.

По масштабам деятельности ФСК вошла в число крупнейших операторов высоковольтных сетей по передаче электроэнергии в мире, заняв при этом первое место в Европе. На сегодняшний день в собственности ФСК находится 121 тыс. км линии электропередачи напряжением 220-1150 кВ и 1,4 тыс. км сетей 110 кВ и ниже, а также порядка 800 подстанций трансформаторной мощностью порядка 300 тыс. МВА.

По общей протяженности сети ФСК входит в число крупнейших магистральных сетевых компаний мира. В то же время по рыночной капитализации ФСК отстает от британской National Grid, однако последняя занимается помимо передачи электроэнергии также газораспределительным и др. видами деятельности.

Сравнение ФСК с зарубежными компаниями-аналогами

Компания	Страна	Протяженность сети, тыс. км	Трансформаторная мощность, тыс. МВА	Отпуск э/э, млрд. МВт.ч	Капитализация, млрд. долл.	Рентаб. EBITDA
State Grid Corp.	Китай	426,5	115,0	1826,5	госкомпания	н.д.
ФСК	Россия	122,4	310,0	464,0	15,4	40,5%
Power Grid Corp.	Индия	67,0	73,0	298,1	8,8	60,3%
CFE	Мексика	48,8	186,3	228,5	госкомпания	н.д.
Terna	Италия	39,4	117,5	339,8	8,0	70,3%
Red Electrica	Испания	33,7	58,0	260,8	7,9	71,0%
National Grid	Великобритания	24,6	57,5	303,7	32,2	31,4%
KEGOC	Казахстан	23,3	32,2	31,6	госкомпания	32,2%
НЭК «Укрэнерго»	Украина	22,7	61,0	131,0	госкомпания	н.д.
Transmissao Paulista	Бразилия	12,1	42,6	133,0	4,2	79,7%
Interconexion Electrica	Колумбия	10,0	12,7	52,9	4,5	71,9%
Transelectrica	Румыния	8,9	34,5	55,4	0,7	15,0%
Elia	Бельгия	8,4	32,3	78,6	1,9	41,4%

Источник: данные компаний, Bloomberg, расчеты Газпромбанка

ФСК — одна из крупнейших компаний мира в области передачи электроэнергии по сетям высокого и сверхвысокого напряжения

Бизнес по передаче электроэнергии по высоковольтным линиям электропередачи во всем мире характеризуется высокой рентабельностью, что связано со значительной амортизацией активов и необходимостью осуществления крупных инвестиций.

Отметим, что за рубежом широко распространена практика регулирования магистральных сетевых операторов по принципам RAB-методики, в частности, в Великобритании, Италии, Бельгии, Румынии, Бразилии, Австралии и др.

¹ «Генеральная схема размещения объектов электроэнергетики до 2020 года», одобренная распоряжением Правительства РФ 22 февраля 2008 г., является основным программным документом электроэнергетической отрасли России на ближайшие годы



Переход на прогрессивную систему регулирования RAB

Изменение методики регулирования, преимущества RAB

Тарифообразование – основной инструмент регулирования естественно-монопольной деятельности ФСК и обеспечения ее необходимой валовой выручкой (НВВ) для покрытия операционных расходов и финансирования инвестиций. Методика расчета тарифов на услуги ФСК в последние годы часто менялась.

В 2003-2004 гг. после того, как тариф ФСК был выделен из абонентской платы за услуги РАО «ЕЭС России», базой расчета был полезный отпуск электроэнергии потребителям региона. В 2005 году тариф стал на 70% рассчитываться, исходя из величины полезного отпуска, и на 30%, исходя из объема присоединенной мощности. Начиная с 2006 года, в тариф стала включаться оплата потерь электроэнергии в сетях. В 2007 году был введен единый тариф на основе заявленной мощности присоединенных к сети потребителей.

В настоящее время начался процесс перехода всего сетевого комплекса на принципиально новый метод тарифообразования, обеспечивающий инвесторам возврат на вложенный капитал (return on regulatory asset base, RAB). Внедрение RAB-регулирования началось с распределительного сетевого комплекса (МРСК), а ФСК должна перейти на новую методику в 2010 году.

Возможно, что так же, как и в случае с МРСК, тарифы на услуги ФСК будут устанавливаться с дифференциацией по регионам, что позволило бы максимально увеличить их в «точках роста», сдерживая при этом общее повышение тарифов за счет других регионов.

Преимущества RAB-регулирования перед «затратным» тарифообразованием

Параметр	Комментарий
Предсказуемость тарифного регулирования	RAB-регулирование предполагает долгосрочное установление тарифов, что значительно повышает прогнозируемость денежных потоков компании
Стимулирование эффективности	RAB-регулирование предполагает сохранение в компании доходов от снижения операционных расходов в течение пяти лет, что является сильным стимулом для повышения эффективности
Подконтрольные издержки	Установленные нормативы операционных расходов на уровне «инфляция минус» полностью компенсируются в выручке
Неподконтрольные издержки	В методике предусматривается ежегодная корректировка тарифов на объективные факторы (такие, как отклонение инфляции от прогноза) в рамках периода регулирования
Надежность и качество услуг	Тарифообразование на основе возврата на инвестированный капитал увязывает параметры надежности и качества с объемом инвестиций и НВВ
Инвестиции	Регулирование на основе RAB позволяет активно использовать как акционерный, так и заемный капитал. Осуществленные инвестиции включаются в RAB

Тарифообразование на основе возврата вложенного капитала и обеспечения экономически обоснованной доходности зарекомендовало себя как эффективный метод регулирования естественных инфраструктурных монополий в западных странах. И мы полагаем, что переход ФСК на RAB станет важнейшим фактором повышения инвестиционной привлекательности компании.

Как работает RAB

Логика RAB-регулирования состоит в формировании выручки, включающей три крупных потока денежных средств, обеспечивающих:

- доход на инвестированный капитал
- возврат инвестированного капитала
- компенсацию оплаты потерь в сетях, операционных расходов и налоговых платежей, а также неподконтрольных расходов

На объекты незавершенного строительства и оборотный капитал (в пределах нормативов) также осуществляется начисление дохода на инвестированный капитал. В долгосрочном периоде величина амортизации должна быть близкой к величине возврата инвестированного капитала.

После осуществления всех затрат «на выходе» получается денежный поток, эквивалентный доходу на инвестированный капитал и близкий к величине NOPAT.

Для расчета свободного денежного потока из этой величины вычитаются инвестиции, которые, начиная со следующего года после их осуществления, увеличивают базу RAB. Таким образом, на них начинает начисляться доход по той же ставке, что и на остальной объем инвестированного капитала.

В России начался переход сетевых компаний на прогрессивное RAB-регулирование. ФСК должна перейти на RAB в 2010 году, что станет важнейшим фактором повышения ее инвестиционной привлекательности

После перехода на RAB возможно установление тарифов отдельно по субъектам Федерации, что позволит максимально поднять тарифы в дефицитных регионах

При RAB-регулировании выручка должна обеспечить доход на инвестированный капитал, возврат инвестированного капитала, а также компенсацию расходов



При ставке доходности равной WACC RAB-регулирование обеспечивает денежный поток, формирующий стоимость компании на уровне остаточной стоимости инвестированного капитала

В результате при установлении ставки доходности на уровне WACC (при условии отсутствия стимулирующих мер) методика RAB-регулирования обеспечивает денежный поток, формирующий стоимость компании, равную величине остаточной стоимости инвестированного капитала.

Основой для дальнейшего роста стоимости компании является использование стимулирующих мер RAB-регулирования. Установление заниженной ставки доходности или использование «тонких настроек» системы RAB-регулирования в целях сдерживания роста тарифов снижают стоимость компании.

Доход на инвестированный капитал

Базой для начисления дохода является остаточная стоимость инвестированного капитала (база RAB). Доход начисляется по ставкам, установленным регулятором на долгосрочный период регулирования. Учет инвестированного капитала будет вестись отдельно по субъектам РФ, соответственно, к базовым ставкам могут применяться региональные коэффициенты.

Базой для начисления дохода на инвестированный капитал является остаточная стоимость инвестированного капитала

Остаточная стоимость инвестированного капитала возрастает на величину согласованных с регулятором и осуществленных инвестиций и сокращается на величину возврата капитала. Кроме того, ее размер может индексироваться в зависимости от изменения доходности ОФЗ, либо изменяться в силу досрочного выбытия активов. Индексации остаточной стоимости инвестированного капитала на инфляцию не предусмотрено.

Возврат инвестированного капитала

Базой для начисления возврата является полная стоимость инвестированного капитала. Срок возврата составляет 35 лет, соответственно каждый год возвращается 2,86% полной стоимости инвестированного капитала

Базой для начисления возврата инвестированного капитала является полная стоимость инвестированного капитала.

Полная стоимость инвестированного капитала увеличивается на величину согласованных с регулятором и осуществленных инвестиций. Сокращение этого показателя происходит при достижении полного возврата инвестированного капитала по соответствующим объектам основных средств либо их досрочном выбытии. Размер полной стоимости инвестированного капитала дополнительно изменяется в зависимости от динамики доходности ОФЗ.

Компенсация операционных расходов и налоговых платежей

Методика RAB-регулирования предусматривает компенсацию в выручке установленных регулятором операционных расходов и затрат на покупку потерь электроэнергии в сетях. Отдельно компенсируются налоговые платежи, а также по согласованию с регулятором прочие неподконтрольные расходы.

Стимулирующие механизмы RAB-регулирования

Методика RAB-регулирования предусматривает ряд стимулирующих повышение операционной эффективности механизмов, позволяя компании получать дополнительный доход за счет:

- снижения операционных расходов;
- сокращения потерь электроэнергии в сетях ниже норматива;
- привлечения заемных средств по ставке ниже нормативной.

Экономия закрепляется за компанией на протяжении пяти лет. Достижение экономии за счет привлечения заемных средств по более низкой ставке сохраняется как минимум до конца периода регулирования, а в дальнейшем зависит от решения регулятора.

Источники инвестиционных ресурсов

В условиях RAB-регулирования имеются следующие источники инвестиционных ресурсов:

- реинвестирование дохода на инвестированный капитал;
- реинвестирование возврата инвестированного капитала;
- привлечение заемных средств;
- средства, полученные благодаря стимулирующим механизмам.

Специфика RAB-регулирования приводит к парадоксальному на первый взгляд факту: объем инвестиционной программы является нейтральным с точки зрения стоимости акционерного капитала компании.

Методика RAB-регулирования предусматривает ряд механизмов, стимулирующих повышение операционной эффективности



В силу специфики RAB-регулирования стоимость акционерного капитала компании не зависит от размера инвестиционной программы

В методике RAB-регулирования содержится ряд параметров, позволяющих регулятору сдерживать повышение тарифов

На данный момент основные параметры будущего регулирования ФСК, в частности первоначальная база активов и ставки доходности, точно не известны

В регулируемую базу не должны включаться активы, созданные за счет ПТП и уже оплаченные потребителем. Других исключений мы не ожидаем

По логике RAB-регулирования, ставка доходности инвестированного капитала должна соответствовать WACC

Такая ситуация складывается по следующим причинам:

- любое отвлечение свободного денежного потока на капиталовложение полностью компенсируется через включение инвестиций в регулируемую базу активов;
- любое увеличение инвестиций означает либо сокращение текущего свободного денежного потока (использование средств, получаемых в рамках дохода на RAB или возврата инвестированного капитала), либо привлечение заемных средств;
- поскольку в условиях отсутствия стимулирующих механизмов ставка дохода на инвестированный капитал в полной мере учитывает стоимость заемных средств, их использование приводит к значительному увеличению как базы RAB, так и EV компании параллельно с ростом чистого долга и сохранением прежней величины стоимости акционерного капитала. Дополнительные доходы, которые компания начинает получать в связи с увеличением базы RAB, являются компенсацией за ранее произведенные затраты.

«Тонкие настройки» RAB-регулирования

Методика RAB-регулирования содержит ряд корректирующих параметров, таких как коэффициент эластичности операционных расходов по количеству активов, индекс эффективности операционных расходов, корректировка выручки с учетом надежности и качества производимых товаров и услуг. Способы установления этих параметров не прописаны в нормативных документах. Мы опасаемся, что эти параметры могут быть использованы регулятором для сдерживания темпов роста тарифов.

Особенности установления первоначальной базы и доходности

Процесс переноса на российскую почву практики регулирования, гарантирующего возврат инвестированного капитала, только-только начался, и в отношении базовых параметров регулирования ФСК пока нет полной ясности.

Федеральная служба по тарифам (ФСТ) только в июне опубликовала методику регулирования тарифов². При этом еще не вышли даже уточнения по расчету первоначальной регулируемой базы активов (iRAB).

Итоговую величину регулируемой базы устанавливает регулятор, и в настоящий момент значение iRAB ФСК неизвестно. За основу регулируемой базы капитала RAB должна быть взята восстановительная стоимость активов DRC (depreciated replacement cost). Эта величина обычно значительно больше балансовой стоимости активов, которая, как правило, оторвана от реальной экономической стоимости активов.

По нашим оценкам, первоначальная база активов ФСК может составить 29,3 млрд долл. В нее не должны включаться активы, которые уже оплачены потребителями через ПТП, — это принципиальная позиция ФСТ. Однако ФСК в любом случае получит возмещение затрат на присоединение — либо через ПТП, либо через RAB, если подключение осуществлено, но еще не оплачено потребителем.

Высказывались опасения, что в RAB также могут не войти средства, полученные ФСК от государства. Однако данные активы были переданы ФСК не бесплатно, а в обмен на акции. Более того, к моменту перехода на RAB-регулирование эти средства в основном уже будут потрачены на инвестиции, поэтому не будет никаких оснований не включать их в RAB. Мы полагаем, что данный риск крайне мал, поэтому не учитываем его в своих расчетах.

Согласно опубликованным методическим указаниям ФСТ, ставка доходности устанавливается регулятором на основе средневзвешенной стоимости собственного и заемного капитала с учетом рисков инвестирования в магистральную сетевую инфраструктуру и доходности инвестиций в других отраслях и странах с аналогичным уровнем рисков.

Базовая логика методики состоит в том, что норма доходности на капитал ФСК в реальном выражении должна равняться средневзвешенной стоимости капитала в реальном выражении.

Очевидно, что размер ставки доходности в номинальном выражении находится в прямой зависимости от прогнозируемых на период регулирования темпов инфляции и способа индексации размера инвестированного капитала на инфляцию.

² Приложение к приказу ФСТ от 26 июня 2008 г. №231-Э «Методические указания по регулированию тарифов с применением метода доходности инвестированного капитала»



Норма доходности в реальном выражении определяется размером реального WACC, рассчитанного по методике ФСТ. Норма доходности в номинальном выражении зависит от номинальной величины WACC, прогнозных темпов инфляции на долгосрочный период регулирования и способа корректировки полной и остаточной стоимости инвестированного капитала на инфляцию.

Согласно методическим указаниям ФСТ, ставки доходности на первый период регулирования устанавливаются отдельно для капитала, созданного до перехода на RAB и после. Начиная со второго периода регулирования, норма доходности инвестированного капитала устанавливается единой ставкой без разделения на «новый» и «старый» капитал:

- в рамках переходного периода регулирования на «старый» инвестированный капитал (созданный до перехода на RAB) – 6% в 2010 г., 8% в 2011 г. и 10% в 2012 г., на «новый» капитал – 10%;
- на второй и последующие периоды регулирования – единая ставка 10%.

Базой для установления нормативной стоимости собственного капитала на долгосрочный период регулирования является доходность государственных рублевых облигаций со сроком до погашения 4-6 лет плюс премия за риск.

Нормативные документы не содержат никаких указаний по поводу расчета величины этой премии, что оставляет пространство для манипулирования. Согласно логике RAB-регулирования, размер ставки доходности в реальном выражении должен быть равен стоимости акционерного капитала ФСК, используемой для расчета WACC.

Стоимость заемного капитала будет определяться исходя из усредненной доходности облигационных займов, размещенных ФСК. Поскольку ставка устанавливается на долгосрочный период регулирования, ФСК имеет возможность получить экономию в случае привлечения заемных средств по более низким ставкам, но при этом подвергается дополнительным рискам повышения стоимости заемного капитала. Защита от инфляции (и соответствующего повышения ставок) при этом обеспечивается корректировкой выручки на индекс потребительских цен внутри периода регулирования в случае его отклонения индекса от прогнозных показателей.

Перед регулятором стоит непростая задача определения целевых долей собственного и заемного капитала на период регулирования. Заемный капитал обычно стоит дешевле, поэтому если компания привлечет больше средств, чем установил регулятор, она тем самым получит ощутимую экономию, поскольку фактическая средневзвешенная стоимость капитала окажется ниже плановой.

Учет инфляции

В условиях высокой инфляции актуальной становится проблема ее учета при утверждении ставки доходности инвестированного капитала. Основными альтернативами являются следующие:

- установление реальной ставки дохода на RAB с ежегодной индексацией полной и остаточной стоимости инвестированного капитала;
- установление реальной ставки дохода на RAB с индексацией инвестированного капитала в начале каждого долгосрочного периода регулирования;
- установление номинальной ставки дохода на RAB без индексации инвестированного капитала.

После длительных дискуссий был выбран последний вариант, что объясняется следующими причинами:

- отрицательной реальной ставкой доходности по ОФЗ, на основании которой рассчитывается норма доходности и стоимость капитала ФСК. Использование реальной ставки при отрицательном реальном WACC привело бы к установлению отрицательной реальной доходности на инвестированный капитал, следовательно, выручка оказалась бы ниже издержек;

По нашим расчетам, в I период регулирования средняя номинальная ставка доходности (с учетом дифференциации по годам) после налогов составит 8%

Нормативная стоимость заемного капитала будет определяться регулятором на основе средней доходности облигационных займов ФСК

Мы полагаем, что при установлении номинальной ставки доходности регулируемая база активов индексироваться на инфляцию не будет



Выбор в пользу номинальной ставки обусловлен отрицательной реальной ставкой доходности по ОФЗ и задачей максимизировать денежные потоки ФСК в первые годы после перехода на RAB

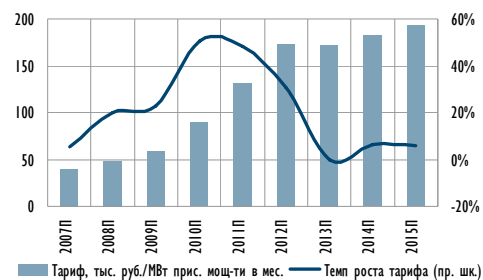
Ожидаемые параметры RAB-регулирования ФСК

Параметр	Детализация
Ожидаемый срок перехода на RAB	2010 г.
Продолжительность I периода регулирования	3 года
Продолж-ть II и послед. периодов регул-я	5 лет
Ставка дох-ти в I период («старый» капитал)	ср. 8%
Ставка дох-ти в I период («новый» капитал)	10%
Ставка дох-ти во II и последующие периоды	10%
Срок возврата капитала	35 лет

Источник: ФСК, прогнозы Газпромбанка

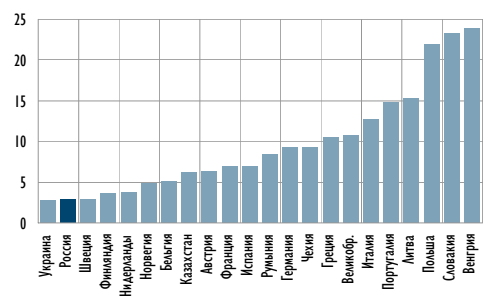
Необходимость крупных капиталовложений неизбежно приведет к существенному росту тарифов ФСК (как, впрочем, и для других монополий)

Прогноз динамики среднего тарифа ФСК до 2015 года



Источник: ФСК, прогнозы Газпромбанка

Средняя величина тарифов на передачу электроэнергии за рубежом, долл. за МВт.ч (2006-07 гг.)



Источник: РАО «ЕЭС России»

- изменением структуры денежного потока во времени в зависимости от выбора ставки. Использование номинальной ставки приводит к резкому увеличению размера денежного потока, получаемого в первые 7-10 лет после перехода на RAB, что дает возможность оперативно мобилизовать ресурсы на выполнение инвестиционной программы. При этом в последующие годы происходит значительное снижение денежного потока из-за гораздо более низких темпов роста размера инвестированного капитала в силу отсутствия индексации на инфляцию. Высокая инфляция приводит к увеличению номинальных денежных потоков в первые годы и «размыванию» реальной базы капитала;
- в нормативных документах ФСТ оставляется возможность для перехода к установлению реальной ставки доходности, хотя решением от 15 августа 2008 года для распределительных компаний ФСТ утверждена ставки доходности в номинальном выражении до 2020 года.

В рамках долгосрочного периода регулирования превышение темпов инфляции над заложенными при установлении тарифов на каждый год полностью компенсируется через индексацию общего размера необходимой валовой выручки на разницу в темпах инфляции.

Тарифы на услуги ФСК будут расти

По сравнению с зарубежными странами в России достаточно низкие тарифы на передачу электроэнергии. Средняя величина тарифа ФСК в 2007 году составила 3,9 долл. за МВт.ч или 5 долл. с учетом оплаты потерь электроэнергии в сетях.

При этом в Восточной Европе, по нашим расчетам, средняя величина тарифа составляет около 15 долл. за МВт.ч, в странах Западной Европы – 10 долл. за МВт.ч. Более низкий уровень тарифов в Скандинавии и Бенилюксе – в среднем 6 долл. за МВт.ч. Ниже чем в России тарифы на Украине, в Казахстане, Китае, Индии.

Принимая во внимание большие задачи, поставленные перед ФСК и требующие огромных капиталовложений, мы уверены, что тарифы на услуги компании будут неизбежно повышаться. По нашим расчетам, среднегодовой рост тарифа на услуги ФСК составит 22% до 2015 г.

В то же время, принимая во внимание глобальную тенденцию роста инфляции, особенно актуальную для России, есть определенные опасения, что, по крайней мере, в ближайшие годы темпы повышения тарифов на услуги ФСК будут сдерживаться. Но с другой стороны, доля тарифа ФСК в конечной стоимости электроэнергии для потребителя составляет, по нашим оценкам, всего 6%, что снижает данный риск. Кроме того, без существенного роста тарифа невозможно выполнение масштабной инвестпрограммы. Поэтому мы полагаем, что регулирующие органы прибегнут к сглаживанию повышения тарифов, но в целом не будут препятствовать их росту.

В отдаленной перспективе тарифы на услуги ФСК могут начать снижаться благодаря переходу на RAB-регулирование. Структура тарифа на передачу электроэнергии в связи с этим претерпит существенное изменение:

- доля возврата капитала в тарифе значительно возрастет;
- сократятся операционные расходы компании;
- доходность на капитал, заложенная в тарифе, будет снижаться.

Последние два фактора в перспективе и могут обеспечить снижение тарифов на передачу электроэнергии. Однако этот процесс весьма длительный, особенно, учитывая масштабную инвестпрограмму ФСК. Например, в Великобритании тарифы начали снижаться только через 15 лет после введения RAB-регулирования.

Основные риски регулирования

Риски, связанные с пока еще не известными параметрами будущего RAB-регулирования ФСК представляются нам наиболее важными с точки зрения влияния на стоимость акционерного капитала компании. Необходимость сдерживания темпов роста тарифов ФСК сразу после перехода на RAB-регулирование может заставить регулятора использовать менее благоприятные для компании параметры.



В связи с этим мы видим ряд рисков в области регулирования:

- риск занижения первоначальной регулируемой базы активов;
- риск занижения ставок доходности на капитал, в частности, установление их на уровне ниже WACC;
- риск использования регулятором ряда «тонких настроек» для сдерживания роста тарифа и снижения дохода на капитал;
- риски негативного влияния на стоимость инвестированного капитала изменения доходности по ОФЗ внутри периода регулирования.

Рассмотрим эти риски подробнее. Утвержденная методика расчета инвестированного капитала содержит ряд моментов, создающих риск значительного расхождения между стоимостью инвестированного капитала, принимаемой регулятором для целей расчета тарифов, и реальной стоимостью воспроизводства основных средств компании. Это противоречит определениям, изложенным в проекте Правил определения стоимости активов и размера инвестированного капитала, а также искажает некоторые ключевые коэффициенты, в частности, соотношение собственных и заемных средств.

Процедура установления ставок дохода на капитал, на наш взгляд, недостаточно четко прописана в нормативных документах, что оставляет пространство для «маневра» для регулятора.

Методика содержит также ряд параметров (таких как коэффициент эластичности расходов по количеству активов, индекс операционной эффективности, корректировка выручки с учетом надежности и качества производимых товаров и услуг), способы установления которых пока не ясны и которые могут быть использованы регулятором для снижения темпов роста тарифов.

В методике прописан дополнительный механизм корректировки размеров дохода и возврата на инвестированный капитал через индексацию базы RAB в зависимости от изменения доходности ОФЗ. В определенной степени этот механизм дублирует корректировку величины выручки компании на инфляцию. При этом описание его действия в методике прописано недостаточно четко.

Переходя от теории к практике, мы видим определенный риск для ФСК. Так, в частности, мы полагаем, что нельзя полностью исключить сценария снижения доходности государственных облигаций, используемых в качестве ориентира, в особенности в течение первого или второго периодов регулирования. К 2010 году уровень доходности гособлигаций может подняться до 10%, приблизившись к темпам инфляции, а затем к 2015 году опуститься до 5% вместе с уровнем инфляции. В таком случае размер инвестированного капитала для ФСК сократится минимум на 5%.

Помимо возможности задержек с переводом ФСК на RAB-регулирование мы видим риски занижения первоначальной базы активов и ставок, а также сдерживания темпов повышения тарифов

Методика расчета инвестированного капитала содержит возможности для установления iRAB ниже реальной стоимости воспроизводства основных средств

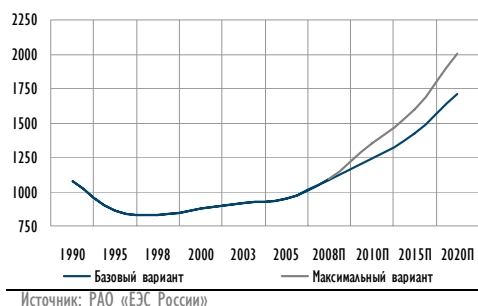
Процедура установления ставок доходности и ряда ключевых параметров недостаточно четко прописана



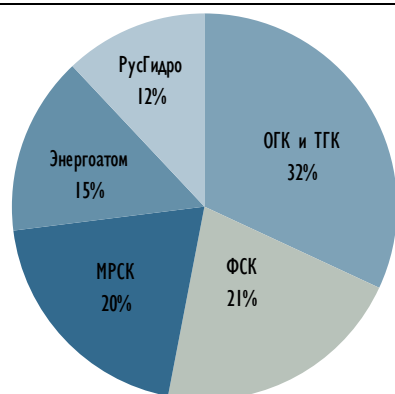
Растущий рынок – драйвер бизнеса

Прогнозы роста энергопотребления в России

Прогноз спроса на электроэнергию в России, заложенный в Генсхему до 2020 года, млрд кВт.ч



Основные направления инвестиций в рамках Генеральной схемы, %



Важнейшие задачи ФСК состоят в модернизации и развитии магистральной сетевой инфраструктуры страны, которая характеризуется существенным износом и наличием «узких» мест

В ближайшие годы ожидается значительный рост энергопотребления, что потребует соответствующих инвестиций в инфраструктуру

Россия обладает одной из крупнейших энергетических систем в мире, которая к тому же характеризуется быстрыми темпами развития и роста энергопотребления.

В то же время основной проблемой российской электроэнергетики является значительный физический и моральный износ мощностей, вызванный длительным периодом острого недостатка инвестиций. В свою очередь, недостаточные капиталовложения в развитие генерирующих мощностей и сетевой инфраструктуры привели к дефициту в ряде регионов, особенно в пиковый зимний период. По состоянию на начало 2008 года нагрузка электросетей была близка к максимальной в 17 регионах, на которые приходится 60% ВВП и 42% населения страны.

В настоящее время основным программным документом отрасли является «Генеральная схема размещения объектов электроэнергетики до 2020 года», одобренная Правительством РФ в феврале 2008 года. Генсхема разработана Минпромэнерго с участием РАО «ЕЭС России», Росэнергоатома, Газпрома, РЖД и угольных компаний. Этот масштабнейший проект модернизации электроэнергетики получил неофициальное название «ГОЭЛРО-2». Совокупные инвестиции, согласно Генсхеме, составят почти 12,5 трлн рублей или порядка 520 млрд долл., из которых почти 215 млрд долл. пойдут на развитие сетей, в том числе свыше 110 млрд долл. на магистральные сети ФСК.

В Схеме закладываются прогнозные темпы роста энергопотребления до 2020 года на уровне 4,1% в год в базовом варианте и 5,2% по максимальному сценарию. В то же время среднегодовые темпы роста энергопотребления в 1998-2006 гг. составляли 2,5% и лишь в последние годы приблизились к этим значениям.

Согласно базовому прогнозу, общая установленная мощность российских электростанций к 2020 году увеличится на 60% и достигнет 349 ГВт, соответственно, нетто-ввод мощностей составит 130 ГВт. На ФСК ложится задача развития сетевой инфраструктуры в целях обеспечения подключения новых мощностей к энергосистеме страны и полноценного участия генерирующих компаний в рынке электроэнергии и мощности. В задачи ФСК входит также усиление межсистемных связей для обеспечения надежности перетоков электроэнергии между регионами, а также между Россией и соседними государствами.

Стратегические цели и задачи ФСК

Федеральная сетевая компания является интегрирующим и координирующим центром управления всей ЕНЭС. Основные проблемы магистрального сетевого комплекса помимо удовлетворения растущего спроса связаны с высоким физическим износом оборудования, которое к тому же морально устарело. Такая ситуация в целом характерна для российской электроэнергетики, долгие годы испытывавшей инвестиционный «голод».

В соответствии с базовым сценарием, заложенным в Генсхему размещения объектов электроэнергетики до 2020 года, энергопотребление в России будет в среднем увеличиваться на 4,1% в год. Только до 2015 года планируется ввести свыше 30 ГВт новых генерирующих мощностей, что потребует соответствующих инвестиций в строительство и расширение инфраструктуры.

Ключевым документом, определяющим долгосрочную стратегию ФСК, является Стратегия развития ЕНЭС на десятилетний период, которая разрабатывалась на основе Концепции развития ЕНЭС, одобренной решением Правления ФСК и утвержденной председателем правления 25 декабря 2002 года.

Стратегия ФСК направлена на решение наиболее актуальных проблем, в частности:

- преодоление значительного физического и морального износа оборудования (износ сетей ФСК в целом составляет 41%, в том числе подстанций – 65%, ЛЭП – 36%);
- развитие и обеспечение устойчивого и надежного функционирования ЕНЭС, электроснабжения потребителей, выдачи мощности электростанций и присоединения участников оптового рынка;



Приоритетными для ФСК являются реконструкция, модернизация и расширение сети и подстанций, а также усиление межсистемных связей

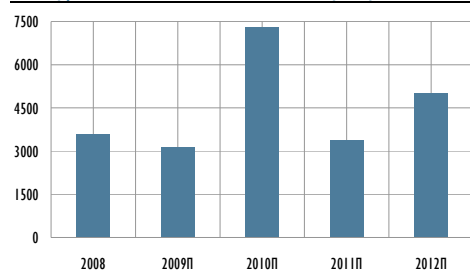
- создание сетевой инфраструктуры для обеспечения функционирования конкурентного рынка электроэнергии и мощности;
- повышение технического уровня и эффективности ЕНЭС до мировых стандартов через техническое перевооружение, реконструкцию и новое строительство объектов;
- привлечение капитала для решения стратегических целей развития сетей.

Таким образом, приоритетными в стратегии ФСК являются работы по реконструкции, техперевооружению и расширению сетевой инфраструктуры на базе современных технологий и передового оборудования³; усиление межсистемных связей; совершенствование единой информационной системы.

В свою очередь, планируемый переход на регулирование услуг ФСК на основе RAB-методики, обеспечивающей возврат на инвестированный капитал, должен обеспечить повышение эффективности компании и существенно повысить ее инвестиционную привлекательность.

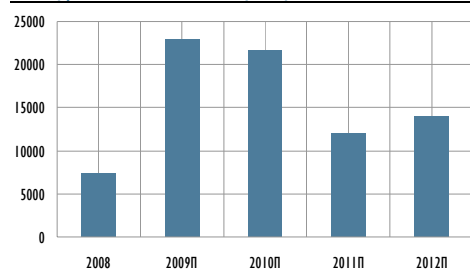
Большая компания – масштабные инвестиции

Планируемые вводы новых линий электропередачи, км



Источник: ФСК

Планируемые вводы новых трансф. мощностей, МВА



Источник: ФСК

Уже начиная с этого года, ФСК разворачивает масштабную программу капиталовложений, которая позволит кратно увеличить объемы строительства и реконструкции энергообъектов, в соответствии со стратегией развития ЕНЭС. Генеральная схема размещения объектов электроэнергетики предусматривает капиталовложения ФСК в размере 2,6 трлн руб. до 2020 года.

Мы отмечаем сильную государственную поддержку ФСК, связанную с пониманием необходимости ускоренного осуществления инвестиционной программы. На эти цели ФСК при реорганизации РАО ЕЭС были переданы активы общей стоимостью порядка 14 млрд долл., а в конце 2008 г. – начале 2009 г. компания планирует получить бюджетные средства через размещение дополнительной эмиссии акций.

Не менее важным фактором поддержки является решение о переводе компании на RAB-регулирование. Отметим, что с переходом на RAB высокий размер инвестиционной программы не будет негативным фактором с точки зрения стоимости акционерного капитала компании.

Совет директоров ФСК 15 мая 2008 года утвердил инвестиционную программу на 2008-2012 гг. объемом 1,02 трлн руб. При этом только в 2008 году ФСК запланировала инвестиции в размере, превышающем совокупные капиталовложения компании за предыдущие пять лет.

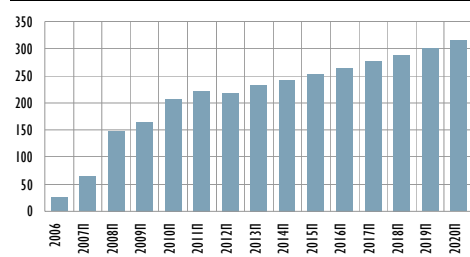
Основные направления инвестиций ФСК в 2008-2012 гг., млн руб.

Направление инвестиций	2008 г.	2009 г.	2010 г.	2011 г.	2012 г.	Всего
Обеспечение выдачи мощности с учетом резерва	20 724	46 078	53 165	57 256	36 036	213 258
- в т.ч. выдача мощности ТЭС	7 055	19 013	26 624	33 957	19 910	106 559
- в т.ч. выдача мощности ГЭС	3 100	10 350	11 830	5 906	5 570	36 756
- в т.ч. выдача мощности АЭС	7 115	9 035	5 850	7 850	4 550	34 400
Объекты повыш. надеж-ти эл/снаб. Москвы, С.-Петербурга и Тюмени	53 746	52 620	26 480	12 250	18 300	163 396
Объекты, включ. в соглашения с администрациями прочих регионов	25 066	40 481	34 281	26 610	17 657	144 095
Развитие магистральных сетей, не вошедших в соглашения	11 924	25 809	43 450	47 625	41 940	170 748
Реновация основных фондов	44 340	36 012	41 606	40 098	46 391	208 447
Прочее	21 678	23 598	26 464	26 424	22 029	120 194
Итого потребность в инвестициях	177 478	224 598	225 446	210 263	182 353	1 020 138

Источник: ФСК

Значительная часть средств, заложенных в инвестпрограмме (порядка 20%), пойдет на обновление основных фондов компании. Почти 215 млрд руб. (21%) будет потрачено на строительство объектов, необходимых для обеспечения выдачи мощности вводимых в строй энергомощностей.

³ Гибкие системы передачи электроэнергии, высоко- и низкотемпературные сверхпроводники, накопители электроэнергии, полностью автоматизированные подстанции с дистанционным управлением, силовые трансформаторы, обладающие повышенной стойкостью к токам короткого замыкания, элегазовые выключатели и комплектные распределительные устройства (КРУЭ) и пр.

**Прогноз инвестиций до 2020 г., млрд руб. (без НДС)**

Источник: ФСК, прогнозы Газпромбанка

В текущем году ФСК, по планам, инвестирует почти 180 млрд руб. Объем новых вводов вдвое превысит уровень 2007 года

Отдельное направление в инвестпрограмме ФСК до 2012 года – повышение надежности энергоснабжения в ключевых «точках роста» – Москве, Санкт-Петербурге и Тюмени. За пять лет на эти цели ФСК истратит почти 165 млрд руб. (16%).

При этом инвестиционная программа ФСК характеризуется мобильностью, то есть возможностью сократить капиталовложения или сдвинуть их по срокам в случае нехватки средств или затягивания вводов новых генерирующих мощностей без значительного ущерба для надежности энергосистемы. Такая возможность существует, учитывая, что новые собственники генерации уже начали пересматривать утвержденные планы инвестиций.

Пятилетняя программа инвестиций ФСК предполагает ввод 22,5 тыс. км новых линий электропередачи и почти 78 тыс. МВА трансформаторной мощности. Это позволит обеспечить надежную выдачу мощности новых энергоблоков атомных, гидро- и тепловых станций общим объемом 34 ГВт и ликвидировать «узкие места».

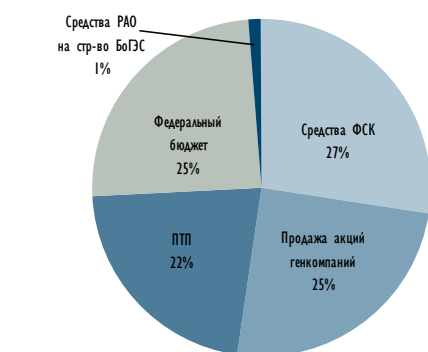
Инвестпрограмма на 2008 год

В соответствии с утвержденной инвестиционной программой ФСК до 2012 года, в текущем году объем капиталовложений составит 177,5 млрд руб. (7,6 млрд долл.).

На инвестиции в новое строительство и повышение надежности энергоснабжения Московского региона планируется направить свыше 14 млрд руб., Санкт-Петербурга и области – около 17 млрд руб., Западной Сибири – 22,5 млрд руб., Урала – 8 млрд руб.

На строительство объектов, обеспечивающих выдачу мощности генерирующих станций, в 2008 году будет направлено 20,7 млрд рублей.

За год планируется построить 1208 км линий электропередачи и ввести в строй почти 12 тыс. МВА трансформаторной и 1 тыс. Мвар реактивной мощности. Это примерно вдвое больше, чем было введено в 2007 году.

Источники финансирования инвестиций в 2008-12 гг.

Источник: ФСК

Источники финансирования инвестиционной программы ФСК

Основными источниками финансирования утвержденной Советом директоров ФСК инвестиционной программы до 2012 года должны стать деньги от продажи пакетов акций генерирующих компаний, которые были переданы на баланс ФСК, поступления от платы за присоединение к сетям, бюджетные деньги, в т.ч. по федеральным целевым программам, а также собственные и заемные средства ФСК.

В утвержденной пятилетней программе инвестиций 2008 и 2009 годы сбалансированы с точки зрения потребностей в капиталовложениях и наличия источников финансирования. Однако, начиная с 2010 г., инвестпрограмма будет сводиться с дефицитом, который за три года достигнет 160 млрд руб. По нашему мнению, этот дефицит может быть закрыт за счет привлечения заемных средств.

В своих прогнозах мы исходим из того допущения, что переход на RAB состоится в 2010 году. Мы оцениваем риск затягивания этого процесса как невысокий, учитывая, что к тому моменту сложится практика применения RAB в распределительном сетевом комплексе.

Активы, переданные на баланс ФСК

При реорганизации РАО «ЕЭС России» Федеральной сетевой компании были переданы денежные средства, а также госпакеты непроданных генерирующих компаний – ОГК-1 и Кузбассэнерго (ТГК-12). Кроме того, компания получила часть средств от проданных РАО ЕЭС госпакетов в генерирующих компаниях, а в дальнейшем получит деньги от продажи своих долей в тех компаниях, покупателям которых была предоставлена отсрочка по оплате.

По нашим оценкам, общая стоимость переданных на баланс ФСК активов, включая денежные средства и доли в генкомпаниях, составляет порядка 350 млрд руб. (см. подробный расчет на стр. 12).

В 2008–2009 гг., согласно утвержденной пятилетней программе ФСК, средства от продажи генерирующих активов, которые ФСК получила от РАО «ЕЭС России», станут основным источником финансирования инвестпрограммы. Они должны закрыть свыше половины потребностей компании в капиталовложениях в этот период.

Переданные на баланс ФСК активы стоимостью порядка 350 млрд руб. станут основным источником финансирования инвестиций в ближайшие годы



Часть средств, которые РАО ЕЭС в свое время получило от продажи генерирующих активов были потрачены холдингом на выкуп собственных акций у несогласных с реорганизацией миноритариев (102 млрд руб.). В дальнейшем часть выкупленных акций РАО удалось реализовать (на 44 млрд руб.), а остальные были «упакованы» в спецкомпании – «Индекс энергетики - ФСК ЕЭС» и «Индекс энергетики – ГидроОГК» в соотношении 74,9% к 25,1%. В этой же пропорции были поделены средства от продажи госпакетов генкомпаний между ФСК и РусГидро.

Основным активом спецкомпаний, которые 1 июля стали дочерними компаниями ФСК и РусГидро, является набор из 23 выделенных целевых компаний. Мы полагаем, что часть этих активов ФСК предъявит по ofercie, в частности, компания уже реализовала таким образом акции ТГК-8 и ТГК-10. Также oferty выставили уже новые собственники ТГК-2 и ТГК-4. Это ускорит процесс получения средств в денежном выражении и застрахует данные активы от снижения стоимости в рамках коррекции на фондовом рынке.

Плата за технологическое присоединение к сетям

В 2003 году технологическое присоединение к сетям ФСК было выделено в отдельную услугу наряду с передачей электроэнергии, поскольку резервы энергосистемы к тому времени были исчерпаны, и каждое новое подключение требовало серьезного расширения энергообъектов или строительства новых сетей и подстанций. Соответственно, эти расходы были переложены на присоединяемые объекты генерации и потребителей.

Размер платы за присоединение формируется из расчета компенсации ФСК всех затрат, связанных с подключением, а также включает в себя налог на прибыль, который ФСК должна уплатить со всей собранной ПТП.

Поступления от платы за технологическое присоединение к сетям ФСК (ПТП) станут одним из важных источников финансирования инвестпрограммы компании в 2010-2012 гг.

Ситуацию, сложившуюся с присоединением к электрическим сетям в России, нельзя назвать нормальной. Сетевые компании не способны полностью и своевременно удовлетворить все поступающие заявки на присоединение (это касается не только ФСК, но также и распределительных сетевых компаний). При этом тарифы на присоединение очень высоки, поскольку в них включаются не только затраты на сооружение объектов, непосредственно необходимых для осуществления техприсоединения, но и стоимость усиления вышестоящих сетевых объектов.

Введение ПТП – временная мера, вынужденный компромисс. Согласно ФЗ №35 «Об электроэнергетике», инвестиционная составляющая в тарифы на техприсоединение будет включаться только до конца 2010 года. Начиная с 2011 г., плата должна включать в себя только затраты на «последнюю милю», то есть непосредственно на присоединение объекта к сети. Затраты на усиление сетей, в свою очередь, будут финансироваться из инвестпрограммы ФСК и возмещаться через тариф на передачу электроэнергии.

Таким образом, после перехода ФСК на RAB-регулирование значение ПТП как источника финансирования инвестпрограммы должно снизиться. Мы полагаем, что поступления от ПТП сократятся до 15-20 млрд руб. в год.

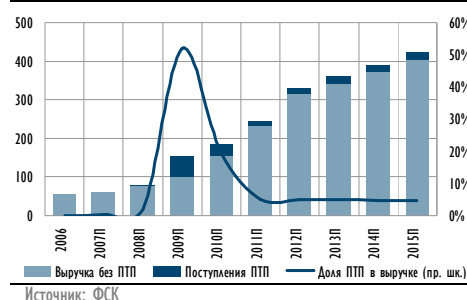
Собственные средства и привлеченный капитал

Одним из основных источников финансирования капиталовложений ФСК также станут собственные средства компании. После введения RAB-регулирования и сокращения доходов от платы за техприсоединение финансирование инвестпрограммы ФСК в значительной мере будет осуществляться за счет реинвестирования акционерного капитала, а также привлечения заемных средств, хотя руководство ФСК заявляет, что у компании нет планов по увеличению долговой нагрузки.

Учитывая достаточно низкую норму дохода на инвестированный капитал, которую планируется установить для ФСК при переходе на RAB-регулирование (10% без учета инфляции), компании придется предпринимать усилия по снижению стоимости заемного капитала. В частности, это касается регулярной публикации отчетности по МСФО, повышения общей прозрачности и открытости компании.

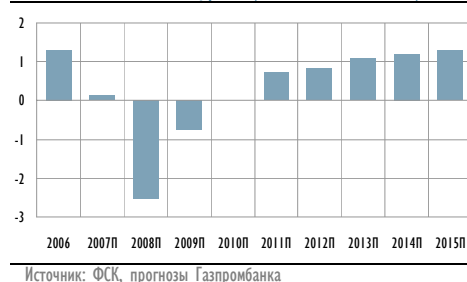
Заложенный в инвестпрограмме ФСК до 2012 года объем финансирования за счет ПТП составляет 223 млрд руб.

Прогноз выручки и ПТП, млрд долл.



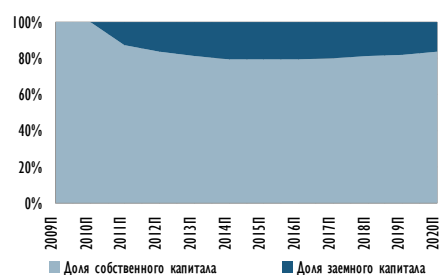
Плата за подключение в нынешнем виде – временная мера. После введения RAB ее структура изменится, а поступления от ПТП снизятся

Динамика долговой нагрузки (чистый долг/EBITDA)





Доля заемных средств в инвестированном капитале



Источник: прогнозы Газпромбанка

Бюджетные деньги через размещение допэмиссии акций ФСК

Немаловажным источником финансирования инвестпрограммы ФСК являются средства федерального бюджета РФ, которые ФСК получит через дополнительные эмиссии акций в пользу государства. Общий объем бюджетных средств, заложенных в утвержденную инвестпрограмму ФСК, составляет 92,4 млрд руб.

ФСК планирует провести размещение допэмиссии для получения госсредств в конце 2008 г. – начале 2009 г. Ее точный объем пока не известен. Цена размещения должна быть не ниже номинала, т.е. 50 коп. за акцию.

После перехода на RAB-регулирование ФСК должна уйти от финансирования своей инвестиционной программы за счет бюджетных средств, которое фактически является экстренной мерой, чтобы залатать «дыры» в бюджете самой компании.

ФСК – публичная компания

Акционеры ФСК

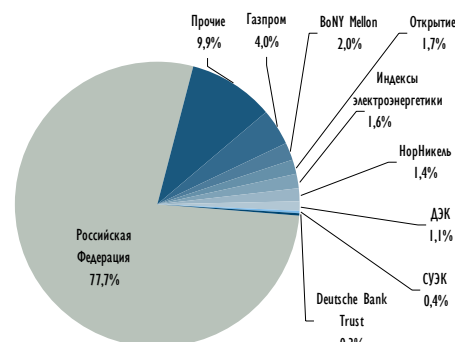
По итогам консолидации уставный капитал ФСК ЕЭС увеличился до 576,76 млрд руб., а общее количество обыкновенных акций ФСК, соответственно, до 1153,5 млрд штук.

Основным акционером ФСК осталось государство, чья доля составила 77,66% и в будущем должна оставаться выше 75%. Крупнейшими миноритарными акционерами ФСК стали Газпром с долей 4%, ФК «Открытие» (1,7%), ГМК «Норильский Никель» (1,4%). Часть акций ФСК (1,6% уставного капитала) «упакована» в Индексы электроэнергетики ФСК и ГидроОГК.

В июле 2008 года ФСК открыла программу спонсируемых депозитарных расписок на свои акции. Каждая расписка удостоверяет права в отношении 500 именных обыкновенных акций ФСК. По предварительным оценкам, в АДР и ГДР, которые будут обращаться вне биржи в США и Великобритании, было конвертировано около 2% акций ФСК, что не позволяет говорить о ликвидности данного рынка.

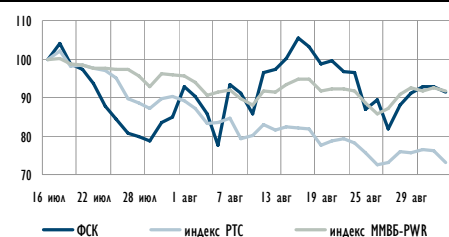
В результате присоединения магистральных сетевых компаний и реорганизации РАО ЕЭС количество акционеров ФСК увеличилось до нескольких десятков тысяч. Долю акций ФСК в свободном обращении в настоящий момент мы оцениваем в 18%.

Структура акционерного капитала ФСК



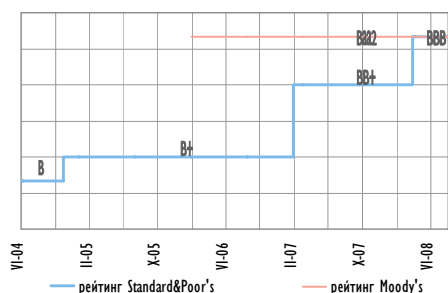
Источник: ФСК, оценки Газпромбанка

Динамика акций ФСК и индексов РТС и ММВБ-PWR с даты начала биржевых торгов ФСК



Источник: ФСК, оценки Газпромбанка

История кредитных рейтингов ФСК



Источник: ФСК

Выход акций на биржу

Биржевые торги акциями ФСК на российских площадках ММВБ и РТС начались 16 июля, после завершения процессов по реорганизации РАО «ЕЭС России» и консолидации магистральных сетевых компаний в ФСК.

Присоединение всех обществ к ФСК прошло по базовому сценарию, то есть одновременно, что позволило акционерам магистральных сетевых компаний и РАО ЕЭС получить акции основного выпуска. Соответственно, в настоящее время на биржах представлен один ликвидный выпуск акций ФСК. Таким образом, ФСК избежала ситуации размывания ликвидности вследствие появления на бирже множества разных выпусков, как это имело место, например, при выходе на торги акций РусГидро или распределительных компаний после консолидации.

Листинг на ММВБ и РТС акции ФСК прошли в июне, они были включены в котировальный список В на обеих биржах, а в октябре должны быть переведены в список Б. Акции не смогут войти в котировальный лист А, поскольку для этого необходимо, чтобы доля крупнейшего акционера не превышала 75%.

Компания имеет кредитные рейтинги инвестиционного уровня от двух ведущих мировых рейтинговых агентств:

- Standard&Poor's BBB (прогноз «позитивный») по международной шкале и ruAAA по национальной
- Moody's Baa2 (прогноз «стабильный») по международной шкале и Aaa.ru по национальной



ФСК наравне с РусГидро претендует на звание «голубой фишки» от электроэнергетики, однако низкий free-float ограничивает ее ликвидность

Мы ожидаем включения акций ФСК в расчет индексов РТС и ММВБ к сентябрю. Также возможно их включение в индексы MSCI

Основные «фишки» в электроэнергетике

Компания	Рын. кап., млрд долл.	Ср/дневной оборот на ММВБ, млн долл.*
ФСК	14,7	59
РусГидро	15,6	163
Мосэнерго	4,0	4
МОЭСК	4,5	2
ТГК-1	2,2	10
МРСК Ц. и Прив.	1,2	18
ОГК-5	3,5	3

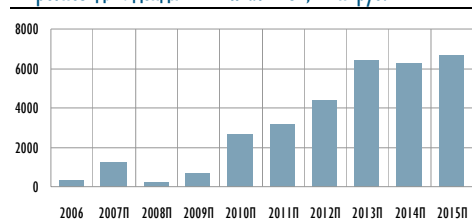
Источник: Bloomberg, Газпромбанк * (за период с 16/06 по 1/09)

Дивиденды ФСК в 2005-2007 гг., млн руб.

	2005	2006	2007
Дивиденды	367,3	587,9	380,0
Чистая прибыль (РСБУ)	1 997	1 834	2 296
Доля в прибыли	18,4%	32%	16,5%

Источник: ФСК

Прогноз дивидендных выплат ФСК, млн руб.



Источник: ФСК, прогнозы Газпромбанка

Учитывая то, что ФСК фактически является государственной компанией, мы ожидаем дальнейшего повышения ее рейтинга до суверенного.

ФСК как «голубая фишка»

ФСК – крупнейшая российская энергетическая компания по своим масштабам и самая большая сетевая компания Европы. По размеру рыночной капитализации ФСК входит также в двадцатку самых дорогих российских компаний.

Однако высокая доля государственного участия ограничивает free-float ФСК, то есть долю акций в свободном обращении, и соответственно снижает их ликвидность. В настоящий момент рыночная капитализация free-float ФСК составляет 2,7 млрд долл., и по этому показателю ФСК среди российских энергетических компаний уступает РусГидро (6,3 млрд долл. при 40%-ной доле акций в свободном обращении).

По среднесуточному обороту торгов на фондовой бирже ММВБ ФСК находится в числе лидеров среди энергетических компаний, однако существенно уступает основным фишкам российского рынка акций.

Позитивный момент для акций ФСК – включение их в расчет фондовых индексов РТС и ММВБ, что, как мы полагаем, может произойти в ближайшее время. Кроме того, возможно включение акций ФСК в расчет индексов MSCI, на которые ориентируются многие инвестиционные фонды и из которых бумаги РАО были исключены в начале июня в связи с реорганизацией. Вес обыкновенных акций РАО, в частности, в индексе MSCI Russia составлял 2,49%, привилегированных – 0,4%.

В перспективе переход ФСК на новую систему тарифообразования RAB с долгосрочным периодом регулирования, гарантирующую возврат и справедливый доход на инвестированный капитал, сделает акции компании «защитными» в периоды нестабильности на фондовых рынках. Инвестиции в инфраструктурные компании, регулируемые по RAB-методике, которая гарантирует возврат вложенного капитала и получение дохода на него, могут быть интересны институциональным фондам.

Таким образом, мы полагаем, что, несмотря на определенные недостатки, акции ФСК имеют все шансы прочно закрепиться в тройке ведущих фишек в электроэнергетике и отчасти заменить собой РАО ЕЭС – одну из наиболее ликвидных и популярных в свое время бумаг.

Дивидендная политика

ФСК, в начале июля ставшая публичной компанией, еще не представила ясной дивидендной политики на перспективу, однако мы полагаем, что, по крайней мере, в ближайшие годы дивидендная политика ФСК не будет щедрой. Компания и без того имеет ограниченные ресурсы для финансирования гигантской инвестиционной программы, чтобы отвлекать средства на дивиденды. Схожая ситуация характерна и для других крупнейших инфраструктурных компаний с государственным участием, таких как Транснефть или РусГидро.

По итогам 2007 г. величина дивидендных выплат ФСК составила 380 млн руб. или 0,08 коп. на акцию, что соответствует доходности менее 0,2%. В 2007 году у ФСК было только два акционера – РАО «ЕЭС России» и Росимущество. Причем дивиденды, причитающиеся РАО, выплачены не будут в связи с реорганизацией холдинга и фактически останутся в ФСК.

Как ранее заявлял первый зампред правления компании А. Чистяков, дивиденды будут выплачиваться из прибыли по основной деятельности, которая не будет включать в себя плату за технологическое присоединение к сетям, используемую целевым образом. Мы исходим из консервативной оценки выплаты дивидендов в размере 5% от чистой прибыли.



Приложение

Специфика анализа финансовой отчетности ФСК

До изменения методики регулирования деятельности ФСК основное внимание инвесторам следует уделять данным по инвестиционной программе, а также величине активов и основных средств ФСК после присоединения к ней магистральных сетевых компаний и РАО «ЕЭС России».

В ближайшее время ожидается публикация точных данных относительно денежных средств и прочих активов, переданных на баланс ФСК, а также выход консолидированной финансовой отчетности ФСК по РСБУ за III кв. 2008 года, в полном объеме отражающих влияние присоединение РАО «ЕЭС России» к ФСК.

Важным событием для ФСК также станет предстоящее размещение дополнительной эмиссии акций ФСК в пользу государства, которое должно состояться в конце 2008 г. – начале 2009 г.

До начала 2010 года к ФСК применимы все основные принципы анализа финансовой отчетности. Однако уже в настоящее время величина инвестиционной программы начинает восприниматься не столько как отток денежных средств из компании, сколько как показатель, увеличивающий первоначальную регулируемую базу активов, т.е. как отражение будущих доходов компании. Размер переданных денежных средств и активов будет восприниматься, прежде всего, как источник финансирования инвестиций, увеличивающий базу активов.

После перехода на RAB-регулирование в 2010 году ключевыми параметрами, на которые будет обращено основное внимание, станут:

- динамика операционных расходов;
- общий уровень долговой нагрузки, стоимость долга;
- компенсация основных статей расходов в выручке.

После перехода ФСК на RAB основные расходы компании должны будут полностью компенсироваться в выручке, а на прирост активов в результате выполнения капитальной программы будет начисляться доход по ставке, близкой к значению WACC.

Размер инвестиционной программы при этом перестает быть важным фактором для компании, поскольку осуществленные инвестиции полностью компенсируются в выручке в последующие годы.

Инвесторы, прежде всего, будут стараться понять, сможет ли компания получить дополнительные средства за счет экономии на операционных расходах и оптимизации структуры капитала. Соответственно, ключевыми показателями будут динамика операционных расходов и их расхождение с плановым заданием, а также объем и стоимость заемных средств.

Большое значение с точки зрения финансовой устойчивости и перспектив дальнейшего финансирования будет иметь общий уровень долговой нагрузки.

Кроме того, инвесторы будут следить, насколько полно основные статьи расходов компании компенсируются в выручке и не существует ли отдельных групп расходов, которые регулятор по тем или иным причинам отказывается компенсировать.

Ключевые параметры регулирования, влияющие на оценку

Мы выделяем три важнейших параметра предстоящего RAB-регулирования, публикация которых окажет большое влияние на оценку стоимости ФСК:

- первоначальная база RAB, ориентиром которой является стоимость основных средств на конец III кв. 2008 года с поправкой на инфляцию и инвестиции в 2009 году;
- нормативные ставки доходности на инвестированный капитал;
- нормативное соотношение собственного и заемного капитала.

С точки зрения анализа текущей оцененности ФСК большое значение приобретает мультипликатор EV/RAB – ориентир стоимости компании. Согласно логике RAB-регулирования, как показывает опыт зарубежных компаний, значение мультипликатора должно приближаться к единице.

До перехода на RAB инвесторам стоит следить за появлением точных данных о переданных ФСК активах, финансовой отчетности, результатов допэмиссии и публикацией параметров регулирования

Кроме того, внимание следует уделить практике применения методологии RAB в отношении МРСК, которые перейдут на нее уже в следующем году

После перехода на RAB важными параметрами станут данные об экономии на операционных расходах, фактической компенсации расходов в выручке и уровень долговой нагрузки

Важнейшими параметрами будущего регулирования являются первоначальная база RAB, ставки доходности капитала и нормативный леверидж



Таблица 1. Основные макроэкономические предположения модели ФСК

	2006	2007П	2008П	2009П	2010П	2011П	2012П	2013П	2014П	2015П	2016П	2017П	2018П	2019П	2020П
Рост ВВП (реальный), %	7,0%	8,1%	7,6%	6,9%	6,6%	6,3%	6,1%	6,6%	5,9%	5,5%	5,5%	5,5%	5,5%	5,5%	5,5%
Выработка электроэнергии, тыс Мвт/ч	961	1023	1085	1144	1204	1263	1322	1382	1445	1505	1568	1632	1699	1768	1840
Рост пром. производства (реальный), %	6,0%	6,3%	6,3%	5,6%	5,4%	5,0%	5,0%	5,4%	5,0%	5,0%	5,0%	5,0%	5,0%	5,0%	5,0%
Инфляция потребителей (CPI), %	12,0%	11,0%	12,6%	10,6%	9,0%	7,5%	6,5%	9,0%	5,5%	5,5%	5,5%	5,5%	5,5%	5,5%	5,5%
Инфляция производителей (PPI), %	13,4%	12,0%	19,0%	18,0%	11,0%	9,0%	6,5%	11,0%	5,5%	5,5%	5,5%	5,5%	5,5%	5,5%	5,5%
Обменный курс (ср. за год), руб./долл.	28,3	25,6	23,1	25,0	25,0	25,0	25,0	25,0	25,0	25,0	25,0	25,0	25,0	25,0	25,0
Обменный курс (на конец г.), руб./долл.	28,0	24,8	24,7	25,0	25,0	25,0	25,0	25,0	25,0	25,0	25,0	25,0	25,0	25,0	25,0
Доходность ОФЗ с дюрацией 5 лет, %	6,6%	6,1%	7,2%	6,3%	5,3%	4,5%	3,9%	3,6%	3,3%	3,3%	3,3%	3,3%	3,3%	3,3%	3,3%
Ставка рефинансирования ЦБ РФ, %	12,5%	10,0%	10,0%	9,5%	8,0%	8,0%	5,8%	8,0%	4,9%	4,9%	4,9%	4,9%	4,9%	4,9%	4,9%
Основные предположения по компании															
Протяженность ЛЭП, тыс. км	47	122	126	129	136	140	145	150	155	160	166	172	178	184	190
Объем полезного отпуска эл/энергии	623	663	703	741	780	818	857	896	936	975	1016	1058	1101	1146	1192
Установленная мощность, ГВт	87	87	120	127	133	140	145	151	157	164	168	173	179	184	190
Ср. тариф, руб за МВт/ч	85	100	120	148	235	337	413	432	458	484	514	544	570	598	627
Ср. тариф за УМ, тыс. руб. за МВт/год	350	350	420	516	819	1173	1438	1505	1597	1689	1791	1897	1987	2085	2186

Источник: ФСК, прогнозы Газпромбанка

Таблица 2. Прогноз отчета о прибылях и убытках ФСК

млн руб.	2006	2007П	2008П	2009П	2010П	2011П	2012П	2013П	2014П	2015П	2016П	2017П	2018П	2019П	2020П
Выручка (сглаженная)	55 340	60 410	79 765	153 738	184 558	244 863	331 417	359 109	389 611	422 009	457 177	494 780	527 689	567 340	609 668
Услуги по передаче э/э (до 2010 г.)	41 944	46 587	58 699	75 687											
Доходная часть выручки					44 784	84 498	115 764	131 326	146 708	162 569	178 934	195 819	213 707	231 704	250 270
Компенсационная часть выручки					114 291	150 648	186 003	206 923	221 192	236 840	254 713	274 459	289 071	309 663	332 314
Возврат на RAB (амортизация)					35 487	43 836	49 436	54 943	60 860	67 083	73 626	80 501	87 723	95 306	103 264
Компенсация опер. расходов					31 711	34 738	38 091	39 477	42 881	46 578	50 108	53 906	55 570	59 781	64 312
Компенсация потерь	10 744	12 955	17 331	24 046	32 888	45 333	59 789	74 954	77 238	79 752	84 440	89 409	91 837	97 254	102 999
Компенсация налога на прибыль					14 204	26 742	38 687	37 549	40 213	43 426	46 538	50 642	53 941	57 322	61 739
Услуги по техприсоединению	0	103	1 578	52 505	30 294	11 400	16 002	16 770	17 508	18 278	19 082	19 922	20 799	21 714	22 669
Прочая выручка	2 652	765	2 157	1 501	1 636	1 758	1 873	1 985	2 094	2 209	2 331	2 459	2 594	2 737	2 888
Итого выручка (несглаженная)	55 340	60 410	79 765	153 738	191 004	248 305	319 641	359 109	389 611	422 009	457 177	494 780	527 689	567 340	609 668
Итого выручка (сглаженная)	55 340	60 410	79 765	153 738	184 558	244 863	331 417	359 109	389 611	422 009	457 177	494 780	527 689	567 340	609 668
Расходы															
Расходы на покупку потерь в сетях	10 744	12 955	17 331	24 046	32 888	45 333	59 789	74 954	77 238	79 752	84 440	89 409	91 837	97 254	102 999
Амортизация	9 445	13 646	17 903	26 847	35 940	45 435	54 871	64 540	74 721	85 352	96 452	108 042	120 143	132 777	145 968
З/п, налоги и сборы, связанные с э/п	7 520	9 212	9 854	10 354	10 721	11 295	11 788	12 246	12 661	13 090	13 534	13 993	14 467	14 957	15 465
Затраты на ремонт и тех. обслуживание	5 796	6 104	7 477	9 044	10 609	11 852	13 076	14 340	15 635	17 029	18 641	20 379	22 252	24 269	26 505
Расходы по аренде	1 261	1 841	921	50	54	57	61	64	68	71	75	79	84	88	93
Расходы по страхованию	827	917	1 124	1 359	1 594	1 781	1 965	2 155	2 350	2 559	2 802	3 063	3 344	3 647	3 983
Общехоз., коммерч. и адм. расходы	1 676	1 771	1 994	2 206	2 404	2 584	2 752	2 917	3 078	3 247	3 426	3 614	3 813	4 023	4 244
Расходы на приобр. материалов и сырья	466	522	621	733	814	887	945	1 001	1 056	1 115	1 176	1 241	1 309	1 381	1 457
Налоги, кроме налога на прибыль	401	445	687	955	1 239	1 508	1 761	2 020	2 281	2 542	2 805	3 069	3 334	3 601	3 869
Увел./уменьш. резерва на сниж. дебит. задолж.	1 345	594	4 241	7 509	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0
(Прибыль)/убыток от выбытия ОС	321	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0
Прочие расходы	2 547	3 266	3 786	4 292	4 944	5 447	6 010	6 591	7 186	7 826	8 567	9 366	10 227	11 154	12 182
Итого расходов	42 349	51 273	65 939	87 394	101 207	126 181	153 019	180 829	196 274	212 584	231 918	252 254	270 809	293 152	316 764
ЕВИТА	24 102	24 483	35 971	100 700	119 291	164 117	233 269	242 820	268 059	294 777	321 711	350 567	377 023	406 966	438 873
Рентабельность ЕВИТА	44%	41%	45%	66%	63%	66%	73%	68%	69%	70%	71%	71%	72%	72%	72%
Операционная прибыль (ЕВИТ)	12 991	9 137	13 827	66 344	89 797	122 124	166 622	176 174	191 229	207 313	223 143	240 405	255 362	272 666	291 377
Процентные доходы	332	1 599	7 209	6 214	2 498	973	1 190	1 130	884	1 164	1 305	879	1 690	473	3
Процентные расходы	-1 985	-2 587	-2 605	-2 108	-1 531	-3 113	-9 727	-14 602	-18 660	-21 960	-25 260	-25 260	-26 910	-29 110	-29 110
Изменение резервов на снижение стоим. ОС	22 558	3 157	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0
Убыток от переоценки	0	-5 778	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0
Прибыль/(убыток) до налога на прибыль	33 896	6 635	18 430	70 449	84 318	116 542	169 861	164 808	175 561	188 629	201 304	218 144	231 660	245 551	263 797
Текущий налог на прибыль	-1 719	-1 592	-4 423	-16 908	-20 236	-27 970	-40 767	-39 554	-42 135	-45 271	-48 313	-52 355	-55 598	-58 932	-63 311
Отложенный налог на прибыль	-7 054	316	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0
Налог на прибыль (включая ПТП)	-8 773	-1 276	-4 423	-16 908	-20 236	-27 970	-40 767	-39 554	-42 135	-45 271	-48 313	-52 355	-55 598	-58 932	-63 311
Чистая прибыль/убыток	25 123	5 359	14 007	53 542	64 082	88 572	129 094	125 254	133 427	143 358	152 991	165 789	176 061	186 619	200 486
Доля меньшинства	6 500	-1 703	-2 801	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0
Доля акционеров ФСК ЕЭС	18 623	7 062	16 809	53 542	64 082	88 572	129 094	125 254	133 427	143 358	152 991	165 789	176 061	186 619	200 486

Источник: ФСК, прогнозы Газпромбанка



Таблица 3. Прогноз баланса ФСК

млн руб.	2006	2007П	2008П	2009П	2010П	2011П	2012П	2013П	2014П	2015П	2016П	2017П	2018П	2019П	2020П
Внеоборотные активы															
Основные средства	230 255	317 410	490 108	681 183	883 203	1 075 666	1 255 684	1 440 589	1 626 273	1 812 768	2 000 111	2 188 340	2 377 492	2 567 609	2 758 734
Нематериальные активы	2 468	2 468	2 272	2 096	1 937	1 795	1 666	1 551	1 446	1 353	1 269	1 193	1 124	1 063	1 008
Финансовые вложения для продажи	3 031	3 031	162 616	81 223	3 031	3 031	3 031	3 031	3 031	3 031	3 031	3 031	3 031	3 031	3 031
Прочие внеоборотные активы	3 242	2 596	2 596	2 596	2 596	2 596	2 596	2 596	2 596	2 596	2 596	2 596	2 596	2 596	2 596
Итого внеоборотные активы	238 996	325 505	657 592	767 098	890 767	1 083 088	1 262 978	1 447 767	1 633 346	1 819 748	2 007 007	2 195 160	2 384 244	2 574 300	2 765 369
Текущие активы															
Денежные средства и их эквиваленты	5 971	26 648	114 428	98 629	39 645	15 444	18 882	17 938	14 025	18 473	20 718	13 947	26 821	7 500	42
Дебит. задолженность и авансы выданные	11 505	11 165	10 213	20 501	35 682	47 341	64 076	69 430	75 327	81 591	88 390	95 660	102 023	109 689	117 872
Товарно-материальные запасы	2 926	1 656	2 971	3 517	4 092	4 547	5 008	5 483	5 969	6 492	7 096	7 746	8 447	9 201	10 036
Итого текущие активы	20 402	39 470	127 612	122 648	79 419	67 332	87 966	92 851	95 321	106 556	116 203	117 354	137 290	126 390	127 950
ВСЕГО АКТИВЫ	259 398	364 975	785 204	889 746	970 186	1 150 419	1 350 943	1 540 618	1 728 668	1 926 304	2 123 211	2 312 513	2 521 534	2 700 690	2 893 319
Капитал акционеров и обязательства															
Капитал акционеров															
Акционерный капитал:	121 607	180 691	581 221	632 221	632 221	632 221	632 221	632 221	632 221	632 221	632 221	632 221	632 221	632 221	632 221
Накопленная прибыль/(убыток)	32 976	37 079	50 464	102 971	164 061	249 143	373 542	164 061	618 989	755 408	900 948	1 058 790	1 226 247	1 403 730	1 594 535
Прочее	-9 402	20 406	95 406	95 406	95 406	95 406	95 406	95 406	95 406	95 406	95 406	95 406	95 406	95 406	95 406
Итого капитал акционеров	145 181	238 176	727 091	830 598	891 688	976 770	1 101 169	891 688	1 346 616	1 483 035	1 628 575	1 786 417	1 953 874	2 131 357	2 322 162
Доля меньшинства	16 964	15 261	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0
Долгосрочные обязательства															
Займы и кредиты	25 445	23 000	23 000	11 000	35 000	135 000	205 000	35 000	340 000	400 000	450 000	480 000	520 000	520 000	445 000
Пенсионные обязательства	2 806	2 806	3 160	3 494	3 809	4 095	4 361	4 622	4 877	5 145	5 428	5 726	6 041	6 374	6 724
Отложенный налог на прибыль	14 322	24 922	24 922	24 922	24 922	24 922	24 922	24 922	24 922	24 922	24 922	24 922	24 922	24 922	24 922
Итого долгосрочные обязательства	42 428	50 728	51 082	39 416	63 731	164 017	234 283	63 731	369 799	430 067	480 350	510 648	550 963	551 296	476 646
Краткосрочные обязательства															
Займы и кредиты	10 255	7 000	0	12 000	6 000	0	5 000	6 000	0	0	0	0	0	0	75 000
Кредиторская задолженность и начисления	44 570	53 810	7 031	7 732	8 767	9 633	10 491	11 367	12 253	13 202	14 285	15 448	16 696	18 036	19 511
Итого краткосрочные обязательства	54 825	60 810	7 031	19 732	14 767	9 633	15 491	14 767	12 253	13 202	14 285	15 448	16 696	18 036	94 511
Итого обязательства	97 253	111 538	58 112	59 148	78 498	173 650	249 774	78 498	382 051	443 269	494 635	526 096	567 660	569 332	571 157
ВСЕГО КАПИТАЛ АКЦИОНЕРОВ И ОБЯЗ-ВА	259 398	364 975	785 204	889 746	970 186	1 150 419	1 350 943	970 186	1 728 668	1 926 304	2 123 210	2 312 513	2 521 534	2 700 689	2 893 319

Источник: ФСК, прогнозы Газпромбанка

Таблица 4. Прогноз отчета о движении денежных средств ФСК

млн руб.	2006	2007П	2008П	2009П	2010П	2011П	2012П	2013П	2014П	2015П	2016П	2017П	2018П	2019П	2020П
ДВИЖ. ДЕН. СРЕДСТВ ОТ ОСН. ДЕЯТЕЛЬНОСТИ															
Прибыль / (убыток) до налога на прибыль	33 896	6 635	18 430	70 449	84 318	116 542	169 861	164 808	175 561	188 629	201 304	218 144	231 660	245 551	263 797
Корректировки:															
Амортизация и износ	9 445	4 504	4 941	5 696	13 646	17 903	26 847	35 940	45 435	54 871	64 540	74 721	85 352	96 452	108 042
Увеличение/(уменьшение) резервов	-21 213	3 215	4 241	7 509	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0
(Прибыль)/убыток от выбытия ОС	321	-1 599	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0
Поправка на расходы, осущ. в невен. форме	-159	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0
Процентные доходы	1 661	988	-4 604	-4 106	-967	2 140	8 537	13 472	17 776	20 796	23 955	24 381	25 220	28 637	29 107
Ден. поток от осн. деят. б/у изм. оборотного капитала и уплаченного налога на прибыль	23 951	21 181	33 169	100 700	119 291	164 117	233 269	242 820	268 059	294 777	321 711	350 567	377 023	406 966	438 873
Изменения в оборотном капитале:															
Уменьш. /(увелич.) деб. задолж. и авансов	-3 238	-253	-3 289	-17 797	-15 181	-11 659	-16 734	-5 354	-5 897	-6 264	-6 799	-7 270	-6 363	-7 666	-8 184
Уменьш. /(увелич.) проч. оборотных средств	62	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0
Уменьш. /(увелич.) ТМЗ	-201	-186	-1 315	-546	-574	-455	-461	-475	-486	-523	-604	-650	-700	-754	-835
Увелич. /(уменьш.) кред. задолж. и начислений	1 881	-3 113	626	701	1 035	866	858	876	886	949	1 083	1 163	1 248	1 340	1 475
Прочие изменения в оборотном капитале	110	145	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0
Налог на прибыль уплаченный	-1 827	-1 592	-4 423	-16 908	-20 236	-27 970	-40 767	-39 554	-42 135	-45 271	-48 313	-52 355	-55 598	-58 932	-63 311
Итого поступление ден. средств от осн. деят.	20 738	16 182	24 767	66 150	84 335	124 899	176 166	198 312	220 427	243 669	267 078	291 455	315 610	340 953	368 018
ДВИЖ. ДЕН. СРЕДСТВ ОТ ИНВЕСТ. ДЕЯТ-ТИ															
Приобр. основных средств	-29 308	-63 568	-150 405	-217 745	-237 801	-237 756	-234 761	-249 330	-260 301	-271 754	-283 711	-296 194	-309 227	-322 833	-337 037
Вложения в прочие внеоборотные активы	-3 312	3 157	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0
Итого ден. средств на инвест. деятельность	-32 620	-60 411	-150 405	-217 745	-237 801	-237 756	-234 761	-249 330	-260 301	-271 754	-283 711	-296 194	-309 227	-322 833	-337 037
ДВИЖ. ДЕН. СРЕДСТВ ОТ ФИН. ДЕЯТ-ТИ															
Поступл. в кач. оплаты акционер. капитала	3 044	72 151	216 081	132 392	78 192	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0
Поступления краткосрочных заемных средств	3 450	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0
Дивиденды	-367	-1 256	-268	-700	-2 677	-3 204	-4 429	-6 455	-6 263	-6 671	-7 168	-7 650	-8 289	-8 803	-9 331
Проценты полученные/(уплаченные)	-1 745	-988	4 604	4 106	967	-2 140	-8 537	-13 472	-17 776	-20 796	-23 955	-24 381	-25 220	-28 637	-29 107
Поступл. /(погаш.) долгосроч. заемных средств	11 730	-5 000	-7 000	0	18 000	94 000	75 000	70 000	60 000	60 000	50 000	30 000	40 000	0	0
Итого ден. средств от фин. деятельности	16 112	64 907	213 417	135 798	94 482	88 656	62 034	50 073	35 961	32 532	18 877	-2 031	6 490	-37 441	-38 438
Увелич. /(уменьш.) ден. средств и их эквив.	4 230	20 677	87 779	-15 798	-58 984	-24 201	3 439	-944	-3 913	4 448	2 245	-6 770	12 873	-19 320	-7 458
Ден. средства и их эквив. на начало периода	1 741	5 971	26 648	114 428	98 629	39 645	15 444	18 882	17 938	14 025	18 473	20 718	13 947	26 821	7 500
Ден. средства и их эквив. на конец периода	5 971	26 648	114 428	98 629	39 645	15 444	18 882	17 938	14 025	18 473	20 718	13 947	26 821	7 500	42

Источник: ФСК, прогнозы Газпромбанка



Газпромбанк

117420, г. Москва, ул. Наметкина, 16, стр. 1
(Офис: ул. Новочеремушкинская, 63)
Тел. +7 (495) 913 7474

Департамент анализа рыночной конъюнктуры

Андрей Богданов
начальник департамента
+7 (495) 988 23 44

Стратегия на фондовом и долговом рынках	Нефть и газ, электроэнергетика	Макроэкономика и банковский сектор	Потребительский сектор
Андрей Богданов +7 (495) 988 23 44 Andrei.Bogdanov@gazprombank.ru	Иван Хромушин Дмитрий Котляров +7 (495) 980 43 89 Ivan.Khromushin@gazprombank.ru	Артем Архипов Анна Богдюкевич +7 (495) 980 41 82 Artem.Arhipov@gazprombank.ru	Рустам Шихахмедов +7 (495) 428 50 69 Rustam.Shikhakhmedov@gazprombank.ru
Аналитика долгового рынка	Телекоммуникации и медиа	Металлургия	Редакторская группа
Артем Архипов Алексей Астапов +7 (495) 980 41 82 Artem.Arhipov@gazprombank.ru	Андрей Богданов +7 (495) 988 23 44 Andrei.Bogdanov@gazprombank.ru	Николай Гудков +7 (495) 980 43 90 Nikolay.Gudkov@gazprombank.ru	Татьяна Курносенко +7 (495) 983 18 00 доб. 54084 Tatiana.Kurnosenko@gazprombank.ru

Департамент инструментов долгового рынка

Павел Исаев
+ 7 (495) 980 4134
Pavel.Isaev@gazprombank.ru

Организация выпусков

Игорь Ешков
+ 7 (495) 429 96 44
Igor.Eshkov@gazprombank.ru

Управление торговли и продаж долговых инструментов

Илья Ремизов
+7 (495) 983 18 80
Ilya.Remizov@gazprombank.ru

Сергей Яблонский
+7 (495) 719 17 74
sy@gazprombank.ru

Дмитрий Кузнецов
+7 (495) 428 49 80
kuzd@gazprombank.ru

Денис Орлов
+7 (495) 983 19 72
Dennis.Orlov@gazprombank.ru

Департамент рынков фондового капитала

Управление торговли и продаж инструментов фондового рынка

Максим Шашенков
+7(495) 428 49 53
Maxim.Shashenkov@gazprombank.ru

Управление сопровождения операций с ценными бумагами

Александр Федоров
+7(495) 428 49 53
Alexandr.Fedorov@gazprombank.ru

Copyright © 2003-2008. «Газпромбанк» (Открытое акционерное общество). Все права защищены

Данный отчет подготовлен на основе публичных источников, заслуживающих, на наш взгляд, доверия, однако проверка представленных в этих источниках данных нами не проводилась. Представленные в отчете мнения и суждения отражают только личную точку зрения аналитиков относительно описываемых событий и анализируемых ситуаций. Отчет не может являться единственным основанием для принятия инвестиционных решений. Авторы не берут на себя ответственность за действия, предпринятые на основе изложенных в этом отчете информации и мнений. С появлением новых корпоративных и рыночных данных позиция авторов может меняться.

Информация, содержащаяся в данном отчете или приложениях к нему, не является предложением об оказании услуг, не может рассматриваться как оферта, приглашение делать коммерческие предложения или реклама, если иное прямо не указано в настоящем отчете или приложениях к нему.