

RAV-ТАРИФООБРАЗОВАНИЕ ДЛЯ СЕТЕВЫХ КОМПАНИЙ: ПОСЛЕДСТВИЯ ДЛЯ КРЕДИТНОГО КАЧЕСТВА

ДМИТРИЙ ТУРМЫШЕВ +7 495 647-2589
dmitry.turmyshev@trust.ru

Текущий год стал для российских электросетевых компаний переломным: с 1 января они все должны были перейти на принципы долгосрочного тарифообразования. Большинство из них будут использовать принцип RAV (Return Asset Base) или принцип «доходности инвестированного капитала». За не совсем понятным названием кроется очевидная выгода как для самих компаний, так и для долговых инвесторов, ориентированных на эту отрасль.

Долгосрочные тарифы, построенные на принципе RAV, дают возможность прогнозировать денежные потоки электросетевой компании на 5 лет вперед, а это позволяет привлекать компаниям долгосрочное финансирование на реализацию инвестиционной программы. Однако в отрасли сохраняются и существенные риски, главным из которых мы считаем риск «ручного» вмешательства регуляторов в долгосрочные тарифы для еще большего сдерживания роста тарифов.

На наш взгляд, переход на RAV неизбежно подтолкнет электросетевые компании к активному выходу на публичный долговой рынок. И если сейчас на рублевом рынке облигаций присутствуют лишь несколько имен с не слишком ликвидными бондами, к концу 2011 г. – середине 2012 г. можно ожидать полноценного оживления в секторе электроэнергетики за счет новых выпусков ФСК и дочерних компаний МРСК Холдинга.

ПОСЛЕДСТВИЯ РЕОРГАНИЗАЦИИ РАО ЕЭС

Реформирование энергетического сектора России, которое вылилось в реорганизацию РАО ЕЭС, привело к отказу от вертикально интегрированной корпоративной модели. Электроэнергетический бизнес был разделен на потенциально конкурентный (генерацию) и естественно-монопольный (инфраструктуру и сбыт). В результате реформы генерирующие активы: 6 тепловых ОГК, РусГидро, Росэнергоатом и 14 ТГК были отделены от компаний, на балансы которых перешли инфраструктурные объекты по передаче и распределению электроэнергии.

Учитывая стратегическую важность инфраструктуры по передаче электроэнергии, доля государства в созданных компаниях законодательно не должна быть ниже контрольной. Управление магистральными сетями с классом напряжения от 220 кВ перешло ФСК, доля государства в капитале которой превышает 75%, межрегиональные же сети меньшей мощности были переданы на баланс нескольких МРСК. Контрольные пакеты большинства из них были переданы государственной компании МРСК Холдинг.

Одной из основных проблем сетевых компаний России является значительная изношенность основных средств (около 50% для ФСК и более 65% – для МРСК) и, как следствие, острая необходимость в их обновлении. Но поскольку отрасль относится к разряду естественно-монопольных, все ставки тарифов, а значит и приблизительный объем выручки, являются областью жесткого регулирования через федеральную службу по тарифам (ФСТ). Такой подход в значительной мере ограничивает потенциальный объем инвестиций в отрасль, что перекладывает всю нагрузку по обновлению инфраструктуры на государство. Объем необходимых инвестиций настолько велик, что это не позволяет надеяться даже на замещение устаревающих мощностей, не говоря уже об их обновлении. Попыткой решить эту проблему является стремление привлечь в отрасль крупных долгосрочных инвесторов. Для этого было необходимо законодательно перейти на новые принципы тарифообразования, которые бы включали не только текущие издержки компаний, но и их потенциальные инвестиции, а также устанавливали тарифы на более длительные сроки. Одним из таких методов стало RAV-тарифообразование, уже более 20 лет успешно применяемое в европейских странах.

ОСОБЕННОСТИ НОВОГО ТАРИФООБРАЗОВАНИЯ

До 2009 г. включительно в российском электросетевом сегменте применялся принцип «Затраты+», который предполагал покрытие текущей себестоимости передачи электроэнергии с учетом небольшой премии, которая предназначалась для реновации оборудования. Согласно этому подходу, тарифы пересматривались ежегодно, что не позволяло планировать долгосрочные инвестиционные программы и, как следствие, не стимулировало сетевые компании к снижению себестоимости передачи электроэнергии и увеличению инвестиций в инфраструктуру.

Тарифообразование на основе доходности инвестированного капитала (RAV-тарифообразование) в теории должно решить большинство из этих проблем. Для расчета тарифа на основе метода RAV используется понятие Необходимой валовой выручки (НВВ), которая и рассчитывается на 3 или 5 лет вперед, исходя из заранее установленных параметров:

- уровня себестоимости, который складывается из подконтрольных и неподконтрольных издержек;
- начальной базы капитала или того, сколько компания уже инвестировала на момент принятия тарифа;
- объема запланированных на ближайший тарифный период инвестиций;



- норм доходностей на «старый» и «новый» капитал, достаточных для привлечения новых инвестиций и соответствующих риску инвестирования в компанию

Стоит отметить, что все 4 величины должны утверждаться ФСТ для каждой компании в отдельности при соблюдении ряда общих принципов:

- Возврат инвестированного капитала производится в течение 35 лет
- Тариф устанавливается на 3 или 5 лет; его пересмотр осуществляется на основе выполнения инвестиционной программы и соблюдения принципа «сглаживания тарифа».

Здесь стоит остановиться чуть подробнее:

Издержки, подконтрольные компании, устанавливаются однократно на весь срок регулирования (3 или 5 лет), а это создает стимулы инвестировать в эффективность и понижать себестоимость передачи. Такая идея становится еще более актуальной, когда осуществленные инвестиции снижают потери при передаче и повышают общую эффективность компании. Неподконтрольные издержки, в частности потери в сетях и плата ФСК, пересматриваются каждый год на основе фактических данных.

Принцип «сглаживания тарифа» будет применяться в переходном периоде для предотвращения кратного роста расходов потребителей на электроэнергию. Он основан на ограничении годового роста тарифа за счет возможности переноса части выручки на несколько следующих лет. Сглаживание может быть осуществлено в пределах 12% от необходимой валовой выручки в год и с учетом максимального роста тарифов, причем сглаживание означает не только уменьшение НВВ в первые годы применения нового тарифообразования, но и ее увеличение в последующие годы.

Наряду с явными преимуществами у тарифообразования по методу RAB есть и недостатки. Во-первых, это существенный рост тарифов для конечных потребителей в переходном периоде, который лишь частично снижается «сглаживанием тарифа». Во-вторых, это необходимость оценки базы инвестированного капитала у каждой компании и утверждения этой величины в ФСТ, что требует существенных временных и финансовых затрат от самих компаний. И, наконец, в-третьих, сетевые компании лишаются дополнительного источника доходов, а именно инвестиционной составляющей платы за технологическое подключение, что для некоторых сетевых компаний – значительная доля выручки.

ПРИМЕР РАСЧЕТА НВВ ПО МЕТОДИКЕ RAB

Понять основы принципа формирования тарифов на основе RAB проще всего на примере:

- Пусть начальная база капитала компании была установлена на уровне RUB35 млрд.;
- Износ основных средств составляет 50%;
- Операционные издержки составляют RUB4 млрд. в год, и не должны расти;
- Период тарифного регулирования – 5 лет;
- Инвестиционная программа сетевой компании будет составлять RUB17.5 млрд., расходы на нее равномерно распределены на 5 лет;
- Параметры доходности на «старый» и «новый» капитал устанавливаются аналогично холдингу МРСК

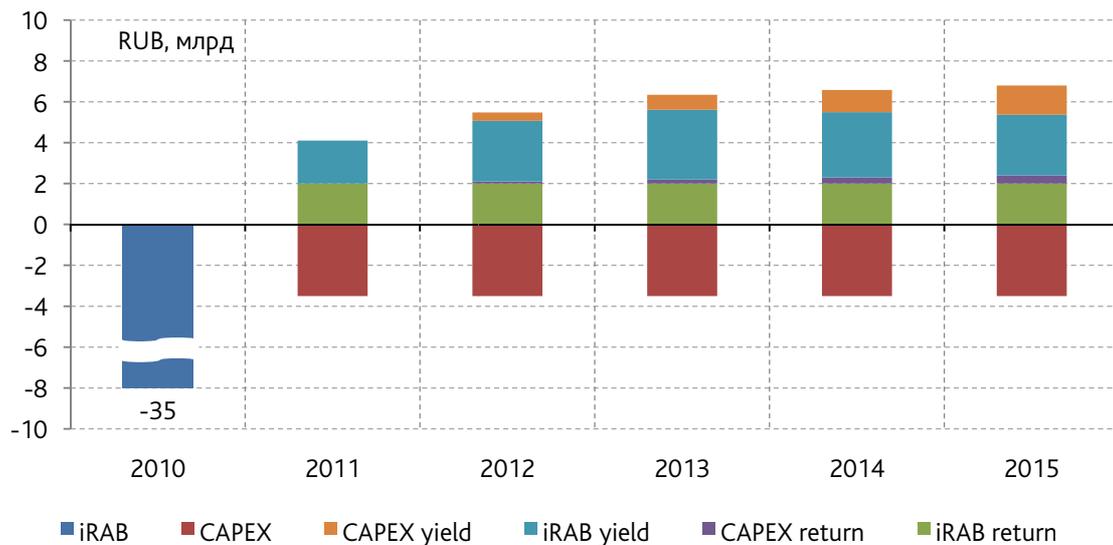
| | 2010 | 2011 | 2012 | 2013 | 2014 |
|--|------|------|------|------|------|
| Доходность капитала, существующего на 01.01.2011 года, % | 6% | 9% | 11% | 11% | 11% |
| Доходность нового инвестированного капитала, % | 12% | 12% | 11% | 11% | 11% |
| Срок возврата инвестированного капитала, лет | 35 | 35 | 35 | 35 | 35 |

Исходя из указанных параметров, можно получить планируемый уровень необходимой валовой выручки на ближайшие 5 лет.

Как хорошо видно из диаграммы 1, наибольший негативный эффект для потребителей наблюдается в первые годы перехода на новый вид тарифообразования. Из-за учета необходимого дохода на «старый» инвестированный капитал (iRAB yield) и его постепенного возврата (iRAB return) надбавка к тарифу может составить более 50% по сравнению со старым методом «Затраты+». Мы смоделировали случай, в котором операционные затраты составляют около RUB4 млрд. В первый год нового тарифообразования расходы потребителей на передачу электроэнергии должны будут вырасти более чем в 2 раза! Если попытаться снизить эффект перехода к новому типу тарифообразования за счет сглаживания, рост тарифа в первый год все равно оказывается очень значительным (около 75-80%).



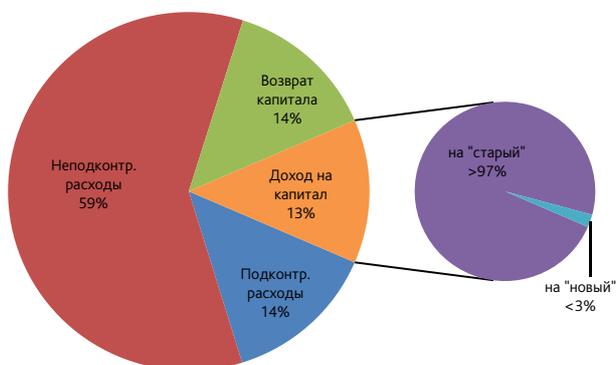
ДИАГРАММА 1. ИНВЕСТИЦИОННАЯ НАДБАВКА К НВВ, СФОРМИРОВАННОЙ ПО МЕТОДУ RAB



Источник: НБ ТРАСТ

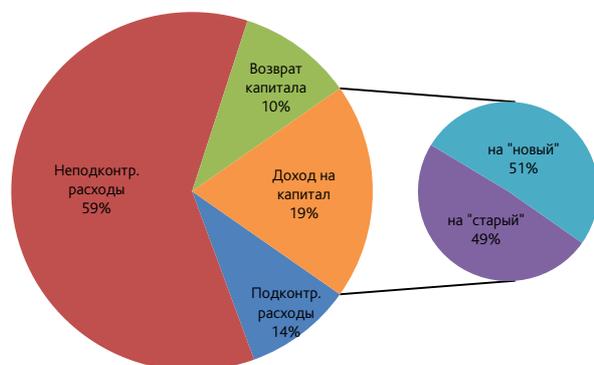
В нашем модельном случае наибольший вклад в новый тариф вносил возврат старого капитала (iRAB return), однако важно, что вес каждой составляющей в финальном тарифе в течение всего долгосрочного периода будет меняться. Ведь при постепенной реализации инвестиционной программы будет расти и вклад возврата «нового» капитала (CAPEX return), и его доходности (CAPEX yield), а вклад доходности «старого» капитала (iRAB yield) будет постепенно снижаться из-за уменьшения его базы. Эту динамику можно проследить по планируемым тарифам Ленэнерго, которые уже были утверждены ФСТ. В частности, при сохранении операционных расходов на стабильном уровне (около 73% от НВВ), доля дохода на «новый» капитал возрастает с 0 до приблизительно 9%.

ДИАГРАММА 2. СТРУКТУРА НВВ ЛЕНЭНЕРГО В 2011 Г.



Источник: данные компаний, расчеты НБ ТРАСТ

ДИАГРАММА 3. СТРУКТУРА НВВ ЛЕНЭНЕРГО В 2015 Г.



Источник: данные компаний, расчеты НБ ТРАСТ

АЛЬТЕРНАТИВНЫЕ ПОДХОДЫ К ДОЛГОСРОЧНОМУ ТАРИФООБРАЗОВАНИЮ

Из-за того, что переход на RAB-тарифообразование связан с рядом сложностей, а всем распределительным компаниям с 1 января 2011 г. законодательно было предписано перейти на долгосрочные тарифы (закон «Об энергосбережении»), ФСТ позволила части из них использовать более простой метод тарифообразования. Этот метод, построенный на долгосрочных параметрах, во многом похож на ранее используемый принцип «Затраты+». Он учитывает текущие операционные затраты, амортизацию и объем инвестиционной программы с учетом доходности на новый инвестированный капитал. Однако уровень операционных затрат устанавливается не на год, а на более длительный срок, и затем индексируется на величины официальной инфляции.

Самым важным недостатком этого метода является, пожалуй, отсутствие реальной оценки базы инвестированного капитала и, как следствие, более низкие базовые тарифы на передачу электроэнергии. К отрицательным чертам данного метода тарифообразования можно отнести также отсутствие прямой связи устанавливаемых тарифов с объемом инвестиционной программы компании. Как следствие, инвесторы не получают гарантированную доходность на инвестированный в сетевую



компанию капитал, что делает инвестиции в отрасль значительно более рискованными. Это приводит к существенному снижению привлекательности компаний, тарифы которой формируются на основе пусть долгосрочных, но индексных методов.

Весомым достоинством данного метода тарифообразования является сохранение платы за технологическое присоединение, что делает следование этому принципу привлекательным для тех компаний, у которых в выручке велика доля статьи за технологическое присоединение, а также для тех, у которых размер согласованных амортизационных отчислений больше, чем размер планируемой инвестиционной программы.

ВЛИЯНИЕ RAB-ТАРИФООБРАЗОВАНИЯ НА КРЕДИТНОЕ КАЧЕСТВО СЕТЕВЫХ КОМПАНИЙ

Заложенная в RAB-тарифы необходимая доходность на «старый» и новый инвестированный капитал очень важна для кредитного профиля сетевой компании. На данный момент доходность на новый инвестированный капитал составляет для ФСК 11% на ближайшие два года и 10% – на последующие. Для МРСК Холдинга эти цифры составляют 12% и 11% соответственно. Что это говорит инвесторам? Фактически любой привлеченный на инвестиционную программу долг под ставку ниже установленной в тарифе будет обслуживаться без каких-либо угроз финансового характера. Таким образом, сетевые компании, перешедшие на RAB-тарифообразование и привлекающие долг на инвестиционную программу, становятся крайне привлекательными заемщиками как для банков, так и для публичных кредиторов. Ключевой фактор поддержки их кредитного качества – стабильность и предсказуемость денежных потоков, которые заведомо покрывают объем запланированной инвестиционной программы. Возврат инвестированного капитала дает гарантию того, что весь объем привлеченного долгового финансирования будет возвращен максимум за 35 лет. Нормативно установленная структура капитала сетевых компаний, переходящих на RAB, выглядит как 70% – собственный, 30% – долговой капитал, а это гарантирует возврат кредитов значительно быстрее, чем за 35 лет.

Именно с этим связаны обширные планы ФСК по публичным заимствованиям. При утвержденной на ближайшие 5 лет инвестиционной программе в объеме более RUB950 млрд. компания планирует до конца 2012 г. занять на публичном рынке около RUB180 млрд. Т.е. порядка 30% всей инвестиционной программы на ближайшие 3 года будет профинансировано исключительно за счет увеличения долга.

ТЕКУЩИЙ УРОВЕНЬ ПРОНИКНОВЕНИЯ RAB-ТАРИФООБРАЗОВАНИЯ

При всей привлекательности тарифообразования по методу RAB не все сетевые компании России перешли на него. В настоящее время полностью перешли на RAB-тарифообразование ФСК и около 85% компаний МРСК Холдинга.

| Компания | Начальная база капитала на 1.01.2011, RUB млрд. | Продолжительность долгосрочного регулирования, лет |
|-------------------------|--|---|
| ФСК ЕЭС | 648 | 5 |
| МОЭСК | 184 | 5 |
| Ленэнерго | 80 | 5 |
| МРСК Центра | 119 | 5 |
| МРСК Центра и Приволжья | 87 | 5 |
| МРСК Волги | 79 | 5 |
| МРСК Урала | 66 | 5 |

Источник: данные компаний

Часть дочерних компаний МРСК холдинга с 1 января текущего года полностью не перешла на RAB: некоторые региональные компании будут использовать метод долгосрочного индексирования. Наибольшая доля индексирования приходится на МРСК Северо-Запада, где лишь 3 из 7 региональных компаний с 1.01.2011 используют RAB.

| Компания | Доля компаний с тарифами, рассчитываемыми по индексному методу | Продолжительность долгосрочного регулирования, лет |
|------------------------|--|---|
| МРСК Северо-Запада | 4 из 7 | 3 |
| МРСК Юга | 2 из 5 | 3 |
| МРСК Сибири | 2 из 7 | 3 |
| МРСК Северного Кавказа | 1 из 7 | 3 |

Источник: данные компаний



ФСК

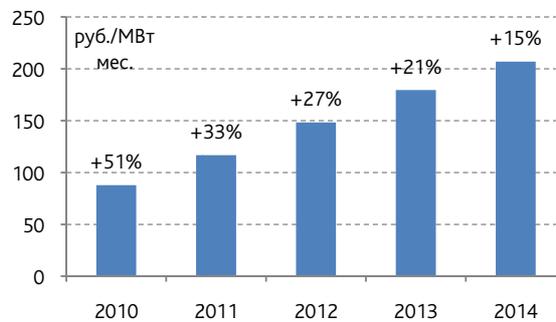
ФСК первой из российских сетевых компаний полностью перешла на RAB-тарифообразование, начав его еще с 2010 г. Основные параметры нового принципа тарифообразования, утвержденные ФСТ, были следующими:

| Наименование параметра | 2010 | 2011 | 2012 | 2013 | 2014 |
|---|-------|-------|-------|-------|-------|
| Размер инвестированного капитала на 01.01.2010 года (первоначальная база капитала), RUB млрд. | 648 | | | | |
| Доходность капитала, существующего на 01.01.2010 года, % | 3.9% | 5.2% | 6.5% | 7.8% | 9.1% |
| Доходность нового инвестированного капитала, % | 11% | 11% | 11% | 10% | 10% |
| Срок возврата инвестированного капитала, лет | 35 | 35 | 35 | 35 | 35 |
| Объем инвестиционной программы, RUB млрд. | 170.5 | 189.6 | 194.6 | 197.8 | 199.9 |

Источник: данные компании

Запланированная и утвержденная инвестиционная программа на первый период регулирования до 2014 г. составила около RUB952 млрд. Исходя из утвержденных параметров RAB, новые базовые тарифы составили:

ДИАГРАММА 4. БАЗОВЫЕ ТАРИФЫ ФСК НА ПЕРИОД 2010-2014 Г.

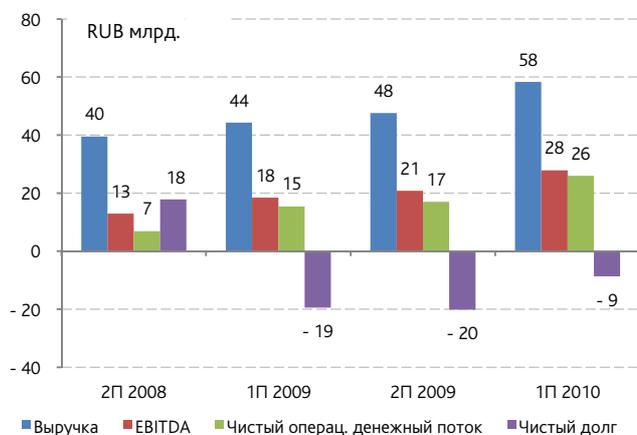


Источник: данные компании, расчет НБ ТРАСТ

Прекрасно видно, что в первые годы применения нового принципа тарифообразования рост тарифов наиболее высокий, хотя инвестиционная программа распределена на 5 лет относительно равномерно.

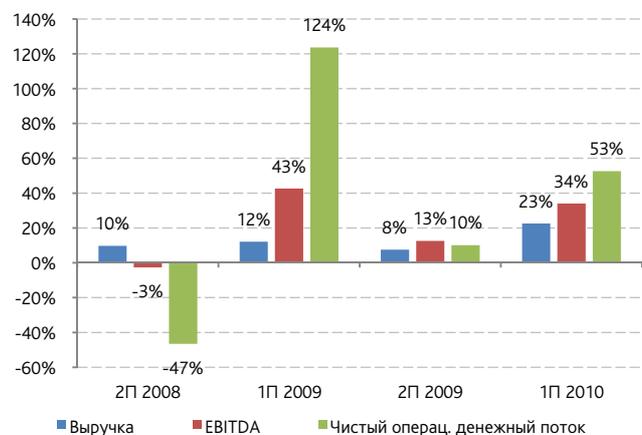
Первые результаты нового принципа можно оценивать пока только по доступной отчетности за 1П 2010 г. Можно с осторожностью утверждать, что в 1П 2010 г. рост операционных показателей ускорился по отношению ко 2П 2009 г. (Резкий рост показателей в 1П 2009 г. связан с эффектом низкой базы, ведь 2П 2008 г. было для большинства компаний провальным из-за начавшегося экономического кризиса.) Показательной должна будет стать отчетность компании за 2010 г., по которой и можно будет судить о первых результатах внедрения RAB более предметно.

ДИАГРАММА 5. РЕЗУЛЬТАТЫ ФСК ПО МСФО



Источник: данные компании, расчеты НБ ТРАСТ

ДИАГРАММА 6. ДИНАМИКА РЕЗУЛЬТАТОВ ФСК



Источник: данные компаний, расчеты НБ ТРАСТ

Одно из главных недостатков RAB-тарифообразования, а именно отсутствие платы за техническое подключение, на ФСК не оказало существенного влияния из-за его малой доли в выручке компании.



МОЭСК

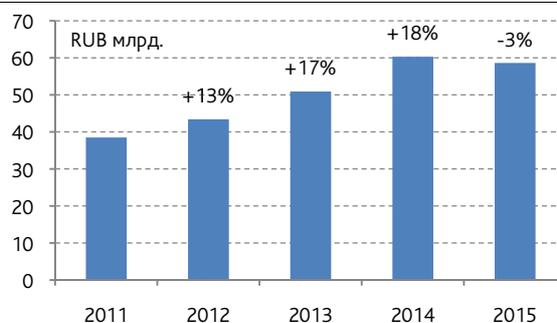
МОЭСК, как одна из дочерних компаний МРСК Холдинга, должна была перейти на долгосрочное тарифообразование с 1.01.2011 г., однако до последних дней 2010 г. не были известны основные параметры тарифообразования, в частности не был опубликован размер базового капитала. Параметры доходностей на «новый» и «старый» капитал были установлены едиными для всех дочерних компаний МРСК Холдинга.

| Наименование параметра | 2011 | 2012 | 2013 | 2014 | 2015 |
|---|------|------|------|------|------|
| Размер инвестированного капитала на 01.01.2011 года (первоначальная база капитала), RUB млрд. | 180 | | | | |
| Доходность капитала, существующего на 01.01.2011 года, % | 6% | 9% | 11% | 11% | 11% |
| Доходность нового инвестированного капитала, % | 12% | 12% | 11% | 10% | 10% |
| Срок возврата инвестированного капитала, лет | 35 | 35 | 35 | 35 | 35 |

Источник: данные компании

МОЭСК не раскрывает детальных планов по инвестиционной программе на 2011-2015 гг., однако РЭК Москвы опубликовал некоторые параметры RAB, которые были использованы для формирования долгосрочных тарифов МОЭСК. Наибольшую ценность имеют цифры по необходимой валовой выручке, которая закладывается при расчете конечных тарифов для потребителей.

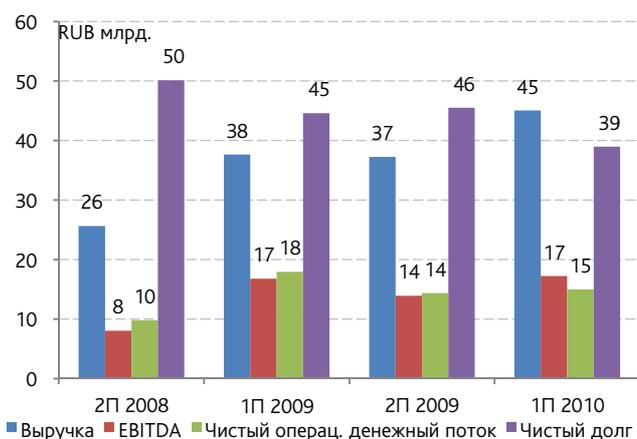
ДИАГРАММА 7. НВВ МОЭСК В МОСКВЕ БЕЗ УЧЕТА ОПЛАТЫ ПОТЕРЬ



Источник: данные компании, расчет НБ ТРАСТ

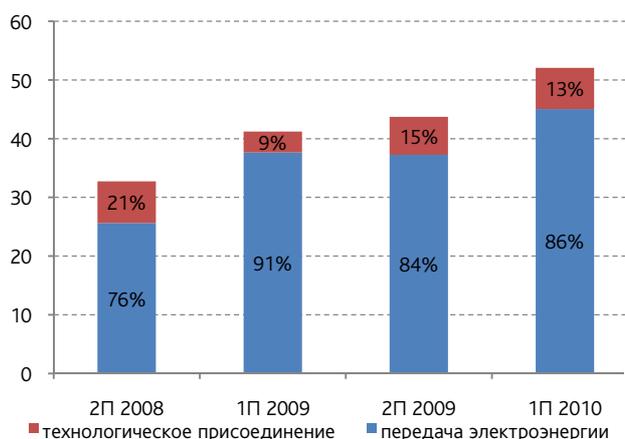
Влияние RAB на финансовые показатели МОЭСК начнет сказываться только в текущем году. Однако интересно посмотреть, насколько сильно снизится выручка компании из-за отмены платы за инвестиционную составляющую технологического подключения.

ДИАГРАММА 8. РЕЗУЛЬТАТЫ МОЭСК ПО МСФО



Источник: данные компании, расчеты НБ ТРАСТ

ДИАГРАММА 9. СОСТАВ ВЫРУЧКИ МОЭСК



Источник: данные компаний, расчеты НБ ТРАСТ

Выручка за счет технологического подключения – весьма волатильная величина, которая не превышала в выручке МОЭСК 15%, поэтому, как нам кажется, рост НВВ должен перекрыть потери от выбытия этой статьи доходов. Кроме того, часть выручки от технологического присоединения сохранится за счет уже заключенных контрактов на подключение и постепенного их исполнения в течение ближайших лет.



ЛЕНЭНЕРГО

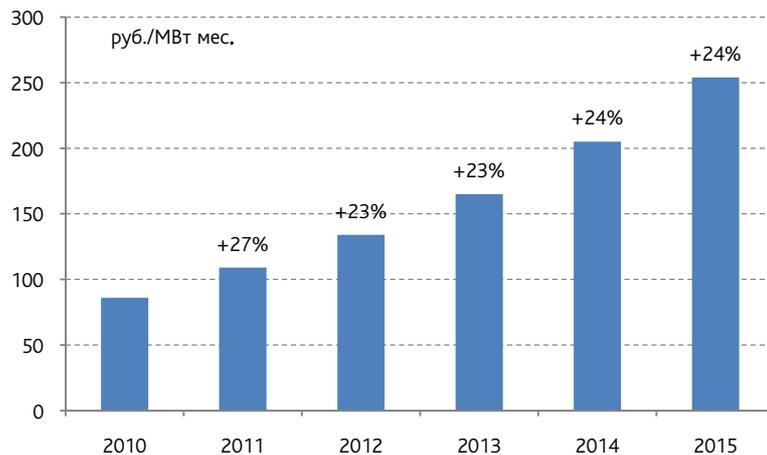
Из рассматриваемых нами электросетевых компаний Ленэнерго можно назвать наиболее прозрачной в плане раскрытия информации, касающейся переходу на RAB. Базовые параметры, используемые для расчета долгосрочных тарифов, совпадают с параметрами, принятыми для МРСК Холдинга, с учетом размера базового инвестированного капитала в RUB78.6 млрд. и объема инвестиционной программы на 2011-2015 гг в RUB102.8 млрд.

| Наименование параметра | 2011 | 2012 | 2013 | 2014 | 2015 |
|---|------|------|------|------|------|
| Размер инвестированного капитала на 01.01.2011 года (первоначальная база капитала), RUB млрд. | 78 | | | | |
| Доходность капитала, существующего на 01.01.2011года, % | 6% | 9% | 11% | 11% | 11% |
| Доходность нового инвестированного капитала, % | 12% | 12% | 11% | 10% | 10% |
| Срок возврата инвестированного капитала, лет | 35 | 35 | 35 | 35 | 35 |
| Объем инвестиционной программы, RUB млрд. | 22.6 | 22.6 | 20.1 | 21.2 | 16.3 |

Источник: данные компании

Динамика среднетарифных тарифов Ленэнерго на ближайшие 5 лет в целом повторяет тенденцию для других компаний, перешедших на RAB.

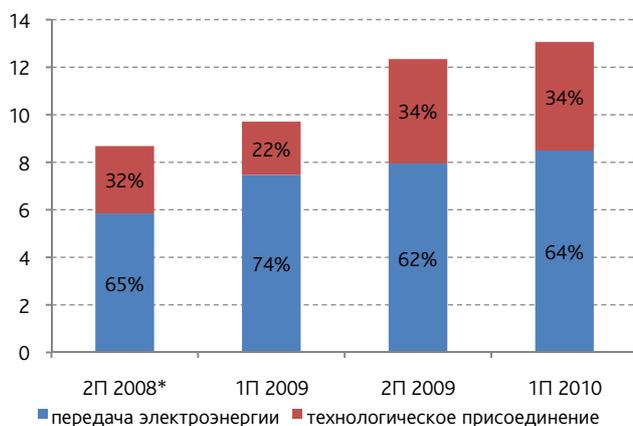
ДИАГРАММА 10. СРЕДНЕОТПУСКНЫЕ ТАРИФЫ ЛЕНЭНЕРГО



Источник: данные компании, расчет НБ ТРАСТ

Если для МОЭСК вклад платы за технологическое подключение в совокупную выручку не превышает 15%, то для Ленэнерго эта статья доходов значительно более существенна.

ДИАГРАММА 11. СТРУКТУРА ВЫРУЧКИ ЛЕНЭНЕРГО



* интерполированные данные на основе отчетности за 2008 г.
Источник: данные компании, расчеты НБ ТРАСТ

ДИАГРАММА 12. ПЛАНИРУЕМАЯ СТРУКТУРА ВЫРУЧКИ ЛЕНЭНЕРГО



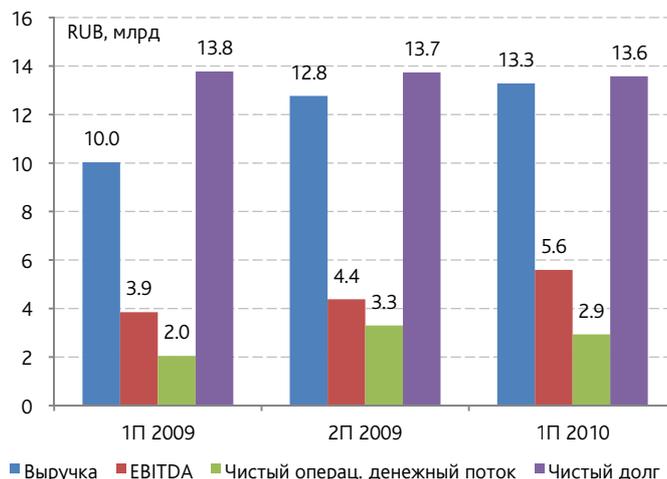
Источник: данные компании, расчеты НБ ТРАСТ



Судя по планам компании, плата за технологические подключения сохранится еще как минимум ближайшие 5 лет, а рост среднеотпускных тарифов примерно в 24-25% в год перекроет снижение выручки по этой статье доходов.

Согласно планам Ленэнерго, переход на RAB должен благотворно повлиять на долговую нагрузку компании. Планируется, что основная часть долга будет долгосрочной, а отношение краткосрочного долга к EBITDA уже в следующем году снизится до 1.3х, а к концу первого 5-летнего срока регулирования будет и вовсе составлять 0.2х. В отличие от ФСК, по всей видимости, Ленэнерго не будет активно привлекать долг для финансирования инвестиционной программы, поэтому предложение компании на рынке облигаций будет ограниченным.

ДИАГРАММА 13. РЕЗУЛЬТАТЫ ЛЕНЭНЕРГО ПО МСФО



* Ленэнерго не раскрывало результаты по МСФО за 1П 2008 г
Источники: данные компаний, расчеты НБ ТРАСТ

ПОСЛЕДНИЕ РЕШЕНИЯ ПРАВИТЕЛЬСТВА РФ И ИХ ВЛИЯНИЕ НА СЕТЕВЫЕ КОМПАНИИ

При всей привлекательности отрасли серьезные риски для инвесторов по-прежнему существуют. По всей видимости, в ближайшее время именно негативные для отрасли регуляторные решения будут основным источником этих рисков.

В частности, 18 февраля Правительство РФ обсуждало вопрос о снижении тарифов энергетических компаний для удержания роста тарифов для конечных потребителей на уровне не выше 15%. Для этого планируется уменьшить совокупную выручку всех энергетических компаний на RUB64 млрд. посредством коррекции тарифов, которая, по плану, может затронуть как генерирующие, так и электросетевые компании.

Рассматривается вопрос об экономии RUB25 млрд. на тарифах распределительных компаний за счет внесения корректив в их инвестиционную программу. Инвестиции ФСК сохраняют на прежнем уровне, однако дополнительные RUB5 млрд. экономии получают за счет применения более агрессивного сглаживания и переноса части выручки на более поздние сроки. Полностью регулируемые сетевые компании никак не смогут компенсировать потери в выручке. Как следствие, им придется или сократить инвестиционную программу и пересмотреть долгосрочные тарифы, исходя из новых цифр, или увеличить объем заимствований.

Решение Правительства стало для рынков полной неожиданностью, ведь тарифы на ближайшие годы для сетей были уже утверждены ФСТ. И хотя в абсолютных величинах размер экономии выглядит не слишком существенным как для генерирующих, так и для сетевых компаний, сам факт того, что даже долгосрочные тарифы могут быть изменены по решению Правительства, оказывает существенное негативное влияние на инвестиционную привлекательность сектора. Основной идеей долгосрочных тарифов сетевых компаний является именно хорошая предсказуемость их денежных потоков и, как следствие, гарантия возврата инвестиций. В случае принятия решения о коррекции тарифов, говорить о предсказуемости операционных показателей компаний будет уже крайне сложно.

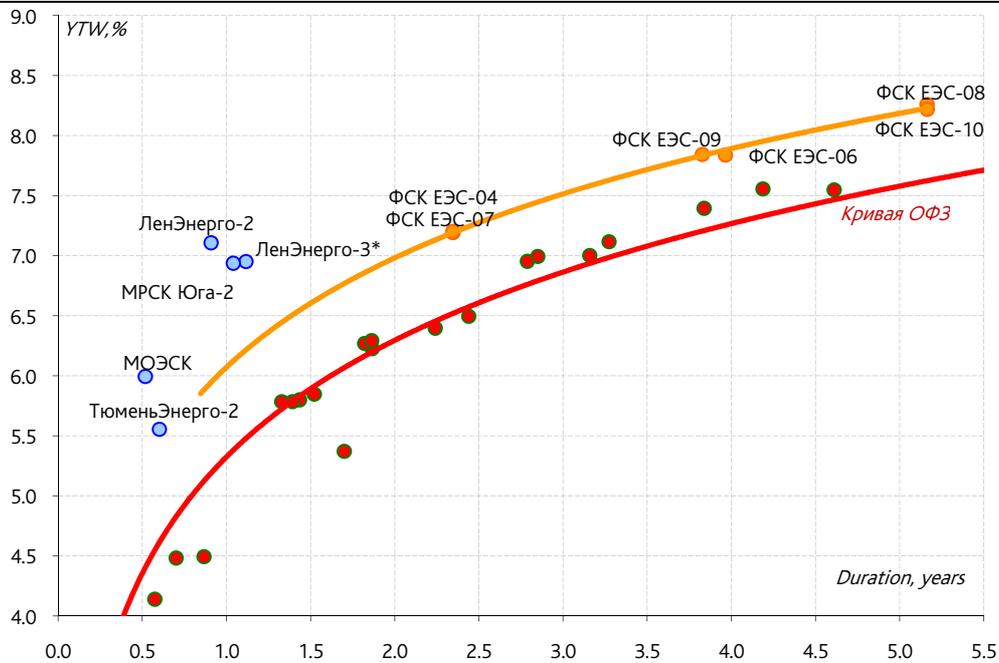
ПРЕДЛОЖЕНИЕ СЕТЕВЫХ КОМПАНИЙ НА РЫНКЕ ОБЛИГАЦИЙ

Предложение электросетевых компаний на российском рынке облигаций не слишком велико как по суммарному объему, так и по количеству имен. Из RUB77.7 млрд. совокупного объема облигаций, RUB56.0 млрд. приходится на бумаги ФСК (всего 7 выпусков), которые уже формируют кривую. Эта кривая имеет премию к кривой ОФЗ в размере всего 40-50 бп, этот уровень выглядит справедливо как с точки зрения кредитных рейтингов, так и с точки зрения финансовых показателей компании. Таким образом, кривую ФСК можно считать полноценным бенчмарком как для старых, так и для потенциально новых эмитентов отрасли передачи электроэнергии.



На данный момент дочерние компании МРСК Холдинга, которые перешли на RAB, торгуются почти на одном уровне по доходности, предлагая премию к кривой ФСК в размере 70-90 бп. Однако все обращающиеся сейчас на рынке выпуски Ленэнерго, МОЭСК и Тюменьэнерго уже имеют дюрацию около 1 года или менее, что означает крайне низкий спекулятивный потенциал в этих бумагах. Кроме того, это подталкивает на мысль о том, что в скором времени можно будет ожидать новых предложений от этих компаний как для рефинансирования текущей задолженности на более выгодных для себя условиях, так и для финансирования инвестиционной программы.

ДИАГРАММА 14. РУБЛЕВЫЕ ОБЛИГАЦИИ ЭЛЕКТРОСЕТЕВЫХ КОМПАНИЙ



Источник: ММВБ, расчет НБ ТРАСТ

КОНТАКТНАЯ ИНФОРМАЦИЯ

ГЛАВА ИНВЕСТИЦИОННОГО БЛОКА

Игорь Потапов

+7 (495) 647-90-44

ДИРЕКЦИЯ АНАЛИЗА ЭКОНОМИКИ И ФИНАНСОВЫХ РЫНКОВ

ДИРЕКЦИЯ ФИНАНСОВЫХ РЫНКОВ

Леонид Игнатьев +7 (495) 647-23-60

Дмитрий Игумнов +7 (495) 647-25-98

Департамент макроэкономики и стратегии

Торговые операции

Роман Дзугаев +7 (495) 647-23-64

Андрей Труфакин +7 (495) 789-60-58

Мария Помельникова +7 (495) 789-35-94

Алексей Тодоров +7 (495) 647-23-62

Кирилл Коваленко +7 (495) 647-25-97

Департамент кредитного анализа

Клиентские продажи

Сергей Гончаров +7 (495) 786-23-48

Александр Хлопецкий +7 (495) 647-28-39

Юлия Сафарбакова +7 (495) 647-23-59

Олеся Курбатова +7 (495) 647-25-90

Дмитрий Турмышев +7 (495) 647-25-89

Артем Петросьян +7 (495) 647-25-67

Яна Шнайдер +7 (495) 647-25-74

Выпускающая группа +7 (495) 789-36-09

sales@trust.ru

Татьяна Андриевская

Николай Порохов

research.debtmarkets@trust.ru

Департамент количественного анализа и информационного развития

Светлана Федоровых +7 (495) 786-23-46

REUTERS: TRUST

TRUSTBND/RUR1 ОФЗ
TRUSTBND/RUR2 Субфедеральные облигации
TRUSTBND/RUR3 Телекоммуникационные облигации
TRUSTBND/RUR4 Корпоративные еврооблигации
TRUSTBND/RUR5 Корпоративные еврооблигации
TRUSTBND/EUR1 Суверенные и субфедеральные еврооблигации
TRUSTBND/EUR2 Корпоративные еврооблигации (нефть и газ, телеком)
TRUSTBND/EUR3 Корпоративные еврооблигации (промышленность)
TRUSTBND/EUR4 Корпоративные еврооблигации (банки и финансы)
TRUSTBND/EUR5 Корпоративные еврооблигации (банки и финансы)
TRUSTBND/EUR6 Корпоративные еврооблигации (банки и финансы)
TRUSTBND/RF30 Russia 30

BLOOMBERG: TIBM

TIBM11. Рублевые корпоративные облигации
TIBM12. Суверенный долг и OBB3
TIBM13. Корпоративный внешний долг
TIBM4. Макроэкономика и денежный рынок
TIBM2. Навигатор долгового рынка
TIBM3. Анализ эмитентов

WEB: [HTTP://WWW.TRUST.RU](http://www.trust.ru)

Настоящий отчет не является предложением или просьбой купить или продать какие-либо ценные бумаги или связанные с ними финансовые инструменты либо принять участие в какой-либо стратегии торговли. Хотя информация и мнения, изложенные в настоящем отчете, являются, насколько нам известно, верными на дату отчета, мы не предоставляем прямо оговоренных или подразумеваемых гарантий или заключений относительно их точности или полноты. Представленные информация и мнения не были специально подготовлены для конкретной операции любых третьих лиц и не представляют детальный анализ конкретной ситуации, сложившейся у третьих лиц. Мы можем изменить свое мнение в одностороннем порядке без обязательства специально уведомлять кого-либо о таких изменениях. Информация и заключения, изложенные в настоящем отчете, не заменяют независимую оценку инвестиционных потребностей и целей какого-либо лица. Мнения, выраженные в данном отчете, могут отличаться или противоречить мнениям других подразделений НБ «ТРАСТ» (ОАО) («Банк») в результате использования разных оценок и критериев, а также проведения анализа информации для разных целей. Данный документ может использоваться только для информационных целей. Описание любой компании или компаний, или их ценных бумаг, или рынков, или направлений развития, упомянутых в данном отчете, не предполагают полноты их описания. Утверждения относительно прошлых результатов не обязательно свидетельствуют о будущих результатах. Банк и связанные с ним стороны, должностные лица, директора и/или сотрудники Банка и/или связанные с ними стороны могут владеть долями капитала компаний или выполнять услуги для одной или большего числа компаний, упомянутых в настоящем отчете, и/или намереваются приобрести такие доли капитала и/или выполнять либо намереваются выполнять такие услуги в будущем (с учетом внутренних процедур Банка по избежанию конфликтов интересов). Банк и связанные с ним стороны могут действовать или уже действовали как дилеры с ценными бумагами или другими финансовыми инструментами, указанными в данном отчете, или ценными бумагами, лежащими в основе таких финансовых инструментов или связанными с вышеуказанными ценными бумагами. Кроме того, Банк может иметь или уже имел взаимоотношения, или может предоставлять или уже предоставлял финансовые услуги упомянутым компаниям (включая инвестиционные банковские услуги, фондовый рынок и прочее). Сотрудники Банка или связанные с ним стороны могут или могли быть также сотрудниками или директорами упомянутых компаний (с учетом внутренних процедур Банка по избежанию конфликтов интересов). В Банке разработаны и внедрены специальные процедуры, препятствующие несанкционированному использованию служебной информации, а также возникновению конфликта интересов в связи с оказанием Банком консультационных и других услуг на финансовом рынке. Банк и связанные с ним стороны не берут на себя ответственность, возникающую из использования любой информации или заключений, изложенных в настоящем отчете. Цитирование или использование всей или части информации, содержащейся в настоящем отчете, допускается только с прямо оговоренного разрешения Банка. Настоящий отчет может быть использован инвесторами на территории России с учетом действующего законодательства РФ. Иностранные инвесторы (включая, но не ограничиваясь: Швейцария, Королевство Нидерландов, Германия, Италия, Франция, Швеция, Дания, Австрия) могут использовать настоящий отчет только, если они являются институциональными инвесторами по законодательству страны регистрации. Настоящий отчет подготовлен Банком, который не зарегистрирован в качестве брокера-дилера уполномоченным органом по регистрации финансовых организаций США, распространяется контрагентам Банка в США и предназначается только для этих лиц, которые подтверждают, что они являются основными институциональными инвесторами США, как это определено в Правиле 15a-16 Закона США о ценных бумагах от 1934 года, и понимают и принимают все риски, связанные с операциями с финансовыми инструментами (включая ценные бумаги). Настоящий отчет подготовлен Банком, который не зарегистрирован уполномоченным органом по регистрации финансовых организаций Великобритании, и распространяется контрагентам Банка в Великобритании, не являющимся частными инвесторами.

Каждый аналитик Департамента исследований долговых рынков, частично или полностью отвечающий за содержание данного отчета, подтверждает, что в отношении каждого финансового инструмента или эмитента, упомянутых в отчете: (1) все выраженные мнения отражают его личное отношение к данным ценным бумагам или эмитентам; (2) его вознаграждение напрямую или косвенно не связано с рекомендациями или взглядами, выраженными в отчете; и (3) он не проводит операции с финансовыми инструментами компаний, анализ деятельности которых он осуществляет. Банк не несет никакой ответственности за использование кем-либо информации, основанной на мнении аналитика Департамента исследований долговых рынков в отношении какого-либо финансового инструмента.