



Аналитик: Трипотень Екатерина
tripoten@sovlink.ru

ФСК: итоги встречи с аналитиками

Вчера руководство ФСК провело встречу с журналистами и аналитиками, рассказав об инициативах в отношении перспектив компании на ближайшие годы. Заявления, сделанные на встречах, уже привели к росту акций ФСК на 30%. Мы решили подробно описать эти инициативы, поскольку они влияют на стоимость это сетевого гиганта.

Финансы

В 2009 году тарифы ФСК, утвержденные по методу «издержки плюс», вырастут на 20,7% по сравнению с 2008 годом, а в 2010 году компания ожидает роста стоимости своих услуг уже на 72,5%. Последнее повышение станет возможным, если правительство РФ согласует предложение ФСК о переходе ее на новую систему тарифов RAB (подробнее о ней читайте в наших исследованиях о МРСК и ФСК) с 1 января 2010 года и основные параметры перехода. Сама идея перевода ФСК на тарифообразование, принятое во многих странах мира для подобных инфраструктурных организаций, не нова, менеджеры компании говорят об этом с первой половины 2008 года и мы даже уже закладывали это как основное допущение в нашу модель ее оценки. Однако основные параметры перехода до вчерашнего дня ФСК обсуждать отказывалась.

Итак, условия перехода ФСК на RAB в сравнении с теми, на которые опирались мы:

Параметр	Наша версия	Предложения ФСК
Первоначальная база капитала	650 млрд рублей*	619 млрд рублей
Норма доходности на новый капитал*	9%	12%
Норма доходности на «старый» капитал	В 2010-2013 г 6-7-8-9%	2010 г – 6%, 2011 г – 9%, 2012 г – 12%
Срок возврата капитала	35 лет	35 лет
Первый период регулирования	5 лет	3 года

* без учета сокращения инвестпрограммы 2009 года

**после налогов

Менеджмент ФСК оценивает вероятность перехода на RAB с такими параметрами как высокую. Среди аргументов, с помощью которых компания будет отстаивать свою позицию в переговорах с властями, невозможность в противном случае выполнить инвестпрограмму в полном объеме, а также тот факт, что даже 70%-ное увеличение тарифа на передачу по магистральным сетям приведет лишь к 3%-ному увеличению конечного тарифа на электроэнергию потребителям.

Если переход на RAB состоится, финансовые результаты ФСК будут выглядеть по прогнозам менеджмента следующим образом:

В млрд рублей	2009 г	2010 г, прогноз	2011 г, прогноз
Выручка от передачи электроэнергии	82,8	137,5	176,9
Расходы на передачу электроэнергии	73,3	93,4	102,6
Сальдо прочих расходов и доходов	3,7	4,7	8,3
Доналоговая прибыль	5,8	39,4	66
Чистая прибыль	4,6	31,5	52,8

Ожидаемый рост расходов в 2010 г по сравнению с 2009 годом компания объяснила увеличением амортизации из-за ввода в предшествующие годы активов в эксплуатацию, а также трат на ремонт из-за отказа от форсированного финансирования техпереворужения объектов.

Инвестпрограмма

ФСК намерена сократить инвестпрограмму в 1,5 раза: теперь объем вложений компании на 2009-2011 годы оценивается в 456 млрд рублей вместо 700 млрд рублей. Это стало возможным благодаря снижению потребления электроэнергии, отказам от подключения к сети, падению цен на материалы и услуги по



сооружению линий. Корректировка затронула и источники финансирования: теперь ФСК уже не рассчитывает на средства федерального бюджета в 2010-2011 годах, кроме примерно 7 млрд рублей за два года в рамках ФЦП по Дальнему Востоку и Сочи, а также средства от продажи акций генерирующих компаний, доставшихся компании при разделении РАО ЕЭС. «Мы не планируем их продавать в ближайшие 2 года», - сказал первый зампредправления ФСК Александр Чистяков, объяснив это, в частности, неудачной рыночной конъюнктурой.

Зато ФСК рассчитывает на средства от продажи акций генкомпаний, полученных РАО еще до разделения и обращенных в векселя ВТБ – 48,9 млрд рублей и 50,7 млрд рублей в 2009 и 2010 годах. Банк уже погасил первый транш в размере 16,4 млрд рублей, дальнейшие выплаты будут происходить поквартально.

За пределами 2011 года ФСК рассчитывает тратить на инвестиции в среднем около 150 млрд рублей в год.

Кредиты

Кредитный портфель ФСК на конец 2008 года оценивался в 33 млрд рублей, однако треть из них компания уже погасила, включая займы Альфа-банка под 14% годовых и кредит ЕБРР на 5 млрд рублей под Mosprime 3M +2,15%. Именно плавающая ставка по кредиту ЕБРР, в результате которой эффективная стоимость заимствований достигала 23-24%, и вынудила ФСК досрочно погасить его, причем удалось это сделать без штрафа. Теперь средняя ставка по кредитному портфелю ФСК составляет примерно 8%. Снова на рынок заимствований компания планирует выйти ближе к IV кварталу – ей еще необходимо привлечь около 30 млрд рублей для финансирования инвестпрограммы.

Профильные и непрофильные активы

Чистяков сказал, что ФСК сумела найти взаимопонимание по вопросу присоединения к ней Кубанских и Томских магистральных сетевых компаний на уровне Минэнерго. Присоединению этих компаний к ФСК вместе с остальными воспротивилась структура Роснефти, владеющая блокпакетами и подавшая иск о признании недействительным решений акционеров о консолидации. Суд пока на стороне истца. Если к осени (крайний срок размещения выпуска акций ФСК) разногласия, в том числе судебные, удастся уладить, то не исключено, что акционеры Кубанской и Томской магистральных компаний смогут обменять свои доли на акции ФСК по старым коэффициентам, сообщил менеджер ФСК. В противном случае придется проводить реорганизацию заново – т.е. принимать новые решения, заказывать новую оценку и объявлять новую эмиссию акций ФСК.

Что касается передачи акций ОГК-1 в управление Интер РАО, ФСК изначально была против этого, но видит и плюсы в этой схеме, поделился Чистяков. Интер РАО собирается привлечь средства под реализацию инвестпрограммы ОГК-1, создавая тем самым дополнительную стоимость для акционеров генкомпаний, пояснил он. Вероятность же того, что ФСК получит какие-то деньги за этот актив в ближайшие годы, он оценил как низкую.

Бумаги же энергетических компаний, перешедшие на баланс дочерней структуры ФСК «Индекса энергетики» в обмен на казначейские акции РАО ЕЭС, компания думает отдать в управление одному из госбанков, «чтоб они попробовали на этом зарабатывать».

Прояснение параметров перехода на RAB ФСК мы считаем позитивной новостью. Сокращение инвестпрограммы не однозначно – с одной стороны, это сильно снижает финансовую нагрузку на компанию, с другой – потенциально уменьшает будущую базу капитала компании, а значит, и доход на нее. Точно оценить влияние этих факторов на фундаментальную стоимость компаний мы сможем после внесения изменений в нашу модель. Новости про Кубанскую и Томскую магистральную компании – плюс для их миноритариев, поскольку позволяют рассчитывать на акции гораздо более крупной компании, одной из самых ликвидных в отрасли.



Рекомендации по ценным бумагам

STRONG BUY:	Потенциал роста более 25%, степень уверенности «высокая» / потенциал роста более 100%, степень уверенности «низкая»
BUY:	Потенциал роста 15-25%, степень уверенности «высокая» / потенциал роста 25-100%, степень уверенности «низкая»
HOLD:	Потенциал роста менее 15%, степень уверенности «высокая», потенциал роста менее 25%, степень уверенности «низкая»
SELL:	“Справедливая цена” на уровне или ниже текущего курса

ООО СОВЛИНК

Тел.: +7 495 967 1300

Факс: +7 495 967 1311

Кремлевская набережная, д. 1, стр. 2,

Москва 119019, Россия

www.sovlink.ru

research@sovlink.ru

©2009г., ООО “Совлинк”. Содержащаяся в настоящей Аналитической Справке информация (“Информация”) не является рекламой ценных бумаг или рекламой эмитента и не может рассматриваться как таковая. Информация предназначена исключительно для личного пользования клиентов ООО “Совлинк” или иных согласованных с ООО “Совлинк” лиц. Информация не предназначена для граждан США или юридических лиц, зарегистрированных в США. Ничто в настоящей Информации не должно и не может толковаться как информация, предназначенная для неопределенного круга лиц.

Информация носит исключительно ознакомительный/аналитический характер и не может толковаться как рекомендации ООО “Совлинк” по покупке или продаже ценных бумаг. Информация не может служить основанием и на нее нельзя ссылаться при совершении каких либо действий по осуществлению инвестиций. ООО “Совлинк” не несет ответственности за действия, осуществленные на основе Информации. Настоящая Аналитическая Справка не содержит оферты или предложения делать оферту на покупку или продажу каких-либо ценных бумаг, опционов, фьючерсов или иных деривативов, имеющих в качестве базового актива такие ценные бумаги.

Настоящая Аналитическая Справка не учитывает специфику инвестиционных целей, финансовой ситуации и частных интересов какого-либо лица, которое может получить настоящую Аналитическую Справку. Инвесторам следует обращаться за получением финансовых консультаций по вопросам целесообразности осуществления инвестиций в какие-либо ценные бумаги, указанные в настоящей Аналитической Справке, им также следует осознавать, что заявления в отношении будущих планов могут не реализоваться. Инвесторам следует иметь в виду, что доход от таких ценных бумаг, если таковой имеется, может изменяться, и что цена или стоимость любой ценной бумаги может увеличиваться или уменьшаться. В силу этого инвесторы могут в итоге получить меньше, чем они первоначально инвестировали. Прошлые показатели деятельности не обязательно определяют будущие показатели деятельности. Курсы обмена валют могут негативно повлиять на цену, стоимость или доход на любую ценную бумагу, указанную в настоящей Аналитической Справке. Пожалуйста, обратите внимание на то, что инвестиционная деятельность на развивающихся рынках отличается высокой степенью риска, и инвесторы обязаны проводить свои собственные исследования перед тем, как принимать инвестиционные решения.

Лица, подготовившие данную Аналитическую Справку, или ООО “Совлинк” могут держать как короткие, так и длинные позиции по любым, упоминавшимся в данной Аналитической Справке ценным бумагам, а также могут принимать участие в инвестиционной деятельности упоминавшихся в данной Аналитической Справке компаний.

При подготовке настоящей Аналитической Справки лицо(а), подготовившее данную Аналитическую Справку, исходило из того, что упомянутые в настоящей Аналитической Справке эмитенты раскрывают информацию в объеме и порядке, которые предусмотрены законодательством Российской Федерации о ценных бумагах для эмитентов, публично размещающих ценные бумаги.

Данная Аналитическая Справка и Информация основаны исключительно на общедоступной информации, которая представляется надежной, однако ООО “Совлинк” не дает никакой гарантии того, что эта информация является точной или полной, а потому не следует полагаться на нее как на точную или полную. ООО “Совлинк” не дает никакой гарантии ни относительно того, что все читатели получают эту Аналитическую Справку одновременно, ни относительно того, что ООО “Совлинк” будет обновлять данный материал на регулярной основе, а также исправлять неточности, содержащиеся в данной Аналитической Справке.