



**Аналитик: Трипотень Екатерина**  
tripoten@sovlink.ru

## СЕТИ: ОЖИДАНИЕ НОВОСТЕЙ

**Забуксовавшая было тема перехода на RAB сетевых компаний сдвинулась с мертвой точки. Завтра состоится заседание правительства РФ по вопросу инвестпрограмм в электроэнергетике, от которого мы ждем решений, способствующих переводу сегмента на новую систему тарифного регулирования. И если внедрение RAB в ФСК с 2010 г вопрос на уровне аппарата правительства уже решенный (сообщения Интерфакса), то в случае с МРСК сохраняется интрига.**

RAB-тарифы были запущены в качестве «пилотного» проекта с 1 января 2009 г в 9 регионах; перевод на новую систему остальных планировался в течение 2009 года. Но в результате экономического кризиса фактический отпуск электроэнергии, заложенный в базу при расчете новых тарифов, оказался оторванным от реальности. Ставки же на кредитном рынке из-за кризиса финансового в разы отличались от заложенной в RAB нормы доходности в 12%.

С ФСК ситуация складывалась по-другому. Еще в апреле менеджмент компании демонстрировал боевой настрой в этом вопросе, обещал защитить в правительстве РФ 70%-ный рост своих тарифов, связанный с переходом на RAB. Но затем ключевой топ-менеджмент – предправления и его первый заместитель, - сменился, а правительство решило ограничить рост конечного тарифа в электроэнергетике 5-6%, встав на сторону Минэкономики РФ.

Теперь же, судя по сообщениям СМИ, ФСК будет переведена на новую систему тарифов с 2010 г с вероятностью 99%. Настолько же очевидно, что и таким резким ростом тарифов, как ФСК ожидала весной 2009 года, сопровождаться этот переход не будет. Мы полагаем, динамика стоимости услуг ФСК будет вдвое меньшей – иначе регулятору не вписаться в 6-8%-ное ограничение роста конечной цены на электроэнергию, заданное властями.

Обеспечить такое сокращение тарифа можно, изменив один из трех основных параметров RAB: базу капитала, ставку дохода на «старый» и «новый» капитал, - либо перераспределив выручку между годами внутри периода регулирования. Наиболее вероятно, на наш взгляд, установление более низких, чем у «пилотных» распределительных компаний, ставок дохода на капитал – ведь и сама ФСК до апреля 2009 г ориентировалась на меньшие величины. Итак, в таблице ниже приведено сравнение параметров RAB-регулирования, на которые ФСК опиралась весной, с нашими ожиданиями:

Параметр	Апрельские предложения ФСК	Наша версия
Первоначальная база капитала	619 млрд рублей	619 млрд рублей
Норма доходности на новый капитал	12%	10%
Норма доходности на «старый» капитал*	2010 г – 6%, 2011 г – 9%, 2012 г – 12%	4-6-10%
Срок возврата капитала	35 лет	35 лет
Первый период регулирования	3 года	3 года

*\*пониженные ставки возврата на старый капитал применяются для сглаживания роста тарифов при переходе на RAB; образовавшийся из-за разницы ставок недополученный доход на RAB регулятор должен возвращать в тарифах следующих лет*

Этому примеру, возможно, последуют и несколько распределительных компаний. По аналогии с ФСК, которой RAB жизненно необходим для реализации инвестпрограммы, ими должны



стать Ленэнерго и МОЭСК. Кстати, в пятницу МОЭСК сообщила, что ее комитет по стратегии одобрил переход на RAB с 2010 г и поручил гендиректору принять необходимые для этого меры. Не исключено, что даже и те МРСК (МРСК Центра и МРСК Урала), чей менеджмент еще в августе не собирался возвращаться к теме RAB, теперь уже готовят заявки в региональные энергокомиссии заявки.

А пока конкретные имена МРСК еще не названы, на общих позитивных перспективах сектора в связи с переходом на RAB, а также в силу большей ликвидности растет Холдинг МРСК: его котировки в пятницу до минимума сократили дисконт к сумме торгуемых частей (по ММВБ дисконт составляет 7%, по ценам РТС – 4,5%).

В связи с возвращением к идее RAB-регулирования, вновь становится актуальным мультипликатор EV/RAB. Знаменателем в нем является база капитала – стоимость активов компании, которую в момент перехода на новые тарифы определяет независимый оценщик и которая впоследствии меняется в зависимости от инвестиций и амортизации. Последние прогнозы по первоначальной базе капитала звучали со стороны Холдинга МРСК и ФСК ровно год назад, они в таблице:

Компания	IRAB, млрд \$*	EV, млн рублей	EV/RAB*
МРСК Центра	3	36 486	0,48
МРСК Центра и Приволжья	2,3	26 590	0,46
МРСК Северо-Запада	1,6	15 238	0,37
МРСК Волги	2,1	20 022	0,38
МРСК Урала	3,1	21 077	0,27
МРСК Юга	1,75	16 912	0,38
МРСК Сибири	2,2	21 525	0,39
Ленэнерго	4,1	28 944	0,28
МРСК Северного Кавказа	0,6	2 505	0,16
МОЭСК	8,2	91 696	0,44
Кубаньэнерго	0,75	16 560	0,87
Томскэнерго РСК	0,126	651	0,20
ФСК	620 млрд рублей	283	0,46

\*чтобы рассчитать значение мультипликатора, мы перевели долларовый прогноз IRAB в рубли по курсу на сентябрь 2008 г  
Источник: ФСК, Холдинг МРСК, ММВБ, расчеты Совлинк

Но и в части базы капитала могут быть сюрпризы. Например, МРСК Северо-Запада рассказала инвесторам (информация из презентации на сайте компании), что независимый аудитор оценил IRAB компании в \$3,6 млрд. Эта оценка более чем вдвое превышает ожидания ФСК и Холдинга и дает значение EV/RAB на уровне 0,13, что означает значительный дисконт к остальным МРСК.

**Основываясь на примере МРСК Северо-Запада, мы позитивно смотрим на перспективы всего сегмента, а также ФСК. Мы полагаем, что решения, принятые на завтрашнем заседании правительства, ускорят процесс перехода на RAB, что будет способствовать росту котировок сетевых компаний.**

## Рекомендации по ценным бумагам

<b>STRONG BUY:</b>	Потенциал роста более 25%, степень уверенности «высокая» / потенциал роста более 100%, степень уверенности «низкая»
<b>BUY:</b>	Потенциал роста 15-25%, степень уверенности «высокая» / потенциал роста 25-100%, степень уверенности «низкая»
<b>HOLD:</b>	Потенциал роста менее 15%, степень уверенности «высокая», потенциал роста менее 25%, степень уверенности «низкая»
<b>SELL:</b>	“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](http://www.sovlink.ru)**  
**[research@sovlink.ru](mailto: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.