



ГАЗПРОМБАНК
Акционерный банк газовой промышленности

**Федеральная
Сетевая Компания**



**Единой
Энергетической Системы**

Стратегический форпост российской энергетики

Рейтинг S&P B+ (Стабильный)
Объем выпуска 7 000 000 000 рублей
Срок обращения - 3 года

♦ Справедливая величина первого купона по новому выпуску облигаций ФСК ЕЭС оценивается нами на уровне 6.69-6.98% годовых, что соответствует 6.8-7.1% доходности к погашению.

♦ На облигационном рынке успешно обращаются 2 займа компании на 5 и 7 млрд. руб. Оба выпуска характеризуются высокой рыночной ликвидностью и спредами к ОФЗ на уровне 70 б.п. (ФСК-1) и 90 б.п. (ФСК-2). Анализ тенденций на зарубежных долговых рынках показывает, что справедливый спред облигаций национальных электросетевых компаний (National Grid –GB, ELIA System –BE) к гособлигациям должен составлять около 25 б.п., так что у выпусков ФСК остается еще задел для снижения доходности.

♦ Важнейшими факторами кредитоспособности ФСК ЕЭС является высокая эффективность бизнеса: деятельность ФСК ЕЭС характеризуется один из самых высоких среди мировых операторов магистральных линий электропередачи уровнем рентабельности EBITDA (более 60%) и чистой прибыли (более 25%). Высокая рентабельность у ФСК ЕЭС сочетается с относительно низким уровнем задолженности, и растущим свободным денежным потоком.

♦ Большой объем выпуска, его квазигосударственный характер, а также вероятный перерыв в программе заимствований на ближайший год делают облигации ФСК ЕЭС наиболее привлекательными инвестициями для российских и зарубежных инвесторов.

СОДЕРЖАНИЕ

РЕЗЮМЕ	3
ОСНОВНЫЕ ФАКТОРЫ ИНВЕСТИЦИОННОЙ ПРИВЛЕКАТЕЛЬНОСТИ ФСК ЕЭС	3
SWOT АНАЛИЗ	4
РЫНОЧНОЕ ПОЗИЦИОНИРОВАНИЕ ВЫПУСКА	5
ОЦЕНКА СПРАВЕДЛИВОГО СПРЭДА	5
КАРТА РЫНКА	6
КРАТКОЕ ОПИСАНИЕ КОМПАНИИ	7
ОБРАЗОВАНИЕ КОМПАНИИ	7
ОСНОВНЫЕ НАПРАВЛЕНИЯ ДЕЯТЕЛЬНОСТИ	7
УПРАВЛЕНИЕ КОМПАНИЕЙ	8
МОЩНОСТЬ И ПРОТЯЖЕННОСТЬ ЛИНИЙ ЭЛЕКТРОПЕРЕДАЧИ ФСК ЕЭС, СРАВНЕНИЕ С ЗАРУБЕЖНЫМИ АНАЛОГАМИ	9
КРЕДИТНЫЕ РЕЙТИНГИ	10
МЕСТО ФСК ЕЭС В РЕФОРМЕ РАО «ЕЭС РОССИИ»	11
СОВРЕМЕННОЕ СОСТОЯНИЕ ЭЛЕКТРОЭНЕРГЕТИКИ РФ. ПРЕДПОСЫЛКИ РЕФОРМЫ.	11
РЕФОРМИРОВАНИЕ ЭЛЕКТРОЭНЕРГЕТИКИ. МЕСТО ФСК В БУДУЩЕЙ СТРУКТУРЕ ОТРАСЛИ. ..	12
ОБЪЕДИНЕНИЕ МАГИСТРАЛЬНЫХ СЕТЕВЫХ АКТИВОВ АО-ЭНЕРГО С АКТИВАМИ ФСК ЕЭС .	13
СТРАТЕГИЯ ФСК ЕЭС	15
ТАРИФЫ	17
РЕГУЛИРОВАНИЕ ТАРИФОВ	17
НОРМАТИВНАЯ БАЗА	17
ПРОГНОЗ ТАРИФОВ	18
ФИНАНСОВАЯ МОДЕЛЬ ФСК ЕЭС	21
ВЫРУЧКА	21
ОПЕРАЦИОННЫЕ РАСХОДЫ	23
ОБОРОТНЫЙ КАПИТАЛ	24
ОСНОВНЫЕ СРЕДСТВА И ПРОГРАММА КАПИТАЛЬНЫХ ВЛОЖЕНИЙ	24
ЗАЙМЫ И КРЕДИТЫ	26
ДИВИДЕНДЫ	29
ПРИЛОЖЕНИЕ 1: ФИНАНСОВАЯ МОДЕЛЬ ФСК ЕЭС, МЛН РУБ., МСФО	30
ОСНОВНЫЕ ДОПУЩЕНИЯ	30
ОТЧЕТ О ПРИБЫЛЯХ И УБЫТКАХ	31
БАЛАНС	32
ОТЧЕТ О ДВИЖЕНИИ ДЕНЕЖНЫХ СРЕДСТВ	33
ПРИЛОЖЕНИЕ 2: КАПИТАЛЬНЫЕ ВЛОЖЕНИЯ, ОСНОВНЫЕ СРЕДСТВА И ВНЕОБОРОТНЫЕ АКТИВЫ, МЛН РУБ.	34
ПРИЛОЖЕНИЕ 3: ОСНОВНЫЕ ИНВЕСТИЦИОННЫЕ ПРОЕКТЫ ФСК ЕЭС ДО 2013 ГОДА	35

РЕЗЮМЕ

Основные факторы инвестиционной привлекательности ФСК ЕЭС

Контролируемая государством естественная монополия

- Стратегическая важность бизнеса. ОАО «Федеральная сетевая компания Единой энергетической системы» (ФСК ЕЭС) является монопольным оператором магистральной сети линий электропередачи протяженностью около 45 тыс. км и установленной трансформаторной мощностью около 87 ГВА. Среднесписочная численность работников ФСК ЕЭС в 2004 году составила 10174 человека.
- ФСК ЕЭС является 100% дочерним обществом ПАО «ЕЭС России», в котором государству принадлежит 52% акций. В соответствии с осуществляемой в настоящее время реструктуризацией, предполагается, что государство станет собственником не менее чем 52% акций ФСК ЕЭС с последующим увеличением доли до 75%.

Одна из крупнейших компаний-операторов магистральных сетей мира

- ФСК ЕЭС является 3-им оператором в мире по объему распределяемой электроэнергии и по протяженности сети. После вероятного присоединения линий электропередачи ММСК (около 92 тыс. км), ФСК ЕЭС выйдет на второе место по протяженности линий электропередачи, приблизившись к китайской The State Grid Corporation of China.

Самый высокий уровень рентабельности среди компаний-аналогов в мире

- Деятельность ФСК ЕЭС характеризуется одним из самых высоких среди мировых операторов магистральных линий электропередачи уровнем рентабельности EBITDA - 60% (76% с учетом корректировки на неденежные расходы, кроме амортизации) и чистой прибыли (26%). При этом высокая рентабельность у ФСК ЕЭС сочетается с относительно низким уровнем задолженности, и растущим свободным денежным потоком, что, на наш взгляд, оставляет запас на развертывание объемной программы капитального строительства.
- В настоящее время тарифы на передачу электроэнергии покрывают экономически обоснованные издержки и около 67% капитальных затрат ФСК ЕЭС. По нашим оценкам рентабельность инвестированного капитала ФСК ЕЭС составит 7.5% в 2006П, 7.4% в 2007П и 7.2% в 2008П по сравнению с 5.9% в 2004 году и 6.2% в 2005П году.

Высокая гибкость программы капитальных вложений

- Программа капитальных вложений ФСК ЕЭС отличается высокой гибкостью и является своеобразным «буфером» на случай непредвиденных обстоятельств. По данным компании, при необходимости размер ежегодных инвестиций может быть сокращен до 5-6 млрд руб. и сохранен на таком уровне в течение трех лет без ущерба для функциональности системы.

Относительно низкий уровень долговой нагрузки, вероятность получения суверенного кредитного рейтинга

- Мы считаем, что общий долг компании в 2005-2010П годах не превысит 25 млрд. руб., а доля заемного финансирования в 2006-2010П годах в капитальных расходах составит в среднем около 10%. При этом показатель Долг/EBITDA снизится с 0,92 в 2005П году до 0,25 в 2010П году.
- После выделения ФСК ЕЭС из ПАО «ЕЭС России» в 2009П году, кредитный рейтинг ФСК может быть повышен до уровня суверенного, что приведет к сокращению стоимости заимствований для компании.

SWOT анализ

Сильные стороны	Слабые стороны
• Контролируемая государством естественная монополия • Масштабный бизнес – 3-ий оператор в мире по объему распределяемой электроэнергии и по протяженности магистральных сетей • Благоприятная макроэкономическая ситуация: среднегодовые темпы роста эффективной продажи электроэнергии составляют около 2% • Благоприятное тарифное регулирование • Одна из самых эффективных национальных компаний – операторов магистральных сетей в мире: рентабельность EBITDA 76%* • Низкий уровень долговой нагрузки • Операционная и финансовая самостоятельность. ФСК не предоставляет заемные средства и гарантии ПАО «ЕЭС России»	• Относительно высокий износ основных средств • Недостаточная пропускная способность межсистемных и системообразующих электрических сетей в ряде регионов России • Недостаточная управляемость некоторых элементов электрической сети и недостаточный объем устройств регулирования напряжения и реактивной мощности
Возможности	Угрозы
• Повышение рентабельности вследствие перехода на новый режим регулирования • Увеличение масштабов бизнеса в результате присоединения магистральных сетей АО-энерго (передача в ФСК ЕЭС всех сетей 220 кВ и сетей 110 кВ) • Повышение эффективности бизнеса за счет реализации масштабной инвестиционной программы • Либерализация налогообложения в части возмещения НДС по капитальным расходам	• Конъюнктурное сдерживание роста тарифов регулятором в целях борьбы с инфляцией • Участие в неэффективных проектах по политическим мотивам • Снижение эффекта масштаба при присоединении магистральных сетей АО-энерго • Усложнение решения вопросов, связанных с согласованием условий прохождения трасс линий электропередачи, при введении частной собственности на землю

* с учетом всех неденежных доходов и расходов
 Источник: оценки Газпромбанка

Рыночное позиционирование выпуска

Оценка справедливого спреда

На сегодняшний день, в обращении находится 2 выпуска ФСК ЕЭС со сроком погашения в 2007 и 2010 гг. На представленной ниже таблице, отмечены основные характеристики займов Компании.

Таблица 1. Характеристика торгуемых выпусков ФСК ЕЭС, 25 ноября 2005 г.

Наименование	Купон	Цена закрытия	Доходность	Дюрация	Дата погашения	Объем размещения, тыс. руб.	Спред к ОФЗ
ФСК ЕЭС-1	8.8%	104.12	6.75%	1.86	18.12.2007	5 000 000	70
ФСК ЕЭС-2	8.25%	103.49	7.47%	3.84	22.06.2010	7 000 000	90
Дюрационный спред				70 б.п.			
Средний спред к ОФЗ				80 б.п.			

Источник: ММВБ, Газпромбанк

Облигационные займы ФСК ЕЭС пользуются популярностью на рынке у российских и зарубежных участников, что характеризуется относительно высокой ликвидностью выпусков и их рыночным характером. Ввиду этого мы считаем наиболее целесообразным методом оценки ставки купона и доходности при размещении облигационного выпуска оценку по спредам.

График 1. Динамика торгов облигационных выпусков ФСК-1 и ФСК-2 в 2005 г.

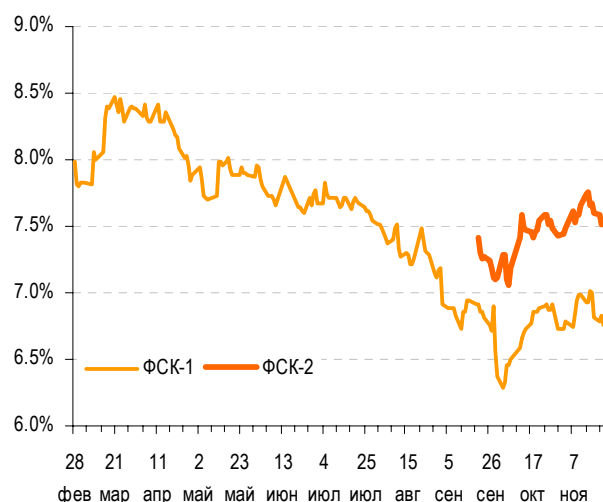
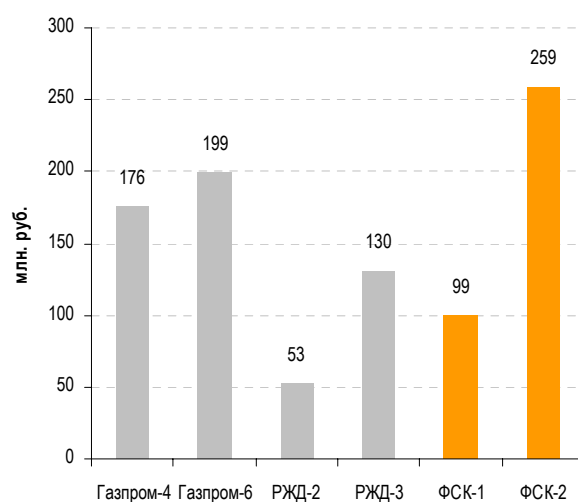


График 2. Среднедневные объемы торгов наиболее ликвидными облигациями за последние 3 мес. 2005 г.



*Объемы торгов выпусками Газпром-6 и ФСК-2 скорректированы на эффект высокого объема в первые 2 дня торгов.

В качестве базы (ориентира) оценки доходности нового выпуска ФСК-3 была выбрана кривая доходности государственных облигаций. Наличие 2-х обращающихся выпусков Компании позволяет оценить справедливый (средний) уровень спреда к государственным облигациям. Для расчетов используется наиболее ликвидный из торгуемых выпусков ОФЗ с дюрацией от 2х до 3х лет выпуск 25058, а также дюрационный спред по торгуемым облигациям ФСК. Средняя премия за увеличения срока для ФСК ЕЭС на 1 год, согласно нашим расчетам, равна 35 б.п.

Таблица 2. Оценка справедливой ставки купона при размещении 3-го облигационного выпуска ФСК ЕЭС на 25 ноября 2005 г.

Наименование	Купон	Цена закрытия	Доходность	Дюрация	Объем размещения, тыс. руб.	Спрэд к ОФЗ б.п.	Дюрационный спрэд, б.п.
Ориентир: ОФЗ 25058	10.00%	100.50	6.20%	2.26	14 000 000	-	
ФСК -3 (новый выпуск), расчетная величина по спреду к ОФЗ	6.69%	100.00	6.80%	2.95	7 000 000	60*	
ФСК-3 (новый выпуск) расчетная величина по дюрационному спреду	6.98%	100.00	7.10%	2.95	7 000 000		35**
Предполагаемый диапазон доходности на аукционе	6.69-6.98%	100.00	6.80-7.10%				

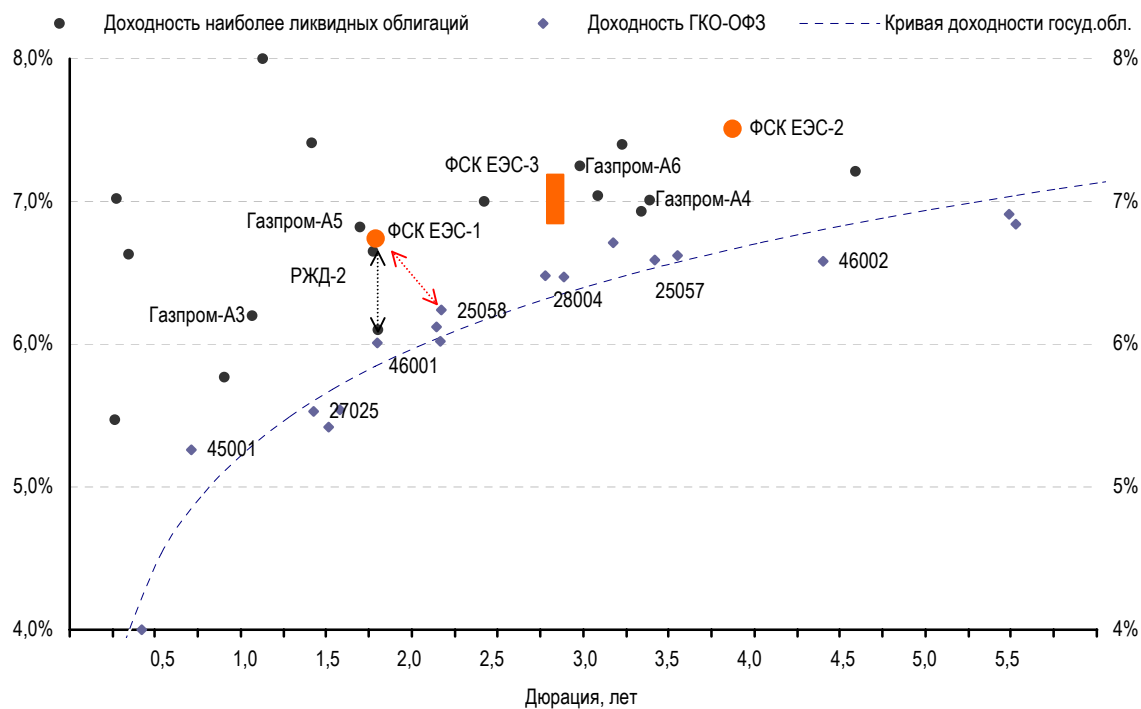
* Средний спрэд ФСК-1 и ФСК-2 к ОФЗ с поправкой на разницу в дюрации между ОФЗ 25058 и предлагаемым к размещению 3х летним выпуском ФСК-3

Источник: ММВБ, Газпромбанк

Таким образом, мы оцениваем ставку купона при размещении нового выпуска облигаций ФСК-3 в диапазоне 6.7-7%, а эффективную доходность в диапазоне 6.8-7.1%.

Карта рынка.

График 3. Кривая доходности наиболее ликвидных облигаций на 25 ноября 2005 г.



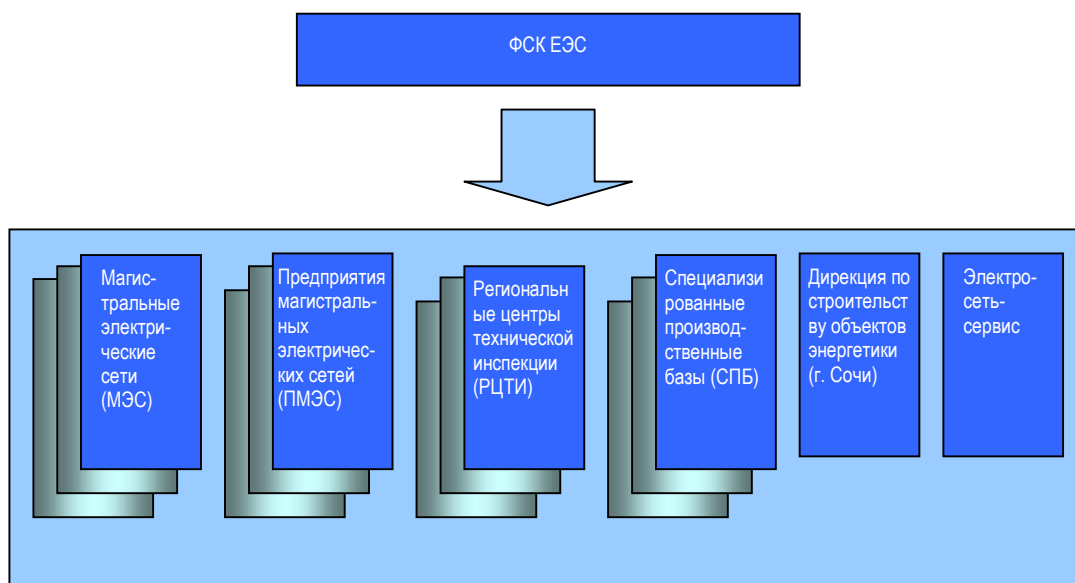
Краткое описание компании

Образование компании

ФСК ЕЭС была создана в соответствии с программой реформирования электроэнергетики России как организация по управлению Единой национальной (общероссийской) электрической сетью (ЕНЭС) с целью ее сохранения и развития. Государственная регистрация ФСК ЕЭС была осуществлена 25 июня 2002 года. Первоначально ФСК была учреждена как 100% дочернее общество ПАО «ЕЭС России».

В счет оплаты уставного капитала ПАО «ЕЭС России» передало в ФСК ЕЭС высоковольтные линии электропередачи и объекты электросетевого хозяйства, а также денежные средства. Балансовая стоимость акционерного капитала ФСК ЕЭС по состоянию на конец 2004 года составила 133 млрд руб. (около \$4.8 млрд долларов США).

Диаграмма 1: Структура ФСК ЕЭС



Источник: ФСК ЕЭС

Основные направления деятельности

ФСК ЕЭС отвечает за транспортировку электроэнергии по магистральным сетям и является контролируемой государством естественной монополией, составляющей основу электросетевой инфраструктуры России. Контролируемыми естественными монополиями, которым государство делегировало функции по управлению транспортной инфраструктурой в других отраслях промышленности, являются такие компании как Газпром, Российские железные дороги и Транснефть.

Основными направлениями деятельности ФСК ЕЭС являются:

- Управление единой национальной (общероссийской) электрической сетью (ЕНЭС)
- Предоставление услуг субъектам оптового рынка электрической энергии по передаче электрической энергии и присоединению к ЕНЭС
- Инвестиционная деятельность в сфере развития ЕНЭС
- Поддержание в надлежащем состоянии и технический надзор за состоянием сетевых объектов ЕНЭС

Таблица 3: Сравнение ФСК ЕЭС с другими инфраструктурными монополиями РФ

	ФСК	Газпром	РЖД	Транснефть	Транснефтепродукт	Росэнергоатом
Доля государства	52% (до 75%)*	51%	100%	100%**	100%	100%
Вид монопольной деятельности	Передача электроэнергии по Единой национальной электрической сети (ЕНЭС)	Транспорт природного газа по Единой системе газоснабжения (ЕСГ)	Железнодорожные перевозки, управление железнодорожной инфраструктурой	Транспортировка нефти по системе магистральных нефтепроводов	Транспортировка нефти по системе магистральных нефтепродуктопроводов	Производство электроэнергии на атомных электростанциях, управление атомными электростанциями и рядом сопутствующих предприятий
Среднегодовой рост тарифов 2005-2008ГП	6.5%	8.5%	8.1%	16.0%	15.0%	6.5%
Кредитные рейтинги						
S&P	B+ (Стабильный)	BB (Позитивный)	BBB- (Стабильный) (S&P)	BB+ (Стабильный)	не присвоен	не присвоен
Moody's	не присвоен	Baa2 (Стабильный)	Baa2 (Стабильный)	Baa2 (Стабильный)	не присвоен	не присвоен
Прогноз основных финансовых показателей на 2006 год, млрд руб.						
Выручка	34.7	1 651	800	224.2	14.3	102.8
Чистый долг	19.3	531	47.7	62.9	10.0	8.0
Скорр. EBITDA	26.5	797.7	216	103.3	5.0	25.0
Капитальные вложения	25.8	478.4	215.9	135.3	11.7	44.2
Рентабельность EBITDA	76%	48%	27%	46%	35%	24%
Чистый долг/EBITDA	0,73	0,67	0,22	0,61	1,98	0,32

* в настоящее время 52% через ПАО «ЕЭС России», ожидается увеличение доли государства до 75%

**для голосующих акций

Источник: данные компаний, оценки Газпромбанка

Управление компанией

ФСК ЕЭС является открытым акционерным обществом, структура органов управления которого определяется Федеральным законом «Об акционерных обществах» и Уставом.

Высшим органом управления ФСК ЕЭС является собрание акционеров. Основные полномочия по управлению компанией делегируются единственным акционером – ПАО «ЕЭС России» совету директоров ФСК ЕЭС, состоящему из девяти человек. Не менее пяти членов совета директоров являются представителями государства, избранными общим собранием акционеров по предложению уполномоченных органов государственной власти Российской Федерации.

Таблица 4: Состав совета директоров ФСК ЕЭС

	Занимаемая должность
Председатель Совета директоров	
Христенко Виктор Борисович	Министр промышленности и энергетики Российской Федерации
Члены Совета директоров	
Аюев Борис Ильич	Член Правления ОАО ПАО «ЕЭС России», Председатель Правления ОАО «СО – ЦДУ ЕЭС»
Волошин Александр Стальевич	Председатель Совета директоров ОАО ПАО «ЕЭС России»
Греф Герман Оскарлович	Министр экономического развития и торговли Российской Федерации
Иванов Сергей Николаевич	1-й заместитель Генерального Директора Концерна «Росэнергоатом»
Пономарёв Дмитрий Валерьевич	Председатель Правления НП «АТС»
Раппопорт Андрей Натанович	Член Правления ОАО ПАО «ЕЭС России», Председатель Правления ОАО «ФСК ЕЭС»
Удальцов Юрий Аркадьевич	Член Правления ОАО ПАО «ЕЭС России», руководитель Центра управления реформой ОАО ПАО «ЕЭС России»
Чубайс Анатолий Борисович	Председатель Правления ОАО ПАО «ЕЭС России»

Источник: ФСК ЕЭС

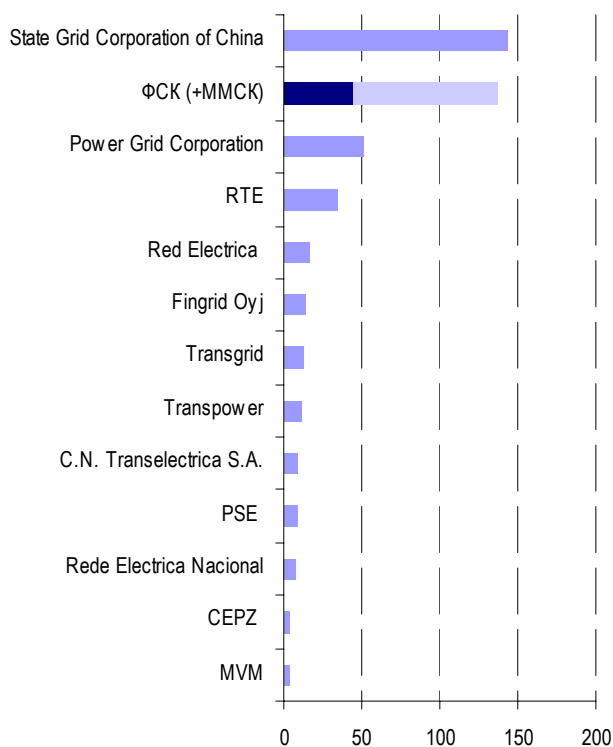
Обеспечение оперативного управления компанией осуществляется единоличным исполнительным органом – председателем правления и коллегиальным исполнительным органом – правлением, избранными советом директоров. Для осуществления контроля над финансово-хозяйственной деятельностью ФСК ЕЭС общим собранием акционеров ежегодно избирается ревизионная комиссия, состоящая из пяти человек.

Мощность и протяженность линий электропередачи ФСК ЕЭС, сравнение с зарубежными аналогами

На конец 2004 года в ФСК входило 342 линии электропередачи (ЛЭП) (220 кВ-1150 кВ) протяженностью по трассе 45 038 км, а также 131 подстанция различных классов напряжений. При этом основную часть сетевой инфраструктуры составляют 195 линий напряжением 500 кВ протяженностью более 31 тыс. км. Второй наиболее распространенной группой ЛЭП являются 95 линий напряжением 330 кВ протяженностью более 7.5 тыс. км.

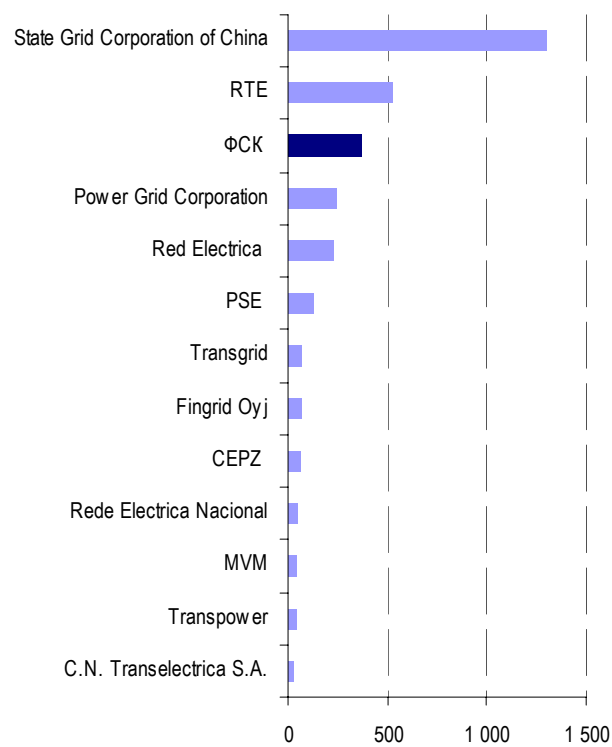
Россия занимает 4-ое место в мире по объему распределяемой электроэнергии после США, Китая и Японии. При этом ФСК ЕЭС является 3-им оператором в мире по объему распределяемой электроэнергии и по протяженности линий электропередачи. После присоединения линий электропередачи ММСК (около 92 тыс. км), ФСК ЕЭС выйдет на второе место по протяженности линий электропередачи, приблизившись к лидеру - китайской The State Grid Corporation of China.

График 4: Протяженность линий электропередачи, тыс. км



Источник: данные компаний, расчеты Газпромбанка

График 5: Объемы электропередачи, млрд кВт/ч, 2004 год



Источник: данные компаний

Кредитные рейтинги

По сравнению с имеющими рейтинги международных рейтинговых агентств зарубежными операторами магистральных сетей ФСК ЕЭС имеет относительно низкий кредитный рейтинг, что объясняется уровнем кредитного рейтинга материнской компании - ПАО «ЕЭС России». Мы считаем, что после выделения ФСК ЕЭС из ПАО «ЕЭС России» в 2009 году, кредитный рейтинг ФСК может быть повышен до уровня суверенного (табл 3). Как показывает российская практика, контролируемые государством инфраструктурные монополии с низким уровнем задолженности и сильным денежным потоком имеют рейтинги не ниже суверенного. Мы полагаем, что повышение кредитного рейтинга ФСК ЕЭС приведет к сокращению стоимости заимствований для компании.

Таблица 4: Кредитные рейтинги

Компания	Страна	Рейтинг компании		Рейтинг страны	
		Moody's	S&P	Moody's	S&P
Red Electrica	Испания	A2 (Stable)	AA- (Stable)	Aaa	AAA
Fingrid Oyj	Финляндия	Aa3 (Stable)	AA- (Stable)	Aaa	AAA
Transpower	Новая Зеландия	AA2 (Stable)	AA- (Stable)	Aaa	AAA
S.N. Transelectrica S.A.	Румыния	Ba1 (Positive)	не присвоен	Ba1	BBB-
KEGOC	Казахстан	Baa3 (Positive)	BB+ (Stable)	Baa3	BBB-
National Grid Electricity Transmission PLC	Великобритания	A2 (Stable)	A (Stable)	Aaa	AAA
ПАО «ЕЭС России»	Россия	не присвоен	B+(Stable)	Baa2	BBB-
ФСК ЕЭС	Россия	не присвоен	B+ (Stable)	Baa2	BBB-

Источник: S&P, Moody's

Место ФСК ЕЭС в реформе РАО «ЕЭС России»

Современное состояние электроэнергетики РФ. Предпосылки реформы.

Российская электроэнергетика с 215 ГВт установленной мощности оборудования является четвертым в мире производителем электроэнергии после США, Японии и Китая. Около 70% электроэнергии вырабатывается на теплоэлектростанциях, около 21% - на гидроэлектростанциях и около 11% - на атомных электростанциях. В структуре потребляемого тепловыми электростанциями топлива 60% приходится на природный газ. При этом около 60% установленной мощности теплоэлектростанций используется в режиме когенерации - одновременного производства электрической и тепловой энергии.

График 6: Установленная мощность, ГВт

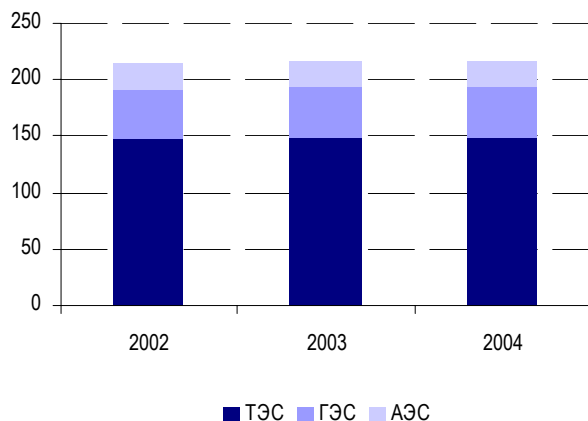
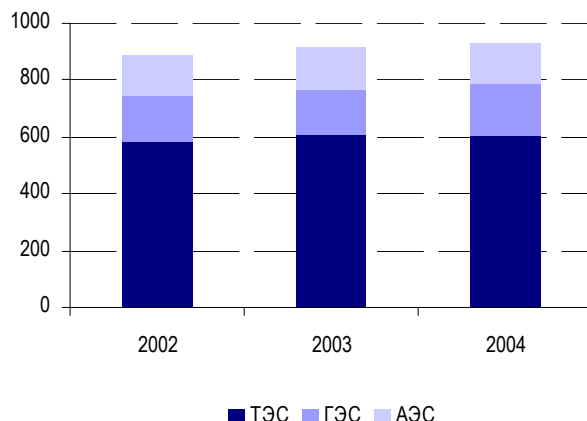


График 7: Выработка электроэнергии, млрд кВт/час



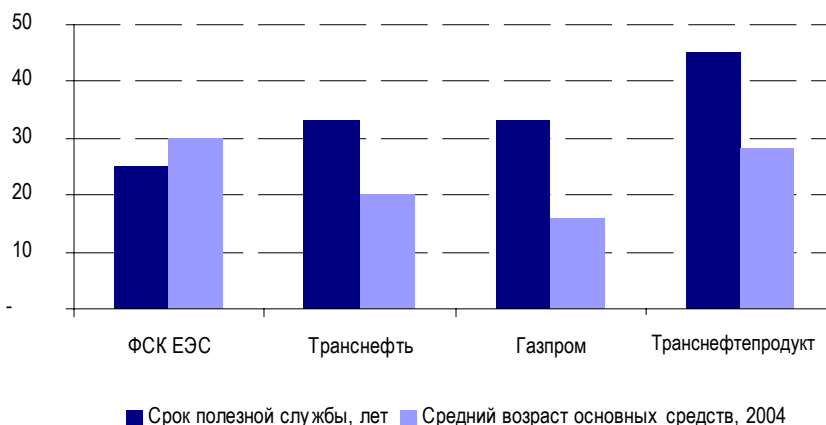
Источник: ФСК ЕЭС

Источник: ФСК ЕЭС

Генерирующие мощности распределены по стране неравномерно – основные гидроэлектроэнергетические мощности сосредоточены в Сибири и на Волге, в Центральных регионах страны преобладают работающие на газе тепловые электростанции и атомные электростанции, основная часть угольных электростанций находится на Урале и в Сибири. В структуре потребления основную долю занимает Европейская часть страны, затем примерно равные доли приходятся на Урал и Сибирь.

Энергетическое оборудование в целом отличается высокой степенью износа, при этом средний возраст энергетического оборудования превышает 30 лет. До недавнего времени, высокий средний возраст активов не представлял серьезной угрозы обеспечению надежности энергоснабжения. Однако замена устаревшего оборудования и сетевой инфраструктуры начинает приобретать все большее значение. По оценкам правительства, около 50% мощностей генерирующего оборудования в электроэнергетике должны быть заменены в течение ближайших 10 лет, что потребует около 50 млрд долларов США капиталовложений.

График 8: Средний возраст основных средств



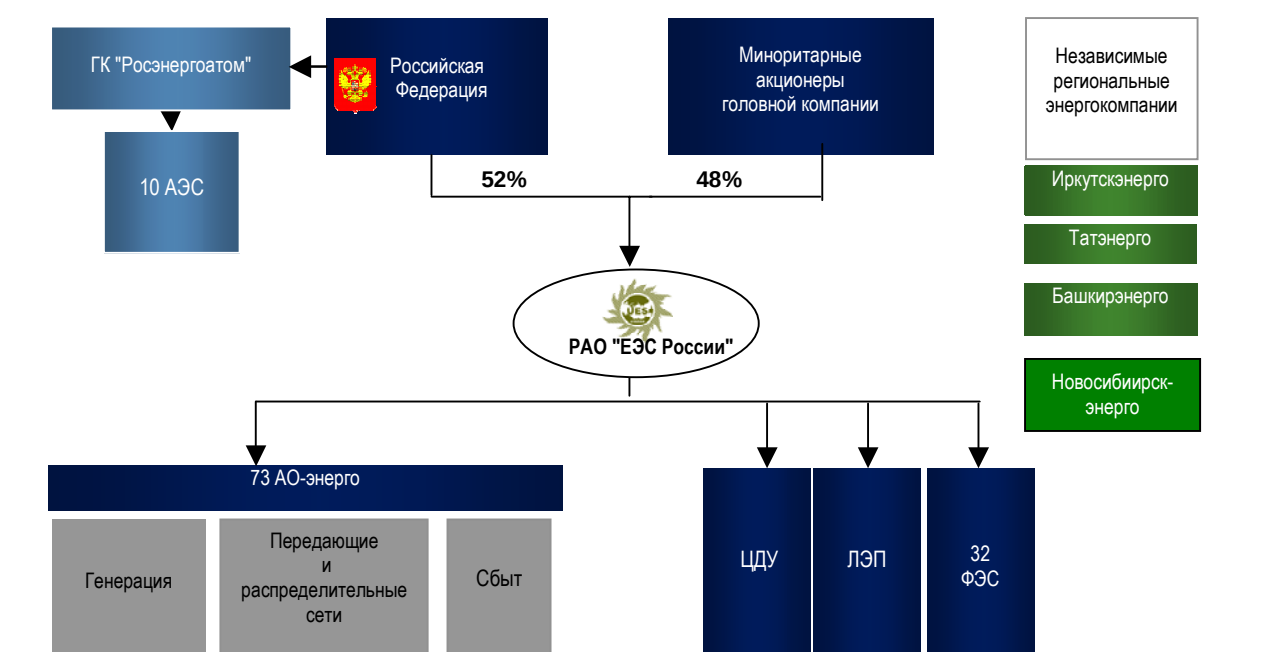
Источник: данные компаний, расчеты Газпромбанка

Тем не менее в настоящее время, в России пока еще сохраняется избыток производственных мощностей, возникший из-за резкого сокращения спроса на электроэнергию после распада СССР. Сейчас спрос на электроэнергию растет примерно на 2% в год, а запас мощности оценивается на уровне 25-30%, однако в некоторых регионах этот резерв уже значительно ниже.

В наследство от СССР Россия получила развитую сетевую инфраструктуру, основу которой составляет одна из наиболее протяженных в мире систем магистральных сетей, основная часть которой вводилась в действие в 60-70-х прошлого века. Из-за заложенного в систему высокого запаса прочности до недавнего времени магистральные сети, в целом, справлялись с лежащей на них нагрузкой. Однако износ сетевого оборудования и изменения в структуре производства и потребления электроэнергии, возникновение локальных дефицитов электроэнергии обозначили необходимость производства крупномасштабной программы капиталовложений в магистральные сети. Основная задача, стоящая в настоящее время перед ФСК ЕЭС как оператора магистральных сетей, – обеспечение прочности межсистемных связей между энергосистемами регионов страны, в том числе Сибири с Европейской частью страны.

С организационной точки зрения основная часть энергетических активов в ходе приватизации была объединена в рамках контролируемого государством энергетического холдинга – РАО «ЕЭС России». В структуру РАО «ЕЭС России» не входит государственный «Росэнергоатом», а также независимые региональные энергокомпании – Иркутскэнерго, Татэнерго, Башкирэнерго, Новосибирскэнерго и ряд более мелких энергетических активов.

Диаграмма 2: Структура российской электроэнергетики до реформирования



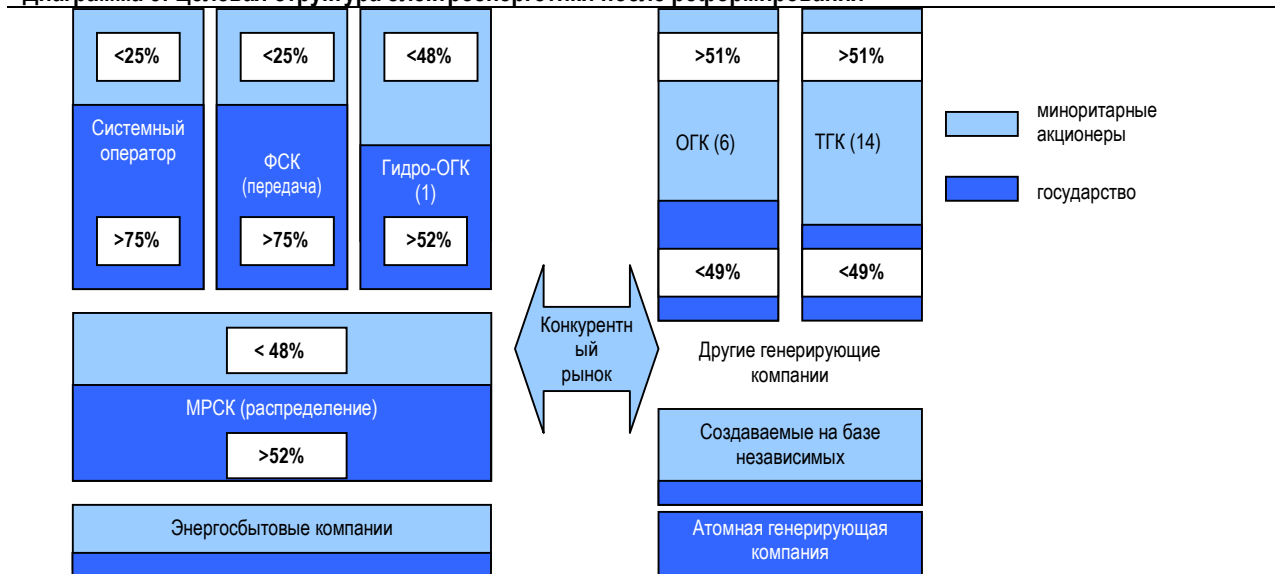
Источник: РАО «ЕЭС России»

Сочетание стареющих активов, недостатка средств на инвестиции и сокращения избыточных мощностей привело к осознанию необходимости проведения реформы электроэнергетики. Целью реформы было обеспечение финансирования строительства новых мощностей, однако из-за сохраняющегося запаса мощностей, осуществление реформы неоднократно откладывалось.

Реформирование электроэнергетики. Место ФСК в будущей структуре отрасли.

Осуществление серьезных корпоративных преобразований было начато лишь в 2005 году, и их реализация приведет к радикальному изменению структуры отрасли. В ходе реформирования электроэнергетики России вертикально интегрированные энергетические компании и холдинги подлежат разделению по видам бизнеса на генерирующие, магистральные сетевые, распределительные сетевые, сбытовые, ремонтные и прочие компании. При этом предусматривается, что генерирующие, сбытовые, ремонтные и прочие компании будут работать в конкурентной среде, а сетевые компании будут являться монополистами на своих рынках.

Диаграмма 3: Целевая структура электроэнергетики после реформирования



Источник: РАО «ЕЭС России»

ФСК ЕЭС была создана в рамках реформы электроэнергетики в качестве 100% дочернего общества РАО «ЕЭС России» для управления и развития магистрального сетевого комплекса РФ. При этом ФСК ЕЭС консолидировало магистральные линии электропередачи¹ напряжением 330 кВ и более, а также основные системообразующие линии напряжением 220 кВ, связывающие для параллельной работы основные электростанции и узлы нагрузки, а также обеспечивающие соединение Единой энергетической системы России с энергосистемами других стран. В дальнейшем в ФСК войдут все линии 220 кВ и некоторая часть наиболее важных линий 110 кВ.

Согласно плану реформирования РАО «ЕЭС России» ФСК ЕЭС будет выделена из структуры РАО и перейдет под прямой контроль российского Правительства. После выделения ФСК ЕЭС из РАО «ЕЭС России», которое может состояться еще до разделения РАО «ЕЭС России» в конце 2008-2009 году, миноритарные акционеры РАО «ЕЭС России» могут получить до 48% акций ФСК ЕЭС. Однако поскольку государство планирует сохранить контроль над 75% плюс одна акция ФСК ЕЭС, доля государства в ФСК будет в дальнейшем увеличена, как это указано в стратегии реформирования РАО «ЕЭС России» 5+5, «всеми законными способами, в том числе за счет продажи или обмена доли государства в генерирующих компаниях».

Кроме того, существует вероятность, что оставшиеся линии электропередачи мощностью 220 и 110 кВ будут переданы ФСК ЕЭС для повышения надежности системы распределения электроэнергии, что приведет к существенному увеличению масштабов бизнеса ФСК ЕЭС. Помимо этого, по нашему мнению, ФСК ЕЭС может получить в доверительное управление акции Межрегиональных распределительных сетевых компаний (МРСК), в этом случае, мы считаем, что финансовый эффект от управления акциями МРСК будет несущественным для ФСК ЕЭС.

Объединение магистральных сетевых активов АО-энерго с активами ФСК ЕЭС

Помимо передачи магистральных активов РАО «ЕЭС России», российское правительство и совет директоров РАО «ЕЭС России» утвердили передачу высоковольтных активов АО-энерго в управление ФСК ЕЭС для создания семи Межрегиональных магистральных сетевых компаний (ММСК). Меры, необходимые для создания ММСК, были включены в План действий по реформированию электроэнергетики, утвержденный Постановлением Правительства РФ от 27 июня 2003 г. №865-р.

Схема объединения магистральных активов АО-энерго, формирования ММСК и их передача под контроль ФСК была утверждена Советом директоров РАО "ЕЭС России" 25 февраля 2005.

¹ Критерии отнесения магистральных линий электропередачи и объектов электросетевого хозяйства к ЕНЭС определены постановлением Правительства РФ № 881 от 21 декабря 2001 г.

Диаграмма 4: Реформа магистрального сетевого комплекса – действующая схема реформирования



Источник: ФСК ЕЭС

Данная схема предполагает:

- Передачу магистральных сетей МСК по балансу выделения, мощностей магистрального электроэнергетического сетевого комплекса АО-энерго, относящегося к ЕНЭС, и денежных средств, необходимых для покрытия расходов;
- Внесение акций МСК, принадлежащих РАО «ЕЭС России», в уставный капитал ФСК ЕЭС;
- Объединение МСК после их выделения из АО-энерго в единую ММСК, при этом прочие ММСК одновременно сливаются с ней.
- Если акционеры МСК решат не присоединяться к ММСК, такие МСК могут существовать самостоятельно в качестве владельцев мощностей ЕНЭС, сдаваемых в аренду ФСК ЕЭС.

Этот механизм позволяет осуществить более быстрый перевод мощностей ЕНЭС АО-энерго под контроль ФСК ЕЭС, поскольку РАО «ЕЭС России» в состоянии внести вклад в уставный капитал ФСК своими собственными пакетами акций МСК немедленно после формирования этих компаний. Кроме того, корпоративные действия, необходимые для осуществления программы, станут проще.

В итоге после совершения рассматриваемых действий ММСК будут владеть магистральными сетями, выделенными из АО-энерго, а ФСК ЕЭС будет управлять всеми магистральными сетями линий электропередачи, общая протяженность которых по трассе может составить около 140 тыс. км, по нашим оценкам. Мы предполагаем, что полное объединение активов ММСК и ФСК состоится до конца 2009 года.

Стратегия ФСК ЕЭС

Федеральным законом РФ «Об электроэнергетике» за ФСК ЕЭС закреплена роль интегрирующего и координирующего центра, выполняющего функции по управлению и развитию всего комплекса ЕНЭС. Стратегия развития ЕНЭС разрабатывается ФСК ЕЭС один раз в пять лет с привлечением основных отраслевых проектных и научно-исследовательских институтов, а также ведущих организаций Академии наук России, работающих в области электроэнергетики.

Основополагающим стратегическим документом является разработанная в 2004 году «Схема развития Единой национальной электрической сети ЕЭС России напряжением 220 кВ и выше на период 2004 – 2013 гг.». Данный документ конкретизирует цели, задачи и основные направления долгосрочной программы развития ЕНЭС в десятилетней перспективе, определенные в утвержденной советом директоров ФСК ЕЭС Стратегии развития ЕНЭС.

Наиболее значимыми технологическими проблемами развития ЕНЭС, требующие осуществления крупных капиталовложений, на сегодняшний день являются следующие проблемы: относительно большой объем морально и физически устаревшего электрооборудования износ сетей ФСК ЕЭС в среднем составляет около 40%, недостаточная пропускная способность межсистемных и системообразующих электрических сетей в ряде регионов России; слабая управляемость электрической сети и недостаточный объем устройств регулирования напряжения и реактивной мощности; недостаточный уровень развития автоматизированных систем диспетчерско-технологического управления.

По прогнозам ФСК ЕЭС, в 2002-2012 годах потребление электроэнергии в России вырастет на 24% до 956 млрд кВт/ч. При этом промышленно развитые Сибирь, Центральный, Уральский регионы продолжают оставаться крупнейшими потребителями электроэнергии в России. Хотя мы прогнозируем дальнейшее снижение энергоемкости ВВП, в основном, в связи с применением потребителями энергосберегающих технологий и роста доли сектора услуг в экономике, мы ожидаем, что среднегодовой рост потребления электроэнергии в России в 2005-2010П годах составит около 2%.

График 9: Потребление электроэнергии по регионам, млрд кВт/ч

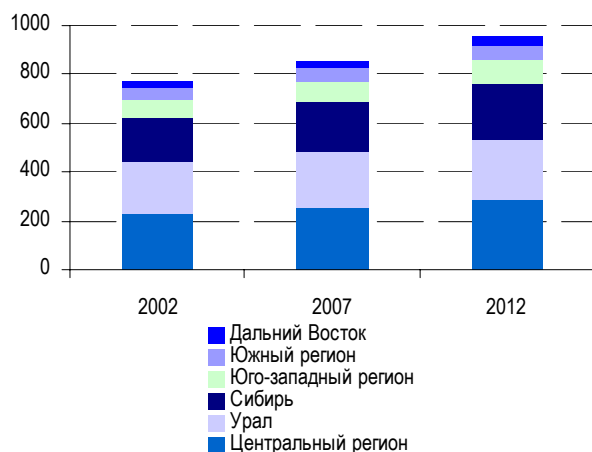
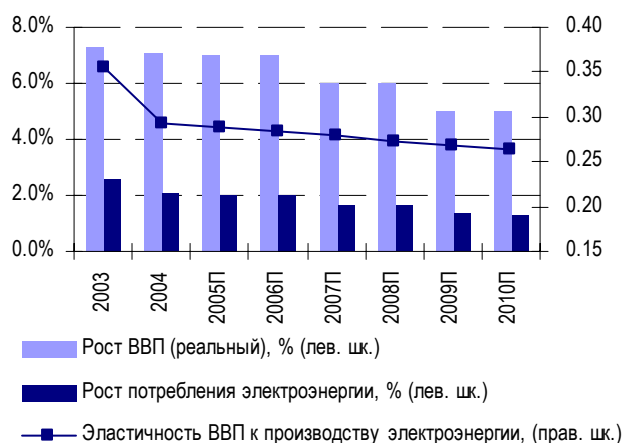


График 10: Эластичность ВВП от выработки электроэнергии



Источник: ФСК ЕЭС

Источник: ФСК ЕЭС, расчеты Газпромбанка

Стратегия ФСК ЕЭС предполагает существенные инвестиции в развитие электрических связей, позволяющих сохранить целостность ЕНЭС России и обеспечить устойчивую параллельную работу всех основных энергозон страны, интеграцию ЕНЭС России с другими энергообъединениями на Евразийском континенте. Вместе с тем, преодоление старения основных фондов электрических сетей и электросетевого оборудования за счет увеличения масштабов работ по их реконструкции и техническому перевооружению также переставляется важной задачей.

В течение 2004-2013П ФСК ЕЭС планирует ввести 33.2 тыс. км воздушных линий напряжением 220 кВ и выше с общей трансформаторной мощностью около 110 ГВА. В результате выполнения этой инвестиционной программы рост общей протяженности линий электропередачи составит 75%, а трансформаторная мощность увеличится на 150%. По прогнозам ФСК ЕЭС, такой объем электросетевого строительства потребует около 340

млрд руб. инвестиций (около 12 млрд долларов США). Таким образом для выполнения поставленных целей развития необходимы ежегодные вложения средств в размере около 1.2 млрд долларов США, что должно предусматривать серьезный рост программы капитальных затрат ФСК ЕЭС с текущих уровней в примерно 900 млн долларов США.

Мы полагаем, что основные инвестиции в развитие сетевой инфраструктуры будет осуществлять ФСК ЕЭС, а инвестиции ММСК до присоединения к ФСК ЕЭС в новое строительство будут незначительными. Мы полагаем, что после объединения активов ФСК и ММСК в 2009П году объем инвестиционной программы ФСК ЕЭС увеличится на 10-15 млрд руб. ежегодно.

Тарифы

Тарифы являются основным фактором роста выручки компании и источником покрытия расходов и финансирования инвестиционной программы.

Регулирование тарифов

Поскольку ФСК ЕЭС является контролируемой государством естественной монополией, тарифы на услуги по передаче электроэнергии по магистральным сетям Единой национальной энергетической системы России (ЕНЭС) подлежат государственному регулированию и ежегодно пересматриваются Федеральной службой по тарифам (ФСТ). В настоящее время тарифы ФСК ЕЭС устанавливаются в соответствии с методикой, утвержденной ФСТ 23 октября 2004 года, которая, в частности, предусматривает:

- Использование метода «затраты плюс прибыль» (в затраты включаются все расходы, связанные с передачей плюс экономически обоснованная прибыль). Данная методика включает подробный перечень всех регулируемых расходов и прибылей, но она не регламентирует порядок установления плановых показателей прибылей.
- Двухгодичное «окно» в отношении экономии средств. Любые выгоды от экономии средств поступают в распоряжение акционеров ФСК ЕЭС в течение двух лет, а в последующем приводят к снижению тарифов.
- Отсутствие установленного регулятивного периода – методика не оговаривает продолжительность регулятивного периода. Тем не менее, в соответствии с существующим порядком пересмотра тарифов, в настоящее время тариф пересматривается на ежегодной основе
- В качестве базы для расчета тарифов на передаче электроэнергии по сетям ФСК ЕЭС до конца 2005 года будет использоваться объем полезного отпуска электроэнергии, а с 1 января 2006 года – объем суммарной заявленной мощности потребителей услуг. ФСК ЕЭС прогнозирует, что изменение базы для расчета тарифов не окажет неблагоприятного влияния на выручку ФСК ЕЭС².
- С 1 января 2006 ФСК ЕЭС начнет покупать технологические потери в собственных сетях. Расходы на покупку потерь будут полностью включаться в тариф ФСК ЕЭС.

Существующая методика будет изменена по мере приближения к финальным стадиям реформирования электроэнергетики. Согласно «Программе изменения уровня государственных регулируемых цен (тарифов) в электроэнергетике», утвержденной Распоряжением Правительства РФ № 1754-р от 01.12.2003 предполагался поэтапный переход к практике установления тарифов на основе нормы доходности на инвестированный капитал в 2004-2006 годах. Хотя мы считаем, что изменение способа регулирования тарифов на передачу электроэнергии произойдет не ранее 2009П года, прогнозируемые нами тарифы обеспечивают выполнение запланированной ФСК ЕЭС инвестиционной программы при рентабельности инвестированного капитала в пределах прогнозируемой нами минимальной доходности облигаций федерального займа (ОФЗ) и ставки рефинансирования ЦБ РФ.

Нормативная база

Основные документы существующей нормативной базы по установлению принципов тарифообразования в электроэнергетике включают:

- Закон «Об электроэнергетике»;
- Постановление Правительства РФ № 109 «О ценообразовании в отношении электрической и тепловой энергии в Российской Федерации»;
- Программа изменения уровня государственных регулируемых цен (тарифов) в электроэнергетике;
- «Концепция стратегии РАО «ЕЭС России» на 2003 – 2008 годы «5+5».

Принятый пакет нормативных актов предусматривает смену принципа тарифообразования и переход к установлению подлежащих государственному регулированию тарифов в электроэнергетике на основе обеспечения минимальной нормы рентабельности инвестированного капитала.

² В расчетах мы сделали технические поправки для учета изменения базы

Согласно статье 23 Закона «Об электроэнергетике», уровень доходности инвестированного капитала, используемого в сферах деятельности субъектов электроэнергетики, в которых применяется государственное регулирование цен (тарифов), должен быть сопоставим с уровнем доходности капитала, используемого в других отраслях промышленности со сравнимыми показателями предпринимательских рисков. При этом Постановление Правительства РФ № 109 «О ценообразовании в отношении электрической и тепловой энергии в Российской Федерации», содержит указание на то, что экономически обоснованный уровень доходности инвестированного капитала определяется регулирующим органом на основании прогноза уровня инфляции, принятого при формировании федерального бюджета на очередной финансовый год, с учетом стоимости долгосрочного заемного капитала, сложившейся на финансовом рынке в отчетный период. При этом, согласно этому же документу, минимальная норма доходности на инвестированный капитал не может быть ниже минимальной доходности облигаций федерального займа и не должна быть выше ставки рефинансирования ЦБ РФ.

При этом доходность на капитал определяется как отношение валовой прибыли к сумме собственного и добавочного капиталов, а также долгосрочных заемных средств. Однако детальная методология расчета доходности на инвестированный капитал еще должна быть утверждена ФСТ.

Прогноз тарифов

По нашим оценкам, тарифы ФСК ЕЭС составляют около 3% стоимости конечного тарифа на электроэнергию в России. Низкая доля тарифа на передачу электроэнергии в стоимости электроэнергии для потребителей и понимание высокой важности обеспечения системной надежности функционирования и развития сетевого хозяйства позволяли компании добиваться опережающего роста тарифов в 2003-2005 годах. Так, в 2004-2005 годах тарифы ФСК ЕЭС выросли на 43%, по сравнению с ростом средних тарифов на электроэнергию в 22%.

График 11: Средний тариф ФСК ЕЭС, руб./МВт/ч

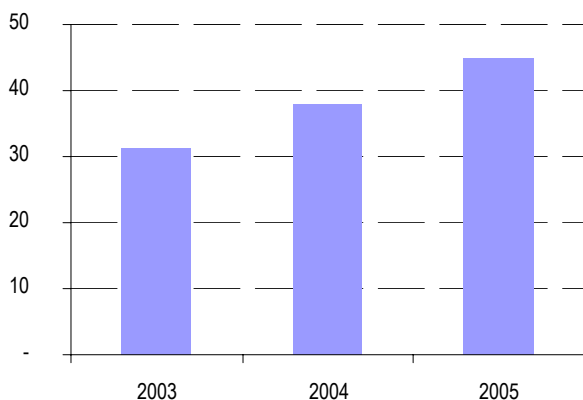
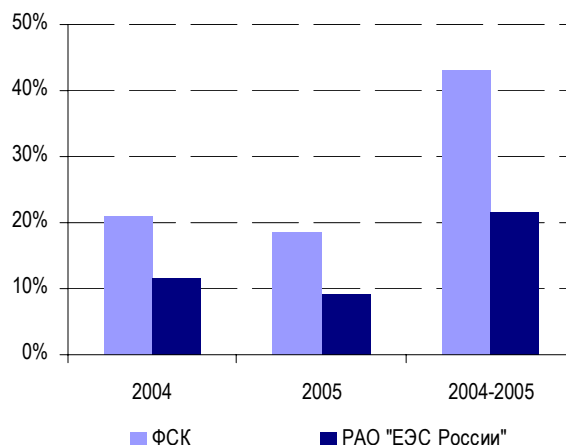


График 12: Рост тарифов ПАО «ЕЭС России» и ФСК ЕЭС, %, 2003-2005

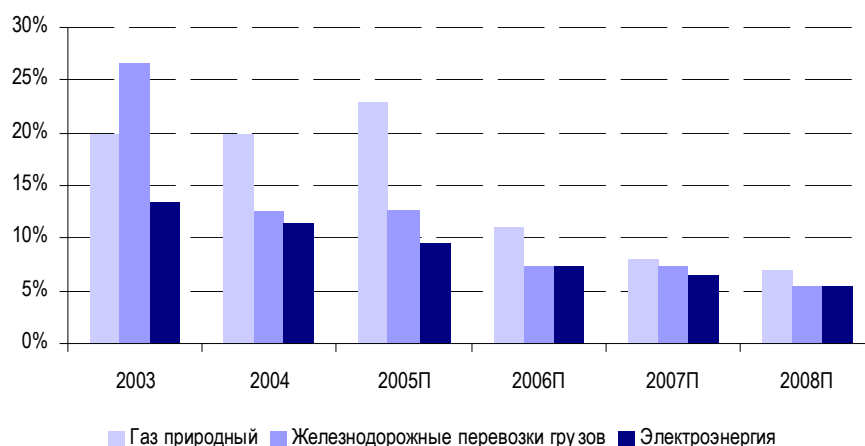


Источник: ФСК ЕЭС

Источник: ПАО «ЕЭС России», ФСК ЕЭС

Мы не исключаем, что в течение 2006-2008П годов может происходить сдерживание роста тарифов на услуги естественных монополий в связи с приоритетом низкой инфляции в преддверии президентских выборов. Так, по прогнозам МЭРТ, средние тарифы на электроэнергию увеличатся в 2006 году на 7.5%, в 2007 году на 6.5% и 2008 году на 5.5%.

График 13: Средний рост тарифов на услуги естественных монополий



Источник: МЭРТ

Мы полагаем, что регулирующие органы вряд ли пойдут на риск установления новой методики тарифообразования до президентских выборов 2008 года. Таким образом, до 2009 года, по нашему мнению, рост тарифов ФСК ЕЭС будет тесно увязан с общим ростом тарифов в электроэнергетике, которые будут устанавливаться по принципу «инфляция минус», то есть индексироваться с учетом инфляции, но таким образом, что темп роста тарифов остается ниже темпов инфляции.

Для расчета тарифа на передачу электроэнергии мы использовали Прогноз социально-экономического развития РФ до 2008 года, подготовленный МЭРТ России. Данный прогноз предусматривает повышение средних тарифов на электроэнергию на 7.5% в 2006 году, на 6.5% в 2007 году и на 5.5% в 2008 году. Несмотря на то, что доля тарифа на передачу электроэнергии составляет, по нашим оценкам, около 3% итоговой стоимости электроэнергии для потребителей, мы полагаем, что рост тарифов на передачу электроэнергии в 2006-08П не будет выше роста средних тарифов на электроэнергию. Хотя мы допускаем, что в случае аварийных ситуаций, подобных московскому энергокризису, вероятность ускоренного повышения тарифов увеличится, мы не прогнозируем таких ситуаций в нашей модели.

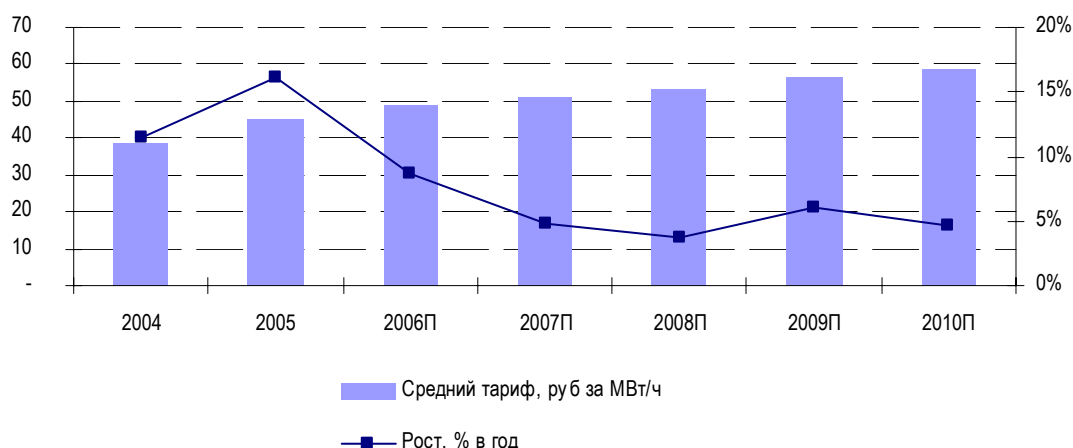
Даже если методика регулирования тарифов на основе доходности на инвестированный капитал будет принята до 2009 года, прогнозируемые нами тарифы обеспечат выполнение запланированной ФСК ЕЭС инвестиционной программы на 2006-2008 годы при рентабельности инвестированного капитала в пределах прогнозируемой нами минимальной доходности ОФЗ и ставки рефинансирования ЦБ РФ.

Мы полагаем, что ставка рефинансирования в 2006-2010П будет в значительной степени коррелировать с индексом потребительских цен. В частности, прогнозируемое в Стратегии развития экономики России на среднесрочную перспективу снижение потребительской инфляции до 3.0% к 2010П году, по нашему мнению, приведет к снижению ставки рефинансирования с текущего уровня 13% годовых до 5.0%.

Мы считаем, что доходность ОФЗ будет определяться не только факторами инфляции, но и состоянием внешних и внутренних рынков. Таким образом, предполагая нормальное развитие экономики (пруденциальная фискально-бюджетная политика правительства РФ, отсутствие неблагоприятных экономических шоков, в том числе со стороны внешних рынков, отсутствие других форс-мажорных обстоятельств), мы ожидаем снижение доходности ОФЗ (с дюрацией три года) до уровней 3.5-4.0%. На наш взгляд, снижение доходности с текущих уровней будет обуславливаться двумя основными факторами:

1. Снижением инфляционной премии,
2. Повышением экономической стабильности.

Вместе с тем, реализация возможных внешних шоков для российской экономики может значительно повлиять на значения прогнозируемых величин.

График 14: Тариф на передачу электроэнергии ФСК ЕЭС, руб./МВт/ч


Источник: ФСК ЕЭС, расчеты Газпромбанка

Наша методика расчета рентабельности инвестированного капитала (Return on Average Capital Employed) отличается от методики Правительства. Результаты расчета рентабельности инвестированного капитала по нашей методике ниже, чем по методике Правительства, поскольку в своей методике мы используем показатель чистой прибыли компании по МСФО, скорректированный на чистые проценты к уплате. Кроме того, в состав инвестированного капитала мы включаем долю меньшинства и чистый долг. Мы считаем, что в отличие от методики Правительства, наша методика более консервативна и результат расчета более «справедливый», поскольку учитывает все расходы по финансированию привлеченного капитала.

Таблица 5: Расчет рентабельности инвестированного капитала, млн. руб. МСФО

	2003	2004	2005П	2006П	2007П	2008П	2009П	2010П
Методика Газпромбанка								
Капитал акционеров	125 186	132 978	140 486	150 190	161 019	172 130	277 738	290 357
Доля меньшинства	0	0	0	0	0	0	5 000	5 177
Чистый долг/(денежная позиция)	(1 253)	6 367	11 422	18 592	15 278	13 059	6 794	2 592
Инвестированный капитал	123 933	139 345	151 908	168 781	176 298	185 189	289 533	298 125
Прибыль до отложенного налога на прибыль	6 900	7 745	8 873	11 697	12 400	12 679	11 856	13 858
Чистые проценты к уплате	(116)	120	729	1 689	1 406	1 180	1 185	695
Ставка налога на прибыль	24%	24%	24%	24%	24%	24%	24%	24%
Налоговый "щит"	(28)	29	175	405	337	283	285	167
Чистая прибыль с учетом корректировок	6 872	7 774	9 048	12 102	12 738	12 962	12 140	14 025
Рентабельность инвестированного капитала	6,4%	5,9%	6,2%	7,5%	7,4%	7,2%	5,1%	4,8%
Методика Правительства РФ*								
Операционная прибыль	7 469	8 877	12 404	17 079	17 722	17 863	16 785	19 162
Долгосрочный долг	0	6 532	19 000	21 415	18 241	19 634	14 779	8 801
Капитал акционеров	125 186	132 978	140 486	150 190	161 019	172 130	277 738	290 357
Рентабельность инвестированного капитала	6,0%	6,4%	7,8%	10,0%	9,9%	9,3%	5,7%	6,4%

*постановление Правительства РФ №109 от 26-02-2004г.

Источник: ФСК ЕЭС, Правительство РФ, расчеты Газпромбанка

Финансовая модель ФСК ЕЭС

Наша финансовая модель ФСК ЕЭС до 2010П года (см. Приложение 1) основана на финансовой и производственной информации предоставленной нам ФСК ЕЭС. Мы также использовали публичную информацию о реформе РАО «ЕЭС России», данные Прогноза социально-экономического развития РФ до 2008 года, подготовленного МЭРТ России, а также другую информацию, имеющую, на наш взгляд, значение для прогнозирования финансовых показателей ФСК ЕЭС. Наша финансовая модель построена в формате финансовой отчетности ФСК ЕЭС по Международным стандартам финансовой отчетности (МСФО).

Для целей прогнозирования мы предполагаем, что в 2009П году произойдет объединение активов ФСК и ММСК путем внесения акций ММСК, принадлежащих РАО «ЕЭС России», в уставный капитал ФСК. Для целей прогнозирования изменения финансовых показателей ФСК после объединения активов мы сделали следующие допущения:

- увеличили стоимость основных средств ФСК на расчетную балансовую стоимость основных средств ММСК, равную 100 млрд руб.;
- приняли стоимость акционерного капитала ММСК равной 95 млрд руб.;
- предположили отсутствие goodwill для ФСК ЕЭС при объединении активов и оцениваем величину доли меньшинства ММСК в 5 млрд руб.;
- мы полагаем, что по принадлежащим АО-энерго магистральным сетям проходит около 70% разницы между эффективной продажей электроэнергии ФСК ЕЭС и потреблением электроэнергии в России;
- использовали одинаковые допущения по параметрам регулирования тарифов для эффективной продажи услуг по транспортировке электроэнергии ФСК ЕЭС и ММСК.

В настоящее время деятельность ММСК осуществляется с нулевой рентабельностью чистой прибыли: выручка ММСК равна сумме материальных затрат и расходов по аренде активов.

Выручка

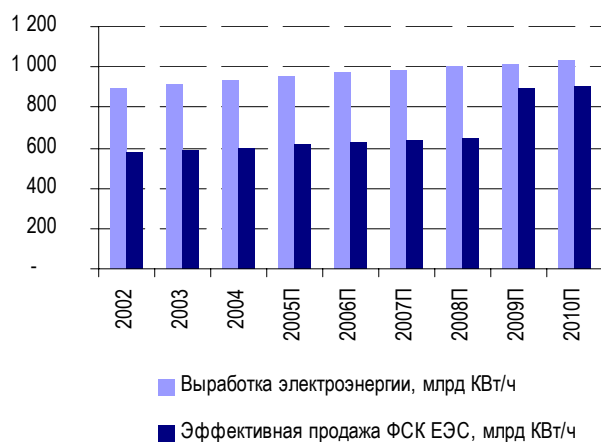
Основными факторами, влияющими на выручку ФСК ЕЭС, являются:

1. Эффективная продажа электроэнергии,
2. установленная мощность по передаче электроэнергии,
3. тариф на передачу электроэнергии,
4. потери электроэнергии при передаче.

Наш прогноз эффективной продажи электроэнергии основан на прогнозе выработки электроэнергии в России. В своих прогнозах производства электроэнергии мы исходили из допущения о снижении энергоемкости российской экономики. По нашим расчетам, снижение энергоемкости ВВП произошло в 2004 году. Так, эластичность ВВП к производству электроэнергии снизилась, по нашим расчетам, с 0.354 в 2003 году до 0.293 в 2004 году. Мы прогнозируем дальнейшее снижение энергоемкости ВВП, в основном, в связи с применением потребителями энергосберегающих технологий и роста доли сектора услуг в экономике. По нашим оценкам, эластичность ВВП к выработке электроэнергии составит 0.263 в 2010П году.

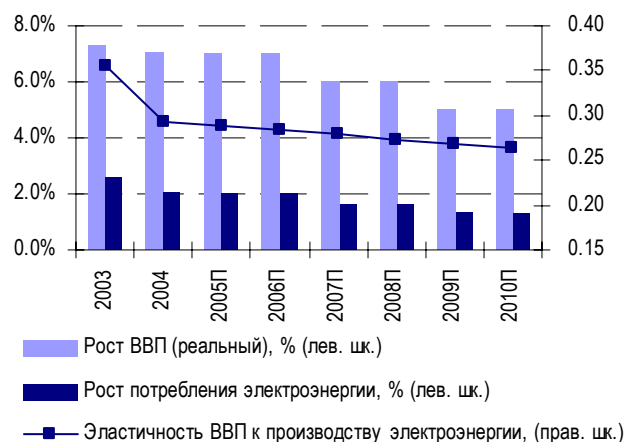
Мы прогнозируем увеличение эффективной продажи электроэнергии ФСК ЕЭС в соответствии с ростом выработки электроэнергии в России. В 2009 году мы ожидаем резкого роста выручки в связи с объединением активов ФСК ЕЭС и ММСК.

График 15: Производство электроэнергии и эффективная продажа электроэнергии ФСК ЕЭС, млрд кВт/ч



Источник: ФСК ЕЭС, расчеты Газпромбанка

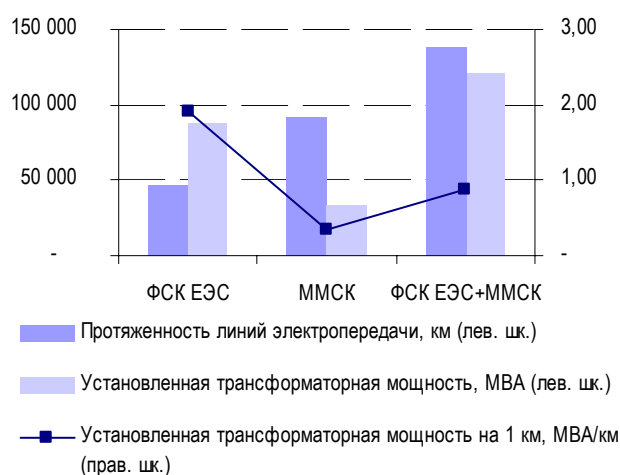
График 16: Эластичность ВВП от выработки электроэнергии



Источник: ФСК ЕЭС, расчеты Газпромбанка

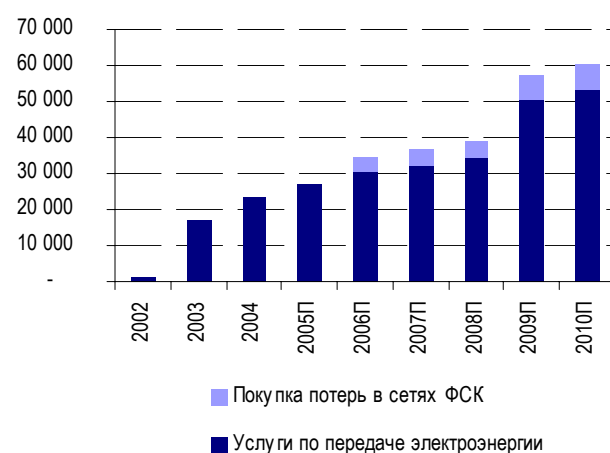
В своих прогнозах мы используем величину установленной мощности ФСК ЕЭС по передаче электроэнергии равную 87.1 ГВт. При присоединении линий электропередачи ММСК (около 92 000 км) к ФСК ЕЭС в 2009П году мы прогнозируем увеличение установленной мощности по передаче электроэнергии до 120 ГВт. В среднесрочной перспективе мы прогнозируем снижение эффективности объединенной компании по сравнению с эффективностью ФСК ЕЭС вследствие уменьшения эффекта масштаба (economy of scale).

График 17: Масштабы бизнеса ФСК



Источник: ФСК ЕЭС, РАО ЕЭС, расчеты Газпромбанка

График 18: Выручка, млн руб



Источник: ФСК ЕЭС, расчеты Газпромбанка

Для расчета тарифа на передачу электроэнергии мы использовали Прогноз социально-экономического развития РФ до 2008 года, подготовленный МЭРТ России. Данный прогноз предусматривает повышение средних тарифов на электроэнергию на 7.5% в 2006 году, на 6.5% в 2007 году и на 5.5% в 2008 году. Несмотря на то что доля тарифа на передачу электроэнергии составляет, по данным ФСК ЕЭС, около 3% итоговой стоимости электроэнергии для потребителей, мы полагаем, что рост тарифов на передачу электроэнергии в 2006-08П не будет выше роста средних тарифов на электроэнергию. Хотя мы допускаем, что в случае аварийных ситуаций, подобных московскому энергокризису, вероятность ускоренного роста тарифов может увеличиться, мы не прогнозируем таких ситуаций в нашей модели.

По нашим оценкам, рентабельность инвестированного капитала ФСК ЕЭС будет находиться в пределах 5-10% в 2005-10П. Мы прогнозируем, что рентабельность инвестированного капитала у Газпрома будет выше, чем у других естественных монополий в связи с высокими экспортными ценами на газ (доля экспортной выручки в общей выручке у Газпрома составляет около 55%).

Мы прогнозируем, что начиная с 2006П года у ФСК появятся затраты на покупку потерь в сетях. Насколько мы понимаем, эти затраты будут компенсированы ФСК ЕЭС путем тарификации потерь на уровне нормальной рентабельности. Иными словами мы не ожидаем снижения рентабельности ФСК ЕЭС от покупки потерь в сетях. В целом, мы оцениваем среднегодовую выручку (затраты) от покупки потерь в сетях в среднем в сумме около 5.4 млрд руб. в год в 2006-2010П годах.

Операционные расходы

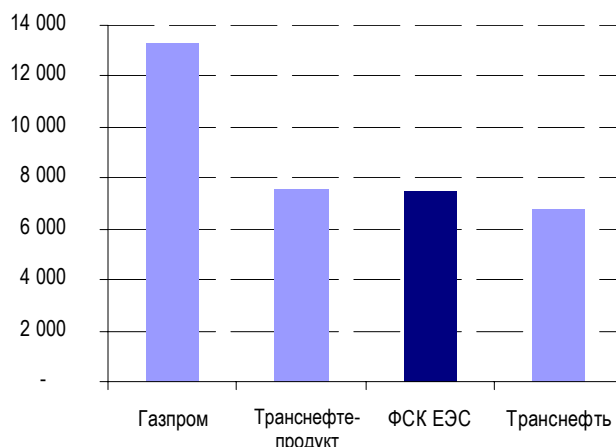
Операции ФСК ЕЭС носят сезонный характер. Максимальный спрос потребителей на электроэнергию приходится на 1-ый и 4-ый кварталы. Вместе с тем существует летний максимум и зимний минимум активности по проведению капитальных ремонтов и финансирования закупки товарно-материальных ценностей. В целом, деятельность ФСК ЕЭС характеризуется высоким операционным левереджем. По нашим оценкам, около 80% операционных затрат ФСК ЕЭС – постоянные затраты. Амортизация, заработная плата и затраты на ремонт в сумме составляют около 85% операционных затрат компании. По нашим расчетам средние расходы на одного работника по заработной плате, включая налоги и сборы, связанные с заработной платой, составила в 2004 году около 7.4 тыс. долларов США. Мы прогнозируем рост расходов ФСК ЕЭС по заработной плате в соответствии с ожидаемым нами ростом потребительской инфляции. Мы ожидаем, что после объединения активов ФСК ЕЭС и ММСК затраты АО-энерго по содержанию сетей будут распределены по другим статьям затрат ФСК ЕЭС в связи с полной консолидацией финансовых результатов компаний.

График 19: Структура операционных затрат, 2005П



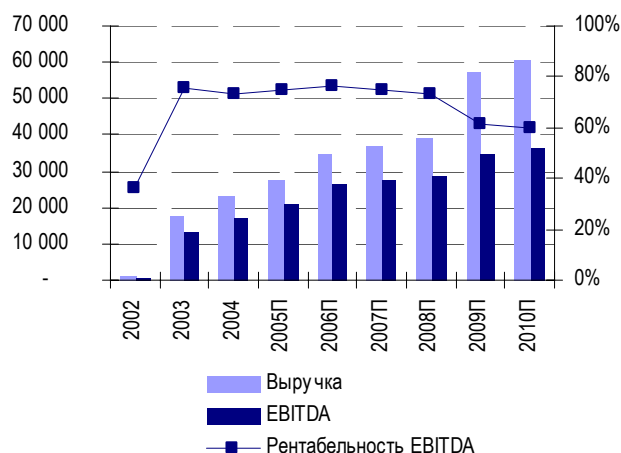
*кроме налога на прибыль
Источник: расчеты Газпромбанка

График 20: Средние расходы по зарплате на одного работника в долларах США в год, 2004 год

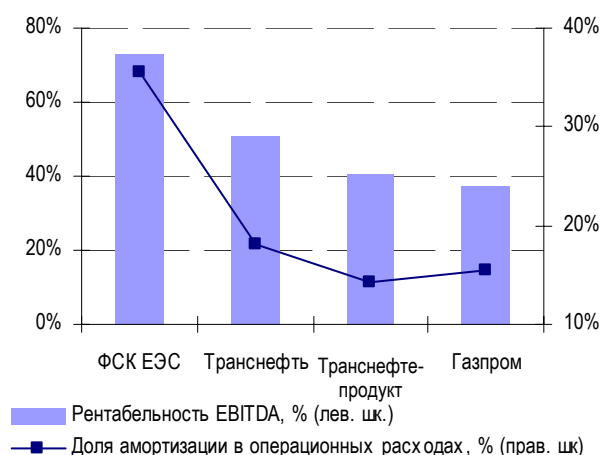


Источник: данные компаний, расчеты Газпромбанка

Средняя норма амортизации основных средств у ФСК ЕЭС примерно равна 4%, что обусловлено сроком полезного использования линий электропередачи равной 25 годам. Доля линий электропередачи в основных средствах компании (без учета незавершенного строительства) составляет, по данным отчетности по МСФО за 2004 год, 96%. В связи с высокой долей амортизации в затратах ФСК ЕЭС, рентабельность EBITDA у компании самая высокая среди российских естественных монополий.

График 21: Рентабельность EBITDA ФСК ЕЭС


Источник: данные компаний, расчеты Газпромбанка

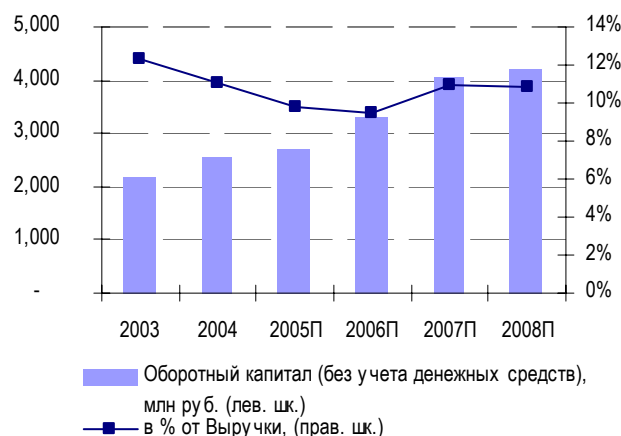
График 22: Рентабельность EBITDA и доля амортизации в операционных расходах, 2004 г.


Источник: данные компаний, расчеты Газпромбанка

Оборотный капитал

По данным финансовой отчетности ФСК ЕЭС по МСФО доля оборотного капитала (без учета денежных средств) в выручке составила 11% в 2004 году. С целью повышения доходности, ФСК ЕЭС вкладывает свободные денежные средства в краткосрочные депозиты (до 3-х месяцев). Мы полагаем, что в дальнейшем осторожная политика компании в отношении управления оборотным капиталом сохранится, и его доля в выручке не будет превышать 15% в 2005-2008П годах.

По нашим оценкам средняя оборачиваемость рабочего капитала в 2004 году составила около 45 дней, а коэффициент текущей ликвидности 1.36. По нашим прогнозам, коэффициент текущей ликвидности у ФСК ЕЭС не будет ниже 1 в 2005-2008П годах.

График 23: Оборотный капитал


Источник: данные компаний, расчеты Газпромбанка

График 24: Коэффициенты ликвидности

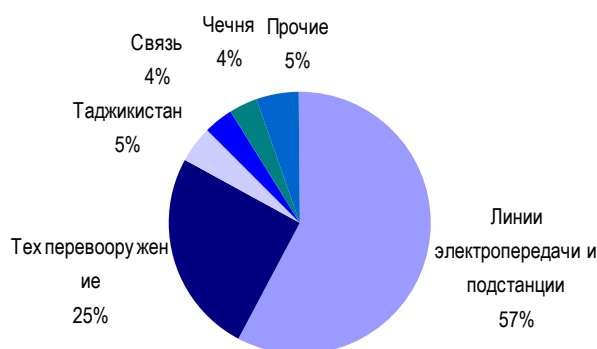

Источник: данные компаний, расчеты Газпромбанка

Основные средства и программа капитальных вложений

В течение 2004-2013П компания планирует ввести 33.2 тыс. км (рост протяженности составит 75%) воздушных линий напряжением 220 кВ и выше с общей трансформаторной мощностью около 110 ГВА (рост мощности составит около 150%). По прогнозам ФСК ЕЭС, такой объем электросетевого строительства потребует около 340 млрд руб. (около 12 млрд долларов США) инвестиций. Таким образом для выполнения поставленных целей развития необходимы ежегодные вложения средств в размере более около 1.2 млрд долларов США, что должно предусматривать серьезный рост программы капитальных затрат ФСК ЕЭС с текущих уровней в примерно 900 млн долларов США.

Главным принципом инвестиционного планирования в ФСК ЕЭС является формирование среднесрочных (на три года) программ развития и последующая ежегодная корректировка. Инвестиционная программа требует одобрения совета директоров и правительства. Согласно планам компании капитальные расходы в период 2006-2008 года составят около 85.5 млрд руб. ФСК ЕЭС имеет возможность переноса существенной доли планируемых капитальных затрат на более поздний срок. По данным компании, минимальный уровень капитальных вложений, необходимый для поддержания функциональности системы передачи электроэнергии, равен 5-6 млрд руб. в год в течение следующих трех лет, что примерно соответствует амортизации в этом периоде. ФСК ЕЭС планирует увеличение расходов на техническое перевооружение и реконструкцию. Большая часть этих расходов (около 80%) относится на затраты, поскольку не приводит к улучшению технических характеристик основных средств сверх их первоначальных возможностей.

График 25: Структура капитальных вложений, 2005-2006



Источник: ФСК ЕЭС

ФСК ЕЭС участвует в восстановлении энергетического комплекса Чеченской Республики. В 2004 году ФСК ЕЭС приобрело 61.54% акций ОАО «Нурэнерго» – предприятия по производству, передаче, диспетчеризации и сбыту электроэнергии в Чечне – за 943 млн руб. Руководством ФСК ЕЭС создан 100% резерв под обесценение этих капитальных вложений. В соответствии с решением правительства, ФСК ЕЭС в этом году планирует потратить на восстановление энергетики Чечни 1.3 млрд руб. В дальнейшем, капитальные расходы ФСК ЕЭС в Чечне, по планам компании, составят около 1 млрд руб. в год. Мы полагаем, что такой уровень расходов на объекты в Чечне сохранится после 2008П года. Поскольку эти расходы осуществляются в соответствии с решениями правительства, они включаются в тариф ФСК ЕЭС на передачу электроэнергии. В своих прогнозах мы относим инвестиции в Чечне на операционные расходы в периоде возникновения. Мы считаем, что такой подход к учету этих инвестиций удовлетворяет допущению последовательности и требованию осмотрительности.

Другим инвестиционным проектом ФСК ЕЭС, осуществляемым в соответствии с государственной политикой, является строительство Сангтудинской ГЭС-1 в Таджикистане. ФСК ЕЭС планирует вложить 4 млрд руб. в строительство Сангтудинской ГЭС-1 в 2006-2008 годах.

Мы ожидаем увеличения доли затрат на техническое перевооружение и реконструкцию после объединения активов ФСК ЕЭС и ММСК в 2009П году. Магистральные линии электропередачи ФСК ЕЭС не облагаются налогом на имущество.

График 26: Доля технического перевооружения и реконструкции в капитальных вложениях

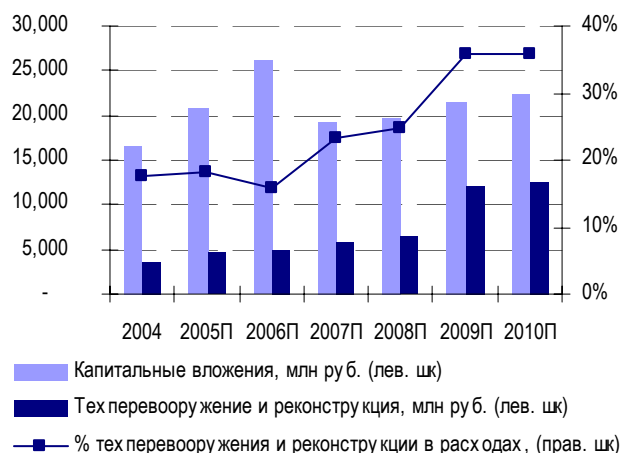
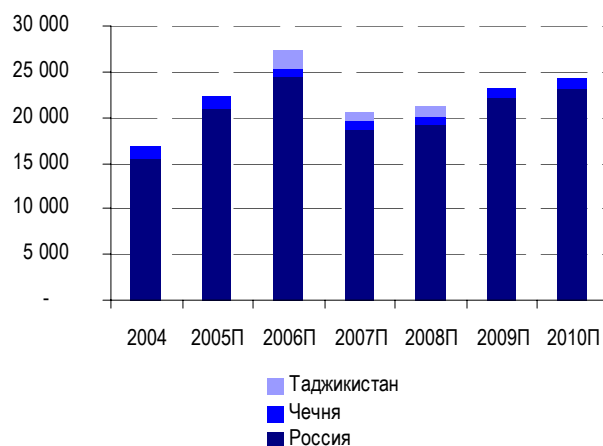


График 27: Капитальные вложения, млн руб.

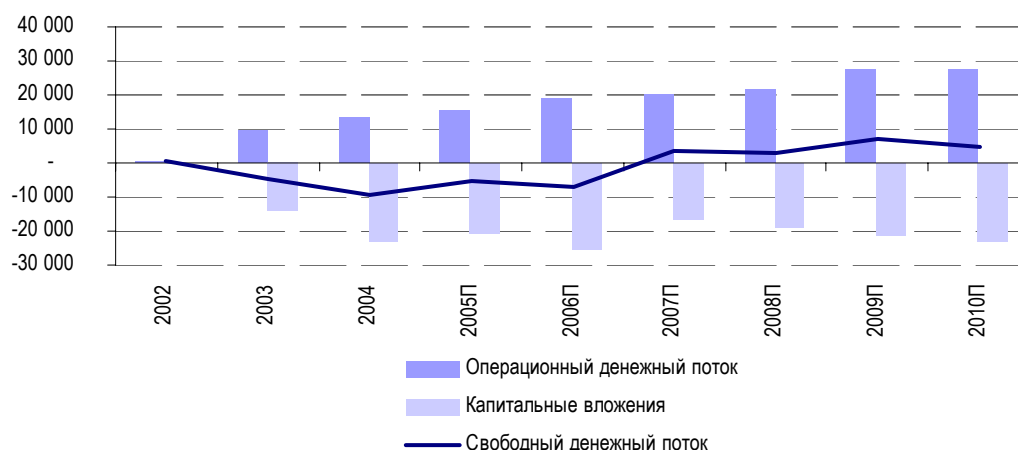


Источник: ФСК ЕЭС, расчеты Газпромбанка

Источник: ФСК ЕЭС, расчеты Газпромбанка

По нашим оценкам, отношение величины капитальных вложений к денежному потоку от операционной деятельности (plowback ratio) у ФСК ЕЭС в 2004 году составило 168%. В 2004 году около 33% капитальных вложений компания профинансировала за счет заемных средств. В 2005П году отношение новых долгосрочных долгов к плановым капитальным вложениям составит, по нашим оценкам, более 50%. Таким образом, долговая нагрузка ФСК ЕЭС увеличится. Мы прогнозируем рост показателя Долг/EBITDA с 38% в 2004 году до 92% в 2005П году. В дальнейшем мы прогнозируем снижение plowback ratio у ФСК ЕЭС в связи с ожидаемым опережающим ростом операционного денежного потока над ростом капитальных затрат. По нашим оценкам, plowback ratio у ФСК ЕЭС в 2010П году составит около 90%, а показатель Долг/EBITDA снизится до 42%.

График 28: Свободный денежный поток, млн руб.



Источник: ФСК ЕЭС, расчеты Газпромбанка

Важным элементом внеоборотных активов является НДС по незавершенному строительству. Подробный анализ и прогноз движения основных средств и внеоборотных активов ФСК ЕЭС приведен в Приложении 2.

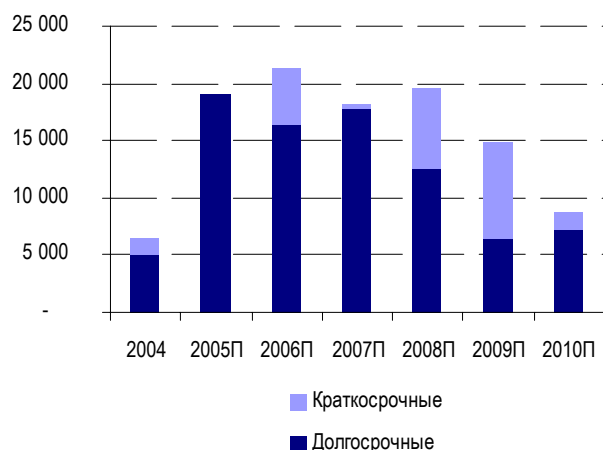
Займы и кредиты

До 2004 года ФСК финансировала свою инвестиционную программу исключительно за счет использования собственных средств. В 2004 году, по данным компании, около 33% капитальных расходов финансировалось за счет заемных средств. В целях повышения рентабельности инвестированного капитала ФСК ЕЭС планирует и в дальнейшем использовать заемный капитал при финансировании инвестиционной программы.

Хотя ФСК ЕЭС планирует увеличить размер своей задолженности до 35 млрд руб. в долгосрочной перспективе, мы считаем, что общий долг компании с учетом запланированных капиталовложений в 2005-

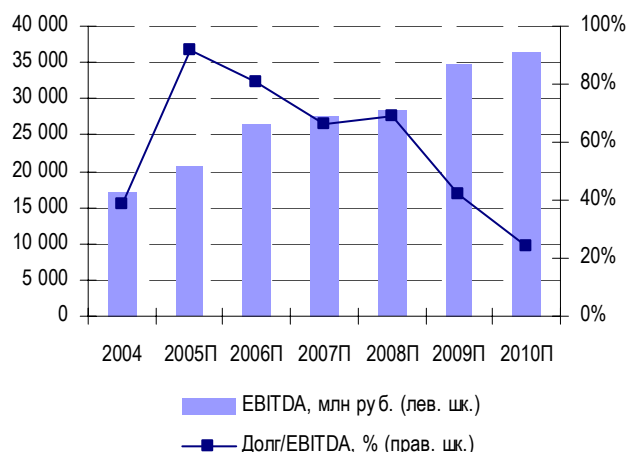
2010П годах не превысит 25 млрд руб. По нашим оценкам, для исполнения запланированной инвестиционной программы и при условии достижения минимальной рентабельности инвестированного капитала, ФСК ЕЭС будет необходимо заимствовать лишь 10.5 млрд руб. в 2006-2010П годах. При этом доля заемного финансирования в 2006-2010П годах в капитальных расходах, по нашим оценкам, может составить в среднем около 10%. Мы ожидаем снижение показателя Долг/EBITDA с 0,92 в 2005П году до 0,25 в 2010П году.

График 29: Кредиты и займы ФСК ЕЭС, млн руб.



Источник: ФСК ЕЭС, расчеты Газпромбанка

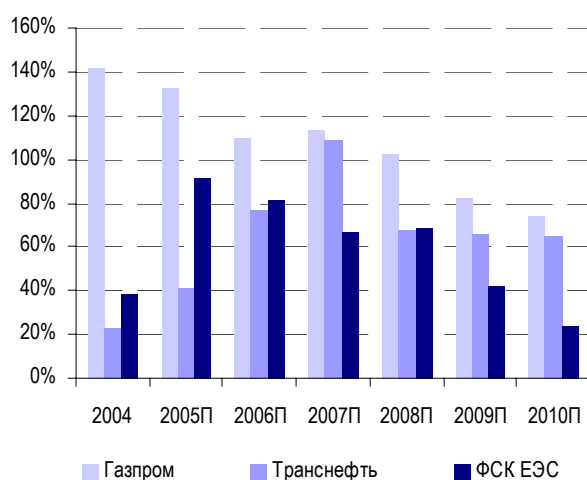
График 30: Долг и EBITDA



Источник: ФСК ЕЭС, расчеты Газпромбанка

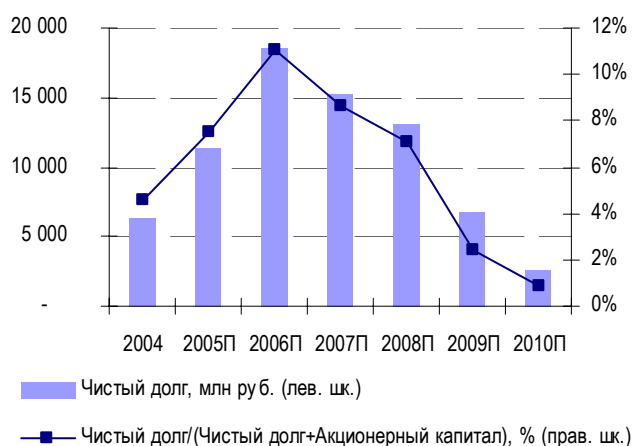
По нашим оценкам, показатель Чистый долг/(Чистый долг + Капитал акционеров) у ФСК ЕЭС может снизиться с 8% до 1% в 2005-2010П годах. По нашим прогнозам, отношение Долг/EBITDA у ФСК ЕЭС будет ниже, чем у других естественных монополий в 2010П году.

График 31: Долг/EBITDA, МСФО



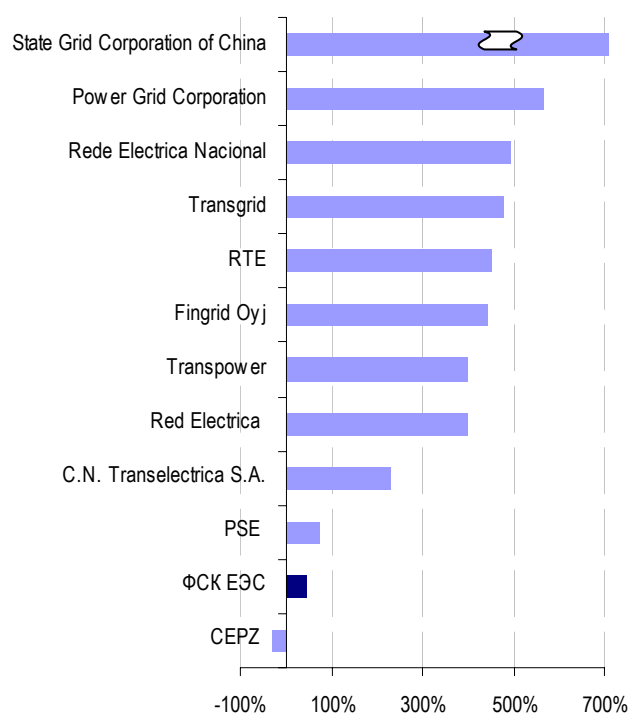
Источник: расчеты Газпромбанка

График 32: Чистый долг и финансовый рычаг, МСФО

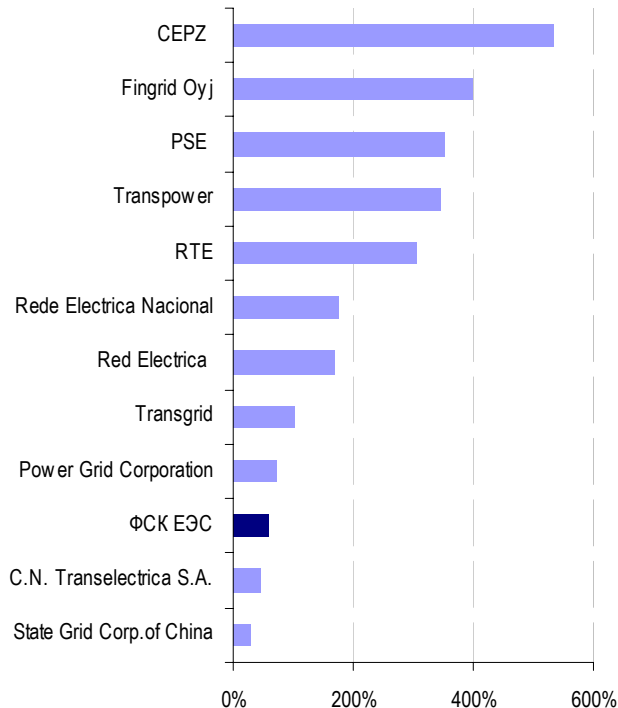


Источник: расчеты Газпромбанка

По сравнению с зарубежными операторами магистральных сетей ФСК ЕЭС на конец 2004 года имело низкий уровень долговой нагрузки: отношение Чистый долг/EBITDA на конец 2004 года составило 37%. Высокая долговая нагрузка у компаний-аналогов, на наш взгляд, косвенно свидетельствует о мировой практике финансирования инвестиционных программ за счет заемных средств. Относительно низкий показатель 2004 года EBITDA/Капитальные вложения у ФСК ЕЭС объясняется, на наш взгляд, высокой рентабельностью EBITDA (76%) и высокой долей заемных средств (33%) в финансировании капитальных вложений.

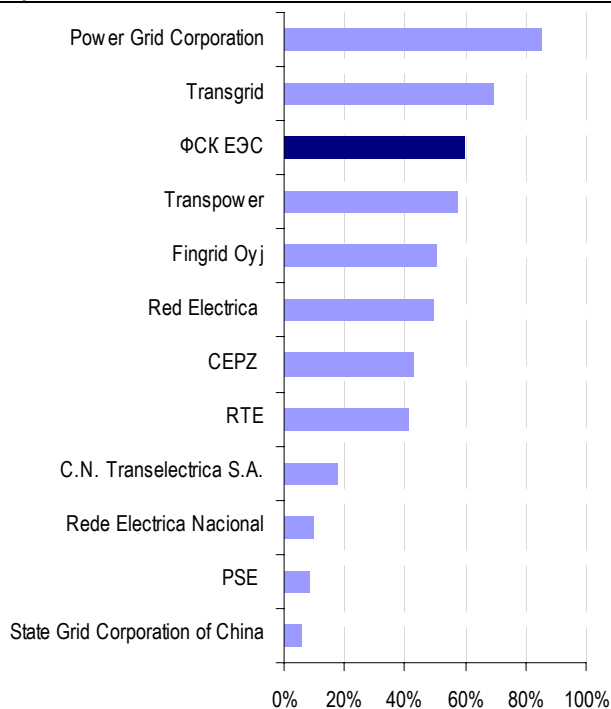
График 33: Чистый долг/EBITDA, 2004 год


* данные по Transelectrica – за 2003 год
Источник: данные компаний

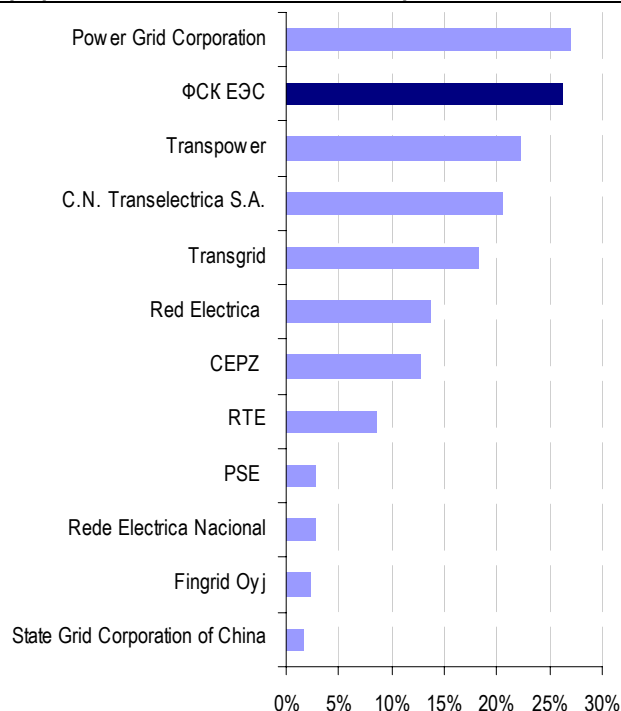
График 34: EBITDA/Капитальные вложения, 2004 год


* данные по Transelectrica – за 2003 год
Источник: данные компаний

Деятельность ФСК ЕЭС характеризуется одним из самых высоких среди мировых операторов магистральных линий электропередачи уровнем рентабельности EBITDA равной 60% (76% с учетом корректировки на неденежные расходы, кроме амортизации) и рентабельностью чистой прибыли, равной 26%. Высокая рентабельность у ФСК ЕЭС сочетается с относительно низким уровнем задолженности, и растущим свободным денежным потоком, что, на наш взгляд, оставляет запас на развертывание объемной программы капитального строительства.

График 35: Рентабельность EBITDA, 2004 год


* EBITDA = Операционная прибыль + Амортизация
Источник: данные компаний

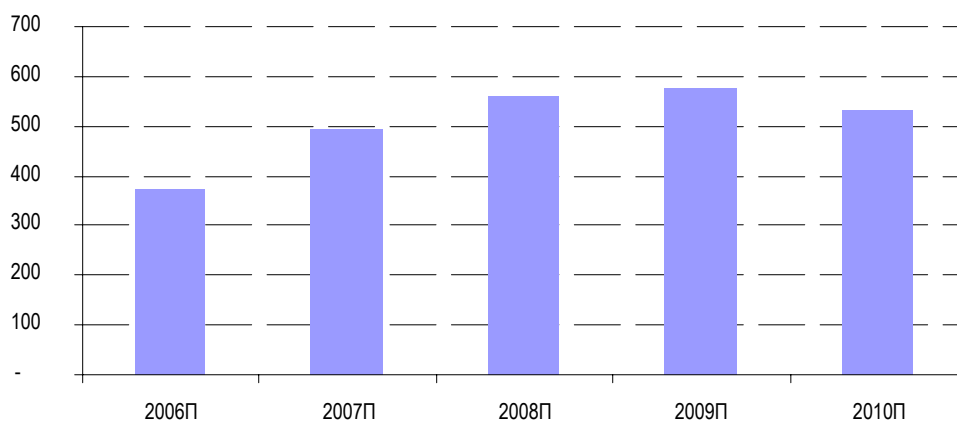
График 36: Рентабельность чистой прибыли, 2004 год


Источник: данные компаний

Дивиденды

В соответствии с действующей дивидендной политикой ФСК ЕЭС, не более 10% чистой прибыли компании (по РСБУ) может быть направлено на выплату дивидендов. Компания полагает, что данная политика сохранится в дальнейшем и в своих финансовых прогнозах учитывает выплату дивидендов. В своих прогнозах мы также учитываем выплату дивидендов в размере 10% чистой прибыли по РСБУ текущего года в следующем году. По нашим оценкам, в течение 2006-2010П дивиденды ФСК ЕЭС могут составить около 2.6 млрд. руб.

График 37: Прогноз выплаты дивидендов, млн руб.



Источник: расчеты Газпромбанка

Приложение 1: Финансовая модель ФСК ЕЭС, млн руб., МСФО

Основные допущения

	2002	2003	2004	2005П	2006П	2007П	2008П	2009П	2010П
Рост ВВП (реальный), %	4,7%	7,3%	7,1%	7,0%	7,0%	6,0%	6,0%	5,0%	5,0%
Выработка электроэнергии, млрд кВт/ч	889	912	931	950	969	985	1 001	1 014	1 028
Рост промышленного производства (реальный), %	3,8%	7,0%	7,3%	6,5%	6,0%	5,5%	5,0%	5,0%	5,0%
Инфляция потребителей (CPI), %	15,9%	13,7%	10,7%	12,0%	12,0%	11,0%	9,0%	7,0%	5,5%
Инфляция производителей (PPI), %	11,6%	15,4%	23,8%	15,3%	13,4%	12,0%	8,7%	6,9%	5,5%
Обменный курс, руб за 1 доллар США									
Средний за год	31,35	30,62	28,60	28,18	28,30	28,00	28,00	28,00	28,00
На конец года	31,78	29,45	27,75	28,60	28,00	28,00	28,00	28,00	28,00
Доходность ОФЗ с дюрацией 3 года, %	14,0%	7,5%	6,5%	6,8%	6,0%	5,0%	4,5%	4,0%	3,8%
Ставка рефинансирования ЦБ РФ, %	21,0%	16,0%	13,0%	13,0%	12,5%	10,0%	8,0%	6,0%	5,5%
Налоги									
НДС, %	20%	20%	18%	18%	18%	18%	18%	18%	18%
Налог на прибыль, %	24%	24%	24%	24%	24%	24%	24%	24%	24%
Налог на имущество, %	2%	2%	2%	2%	2%	2%	2%	2%	2%
Основные предположения по компании									
Протяженность линий электропередачи, км	40 900	43 898	45 038	45 263	45 490	45 717	45 946	137 946	138 290
Эффективная продажа, млрд кВт/ч	572,5	587,3	600,0	612,4	624,6	635,0	645,4	894,3	906,1
Установленная мощность, ГВт	87,08	87,08	87,08	87,08	87,08	87,08	87,08	120,66	120,66
Средний тариф, руб за МВт/ч	2,37	29,30	38,65	44,88	48,80	51,12	53,06	56,24	58,84
Темп роста тарифа на электроэнергию, % (МЭРТ)	26,4%	17,1%	11,4%	9,2%	7,5%	6,5%	5,5%	6,0%	6,0%
Средний тариф за установленную мощность, тыс руб. за МВт/год					350	373	393	417	442
ROACE по методике ФСК ЕЭС		6,0%	6,4%	7,8%	10,0%	9,9%	9,3%	5,7%	6,4%
ROACE по методике Газпромбанка		6,4%	5,9%	6,2%	7,5%	7,4%	7,2%	5,1%	4,8%

Источник: МЭРТ, РАО ЕЭС, ФСК ЕЭС, Cbonds, расчеты Газпромбанка

Отчет о прибылях и убытках

	2002	2003	2004	2005П	2006П	2007П	2008П	2009П	2010П
Услуги по передаче электроэнергии	1 359	17 209	23 192	27 486	30 478	32 459	34 245	50 296	53 314
Технологический расход электроэнергии	0	0	0	0	4 076	4 341	4 580	6 727	7 131
Прочие доходы	12	499	58	100	100	100	100	100	100
Выручка	1 371	17 708	23 250	27 586	34 655	36 901	38 925	57 124	60 545
Расходы	0	0	0	0	0	0	0	0	0
Заработная плата, налоги и сборы, связанные с заработной платой	410	1 741	2 163	2 435	2 740	3 057	3 349	4 316	4 564
Затраты на ремонт и техническое обслуживание	23	736	1 364	1 789	2 279	2 841	3 349	11 436	12 732
Амортизация	1 059	4 676	5 146	5 355	6 109	6 900	7 647	12 347	13 086
Услуги АО-энерго по содержанию сетей	65	500	555	643	733	825	900	0	0
Налоги, кроме налога на прибыль	44	174	172	207	260	277	292	428	454
Расходы по страхованию	175	580	650	753	858	966	1 055	3 384	3 580
Расходы на приобретение материалов и сырья	66	168	159	184	210	236	258	828	876
Увеличение/(уменьшение) резерва на снижение стоимости дебиторской задолженности	0	16	554	433	707	225	202	2 184	411
Расходы на социальную сферу	5	44	170	202	253	270	285	418	443
(Прибыль)/убыток от выбытия основных средств	0	27	188	0	0	0	0	0	0
Процентные расходы/(доходы)	(5)	(116)	120	729	1 689	1 406	1 180	1 185	695
Обесценение финансовых вложений	0	0	943	1 250	1 000	1 000	1 000	1 000	1 000
Технологический расход электроэнергии	0	0	0	0	4 076	4 341	4 580	6 727	7 131
Прочие расходы	90	1 577	2 309	1 931	2 426	2 583	2 725	3 999	4 238
Итого расходов	1 932	10 123	14 493	15 911	19 264	20 585	22 242	41 524	42 078
Прибыль/(убыток) до налога на прибыль	(561)	7 585	8 757	11 675	15 391	16 316	16 683	15 600	18 467
Текущий налог на прибыль	(8)	(685)	(1 012)	(2 802)	(3 694)	(3 916)	(4 004)	(3 744)	(4 432)
Отложенный налог на прибыль	137	(1 208)	(1 633)	(1 365)	(1 618)	(1 066)	(1 001)	(664)	(680)
Налог на прибыль	129	(1 893)	(2 645)	(4 167)	(5 312)	(4 982)	(5 005)	(4 408)	(5 112)
Доля меньшинства	0	0	0	0	0	0	0	0	(177)
Чистая прибыль/(убыток)	(432)	5 692	6 112	7 508	10 079	11 334	11 678	11 192	13 178

Источник: ФСК ЕЭС, расчеты Газпромбанка

Баланс

Активы	2002	2003	2004	2005П	2006П	2007П	2008П	2009П	2010П
Внеоборотные активы									
Основные средства	89 159	120 213	132 196	143 574	157 057	165 943	174 287	279 822	285 486
Долгосрочные инвестиции	0	0	0	0	0	0	0	0	0
Займы выданные	0	0	50	50	50	50	50	50	50
Прочие внеоборотные активы:	137	2 605	7 240	9 652	14 063	13 016	14 383	15 016	16 230
НДС по незавершенному строительству	0	911	2 739	2 841	3 220	2 540	3 016	3 300	3 189
Авансы, выданные	0	1 673	4 121	5 181	6 213	5 846	5 737	6 086	6 410
Строительство в Чечне	0	0	343	1 593	2 593	3 593	4 593	5 593	6 593
Строительство в Таджикистане	0	0	0	0	2 000	1 000	1 000	0	0
Прочие	0	21	37	37	37	37	37	37	37
Итого внеоборотные активы	89 296	122 818	139 486	153 276	171 170	179 009	188 719	294 888	301 766
Текущие активы									
Денежные средства и их эквиваленты	702	1 253	165	7 578	2 823	2 963	6 575	7 985	6 209
Дебиторская задолженность и авансы выданные	341	2 605	3 553	4 028	4 867	5 812	6 173	6 805	9 486
Товарно-материальные запасы	297	750	823	976	1 229	1 415	1 583	4 066	4 462
Итого текущие активы	1 340	4 608	4 541	12 582	8 919	10 190	14 331	18 855	20 157
ВСЕГО АКТИВЫ	90 636	127 426	144 027	165 859	180 089	189 200	203 050	313 742	321 923
Капитал акционеров и обязательства									
Капитал акционеров									
Акционерный капитал:									
Обыкновенные акции	90 426	119 927	121 607	121 607	121 607	121 607	121 607	121 607	121 607
Добавочный капитал	0	0	0	0	0	0	0	95 000	95 000
Накопленная прибыль/(убыток)	(433)	5 259	11 371	18 879	28 583	39 412	50 523	61 131	73 750
Итого капитал акционеров	89 993	125 186	132 978	140 486	150 190	161 019	172 130	277 738	290 357
Долгосрочные обязательства									
Займы и кредиты	0	0	5 000	19 000	16 415	17 758	12 634	6 556	7 148
Отложенный налог на прибыль	0	1 071	2 704	4 069	5 687	6 754	7 755	8 419	9 099
Итого долгосрочные обязательства	0	1 071	7 704	23 069	22 102	24 512	20 389	14 975	16 247
Доля меньшинства	0	0	0	0	0	0	0	5 000	5 177
Краткосрочные обязательства									
Займы и кредиты	0	0	1 532	0	5 000	483	7 000	8 223	1 652
Кредиторская задолженность и начисления	643	1 169	1 813	2 303	2 797	3 185	3 531	7 806	8 490
Итого краткосрочные обязательства	643	1 169	3 345	2 303	7 797	3 668	10 531	16 030	10 143
Итого обязательства	643	2 240	11 049	25 373	29 899	28 180	30 920	36 004	31 566
ВСЕГО КАПИТАЛ АКЦИОНЕРОВ И ОБЯЗАТЕЛЬСТВА	90 636	127 426	144 027	165 859	180 089	189 200	203 050	313 742	321 923

Источник: ФСК ЕЭС, расчеты Газпромбанка

Отчет о движении денежных средств

	2002	2003	2004	2005П	2006П	2007П	2008П	2009П	2010П
ДВИЖЕНИЕ ДЕНЕЖНЫХ СРЕДСТВ ОТ ОСНОВНОЙ ДЕЯТЕЛЬНОСТИ									
Прибыль / (убыток) от основной деятельности до налога на прибыль	(561)	7 585	8 757	11 675	15 391	16 316	16 683	15 600	18 467
Поправки для увязки прибыли до налога на прибыль и чистого движения денежных средств от основной деятельности									
Амортизация и износ	1 059	4 676	5 146	5 355	6 109	6 900	7 647	12 347	13 086
Увеличение/(уменьшение) резерва на снижение стоимости дебиторской задолженности	0	16	554	433	707	225	202	2 184	411
(Прибыль)/убыток от выбытия основных средств	0	27	188	0	0	0	0	0	0
Поправка на расходы, осуществленные в неденежной форме	0	1 257	1 482	1 239	1 557	1 658	1 749	2 566	2 720
Влияние изменения покупательной способности рубля	106	0	0	0	0	0	0	0	0
Прибыль от основной деятельности без учета изменений оборотного капитала и уплаченного налога на прибыль	604	13 561	16 127	18 703	23 764	25 098	26 281	32 697	34 683
Изменения в оборотном капитале:									
Уменьшение /(увеличение) дебиторской задолженности и авансов	(341)	(2 280)	(785)	(908)	(1 545)	(1 170)	(562)	(2 816)	(3 092)
Уменьшение/(увеличение) прочих оборотных средств	(9)	8	0	0	0	0	0	0	0
Уменьшение/(увеличение) товарно-материальных запасов	(288)	(462)	(73)	(153)	(253)	(186)	(168)	(2 482)	(396)
Увеличение/(уменьшение) кредиторской задолженности и начислений	420	(1 064)	(238)	490	494	388	345	4 275	684
Увеличение/(уменьшение) кредиторской задолженности по налогам	116	363	(374)	0	0	0	0	0	0
Налог на прибыль уплаченный	(8)	(685)	(1 012)	(2 802)	(3 694)	(3 916)	(4 004)	(3 744)	(4 432)
Итого поступление денежных средств от основной деятельности	494	9 441	13 645	15 330	18 766	20 214	21 892	27 930	27 447
ДВИЖЕНИЕ ДЕНЕЖНЫХ СРЕДСТВ ОТ ИНВЕСТИЦИОННОЙ ДЕЯТЕЛЬНОСТИ									
Приобретение основных средств	(75)	(11 608)	(17 129)	(16 733)	(19 592)	(15 786)	(15 990)	(17 882)	(18 750)
Инвестиции в другие компании	0	0	(943)	0	0	0	0	0	0
Займы, предоставленные	0	0	(50)	0	0	0	0	0	0
Поступления от реализации основных средств	0	2	(188)	0	0	0	0	0	0
Вложения в прочие внеоборотные активы	0	(2 584)	(4 635)	(3 652)	(5 968)	(610)	(3 116)	(3 200)	(3 934)
Итого использовано денежных средств на инвестиционную деятельность	(75)	(14 190)	(22 945)	(20 385)	(25 560)	(16 396)	(19 106)	(21 082)	(22 684)
ДВИЖЕНИЕ ДЕНЕЖНЫХ СРЕДСТВ ОТ ФИНАНСОВОЙ ДЕЯТЕЛЬНОСТИ									
Поступления в качестве оплаты акционерного капитала	283	5 300	0	0	0	0	0	0	0
Поступления от реализации неоплаченных акций	0	0	1 680	0	0	0	0	0	0
Поступления краткосрочных заемных средств	0	0	1 532	0	0	0	0	0	0
Дивиденды	0	0	0	0	(375)	(504)	(567)	(584)	(560)
Поступления от/(погашение) долгосрочных заемных средств	0	0	5 000	12 468	2 415	(3 174)	1 393	(4 855)	(5 978)
Итого денежных средств от финансовой деятельности	283	5 300	8 212	12 468	2 040	(3 678)	826	(5 439)	(6 538)
Увеличение/(уменьшение) денежных средств и их эквивалентов	702	551	(1 088)	7 413	(4 755)	139	3 612	1 410	(1 776)
Денежные средства и их эквиваленты на начало периода	0	702	1 253	165	7 578	2 823	2 963	6 575	7 985
Денежные средства и их эквиваленты на конец периода	702	1 253	165	7 578	2 823	2 963	6 575	7 985	6 209

Источник: ФСК ЕЭС, расчеты Газпромбанка

Приложение 2: Капитальные вложения, основные средства и внеоборотные активы, млн руб.

Капитальные вложения	2005П	2006П	2007П	2008П	2009П	2010П
Тех перевооружение и реконструкция	5 800	6 200	7 355	8 100	15 000	15 750
% капитализированных затрат	20%	20%	20%	20%	20%	20%
Тех перевооружение и реконструкция	1 160	1 240	1 471	1 620	3 000	3 150
Линии электропередачи и подстанции	16 445	19 731	14 489	14 840	17 000	17 850
Информационные технологии	1 250	1 080	500	500	200	200
Технологическая связь	1 200	1 200	1 000	1 000	500	500
Проектно-исследовательские работы	400	500	600	600	600	600
Безопасность	200	200	-	-	50	50
Инфраструктура	150	200	200	200	100	100
Итого	20 805	24 151	18 260	18 760	21 450	22 450
Чечня	1 250	1 000	1 000	1 000	1 000	1 000
Таджикистан (Сантгудинская ГЭС-1)	-	2 000	1 000	1 000	-	-
Итого	-	2 000	1 000	1 000	-	-
Авансы, выданные на начало периода	4 121	5 181	6 213	5 846	5 737	6 086
Чистое изменение авансов выданных	1 060	1 032	-368	-109	349	325
Авансы, выданные и не погашенные в текущем периоде	3 121	3 623	2 739	2 814	3 218	3 368
в % от капитальных вложений текущего периода	15%	15%	15%	15%	15%	15%
Зачтено авансов прошлых периодов в отчетном периоде	2 061	2 591	3 107	2 923	2 868	3 043
в % от авансов на начало периода	50%	50%	50%	50%	50%	50%
Авансы, выданные на конец периода	5 181	6 213	5 846	5 737	6 086	6 410
Основные средства и незавершенное строительство						
Основные средства	124 754	142 980	162 491	182 487	299 860	317 493
Незавершенное строительство	18 307	16 814	16 895	12 685	11 302	11 551
Фактические затраты на начало периода	143 061	159 794	179 386	195 172	311 162	329 044
Поступление основных средств и НЗС						
Доля ОС в капитальных расходах отчетного периода	30%	30%	30%	30%	30%	30%
Доля НЗС в капитальных расходах отчетного периода	70%	70%	70%	70%	70%	70%
Перевод НЗС, числящегося на начало периода в состав ОС	75%	85%	95%	105%	115%	125%
Поступило основных средств	4 496	5 219	3 946	4 054	4 635	4 851
Поступило НЗС	12 237	14 373	11 840	11 936	13 247	13 899
Переведено НЗС в состав основных средств	13 730	14 292	16 051	13 319	12 997	14 439
Поступления за период	16 733	19 592	15 786	15 990	17 882	18 750
Фактические затраты на конец периода	159 794	179 386	195 172	211 162	329 044	347 795
Среднегодовая ставка амортизации, %	4%	4%	4%	4%	4%	4%
Накопленный износ на начало периода	10 865	16 220	22 329	29 229	36 876	49 223
Амортизация по ОС, числящимся на начало периода	4 990	5 719	6 500	7 299	11 994	12 700
Амортизация по ОС, поступившим в отчетном периоде	365	390	400	347	353	386
Амортизация за период	5 355	6 109	6 900	7 647	12 347	13 086
Накопленный износ на конец периода	16 220	22 329	29 229	36 876	49 223	62 308
Остаточная стоимость ОС+НЗС на начало периода	132 196	143 574	157 057	165 943	274 287	279 822
Остаточная стоимость ОС+НЗС на конец периода	143 574	157 057	165 943	174 287	279 822	285 486
НДС по незавершенному строительству						
На начало периода	2 739	2 739	2 739	2 739	2 739	2 739
Поступило в отчетном периоде	3 383	3 993	3 401	3 404	3 735	3 923
Возмещено в отчетном периоде	3 281	3 512	3 599	3 127	3 174	3 472
На конец периода	2 841	3 220	2 540	3 016	3 300	3 189

Источник: ФСК ЕЭС, расчеты Газпромбанка

Приложение 3: Основные инвестиционные проекты ФСК ЕЭС до 2013 года

Проекты	Стоимость (текущие цены)
Выдача мощности АЭС, ТЭС и ГЭС: Кольской, Калининской, Волгодонской, Балаковской АЭС, Белоярской АЭС-2, Псковской, Конаковской, Нижневартовской, Пермской, Харанорской ГРЭС Березовской ГРЭС-1, Калининградской ТЭЦ-2, Ульяновской ТЭЦ-2, Краснодарской ТЭЦ, Уфимской ТЭЦ-5, Тюменской ТЭЦ-1, Красноярской ТЭЦ-3, Амурской ТЭЦ-1, Хабаровской ТЭЦ-3, Уссурийской ТЭЦ, Ирганайской ГЭС, Зарамагской ГЭС, Богучанской ГЭС, Бурейской ГЭС, Нижне-Бурейской ГЭС, Чагойанской ГЭС, Усть-Среднеканской ГЭС. Данная группа проектов потребует ввода 5580 км ВЛ, 4582 МВА трансформаторной мощности	Капиталовложения в размере 49 410 млн руб., из них электросетевые объекты напряжением 330 кВ и выше составят ВЛ - 3221 км, ПС - 4206 МВА, капитальные вложения - 39 700 млн руб.
Обеспечение надежного электроснабжения потребителей: ОЭС Северо-Запада, ОЭС Центра, ОЭС Средней Волги, ОЭС Северного Кавказа (в т. ч. Чеченской республики), ОЭС Урала, ОЭС Сибири, ОЭС Востока (в т. ч. Приморья), а также увеличения пропускной способности межсистемных связей: ОЭС Сибири - ОЭС Урала, ОЭС Центра - ОЭС Северного Кавказа, ОЭС Средней Волги - ОЭС Центра, ОЭС Урала - ОЭС Средней Волги, Комизэнерго - Архэнерго, Колэнерго - Карелэнерго - Ленэнерго, Дагэнерго - с центральной и западной частью ОЭС Северного Кавказа, Тюменьэнерго - Урал - Центр, Новосибирскэнерго - Омскэнерго, Бурятэнерго - Читэнерго, Хабаровскэнерго - Дальэнерго. Данная группа проектов потребует ввода ВЛ протяженностью 21562 км, в том числе 10380 км ВЛ 330 кВ и выше, трансформаторов мощностью 44258 МВА, в том числе 20129 МВА на ПС напряжением 330 кВ и выше,	Капиталовложения в размере 179936 млн руб., в том числе на электросетевые объекты напряжением 330 кВ и выше 106 600 млн руб.
Обеспечение надежного электроснабжения Калининградской области в условиях вывода из эксплуатации энергоблоков Игналинской АЭС. Данный проект потребует ввода 1501 МВА трансформаторной мощности (501 МВА в ОРУ Смоленской АЭС и 1000 МВА на ПС 750 кВ Белорусская)	Капиталовложения в размере 675 млн. руб.
Расширение экспортных возможностей в Финляндию, Азербайджан, Китай. Данный проект потребует ввода 385 км воздушных линий, 626 МВА трансформаторной мощности, в том числе для электрических сетей напряжением 330 кВ и выше соответственно 355 км ВЛ, 626 МВА	Капиталовложения в размере 5620 млн руб. в том числе для электрических сетей напряжением 330 кВ и выше 5 400 млн. руб.

Источник: ФСК ЕЭС

АБ «Газпромбанк» (ЗАО)

117420, г. Москва, ул. Наметкина, 16, стр. 1
(Офис: ул. Новочеремушкинская, 63)

Аналитика долгового рынка

Михаил Зак
+7 (095) 980-41-43
Michael.Zak@gazprombank.ru

Электроэнергетика

Максим Мошков
+7 (095) 913 7826
Maxim.Moshkov@gazprombank.ru

Иван Хромушин
+7 (095) 980 4389
Ivan.Khromushin@gazprombank.ru

Департамент рынков заемного капитала

Игорь Русанов
+ 7(095) 913-78-61
Igor.Roussanov@gazprombank.ru

Павел Исаев
+ 7(095) 980-41-34
Pavel.Isaev@gazprombank.ru
Александр Алистратов
+ 7(095) 719-19-82
Alexander.Alistratov@gazprombank.ru

-
1. В течение последних 12 месяцев АБ «Газпромбанк» (ЗАО), его аффилированные структуры/представительства получали комиссионное вознаграждение за оказание инвестиционно банковских услуг Компании.
 2. В течение последних 12 месяцев АБ «Газпромбанк» (ЗАО), его аффилированные структуры/представительства совершали торговые операции с ценными бумагами Компании
 3. АБ «Газпромбанк» (ЗАО) является организатором облигационного выпуска ОАО «ФСК ЕЭС» 3-й серии

Важная информация: 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 отчета не берут на себя ответственность за действия, предпринятые на основе изложенной в этом отчете информации и мнений. С появлением новой рыночной информации позиция авторов может меняться.