

Облигации ФСК-4 Смотрим в будущее

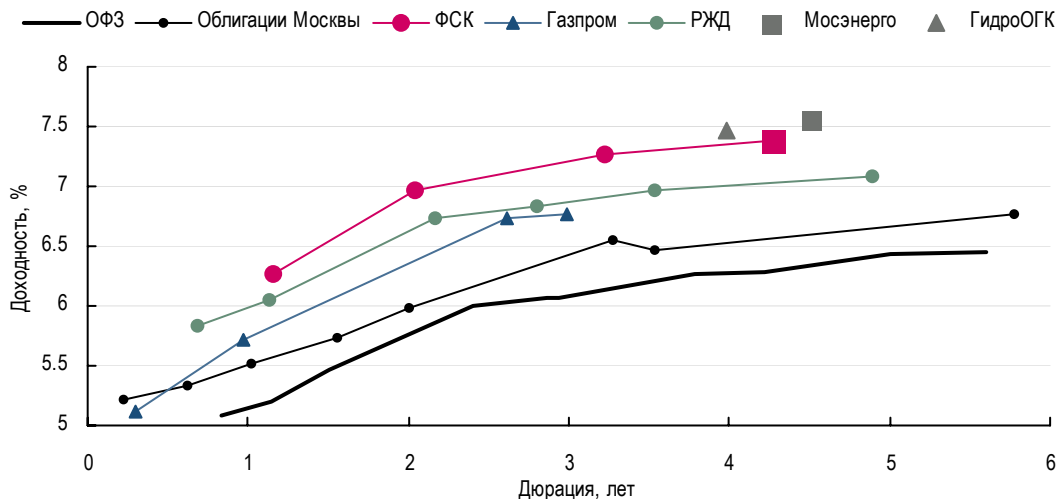
- В середине октября 2006 г. ФСК планирует разместить пятилетний облигационный заем ФСК-4 объемом 6 млрд руб.
- В период обращения облигаций ФСК-4 компания подвергнется значительным изменениям в процессе реформы электроэнергетики:
 - присоединение магистральных сетевых компаний;
 - изменение тарифообразования;
 - значительный рост капиталовложений и изменение источников финансирования;
 - переход в прямую госсобственность с увеличением доли государства.
- Финансовое состояние ФСК в год погашения облигаций ФСК-4 будет зависеть от следующих факторов:
 - темпы роста тарифов;
 - объем инвестиций;
 - способы финансирования капиталовложений.
- Помимо роста выручки и рентабельности EBITDA ожидается увеличение долговой нагрузки ФСК. Показатель Долг/EBITDA не превысит 3х, что является консервативным уровнем для инфраструктурной компании.
- Справедливый спрэд облигаций ФСК должен быть на 20 б. п. уже или равен спрэду инструментов ГидроОГК, и на 30-50 б. п. шире спрэдов облигаций Газпрома и РЖД.
- Мы оцениваем справедливую доходность облигаций ФСК-4 в диапазоне **7.29-7.49%**, а купон на уровне **7.16-7.35%**.
- Ситуация на рынке рублевых облигаций на момент размещения может измениться, поэтому его фактические результаты могут существенно отличаться от наших расчетов.

Основные показатели ФСК (МСФО)

USD млн, если не указано иное	2004	2005	2009 (П)
Выручка	815	1 088	3 001
EBITDA	565	623	1 613
Рентабельность EBITDA	69.4%	57.2%	53.7%
Долг	247	704	4 697
Долг/EBITDA	0.44	1.13	2.91
Капиталовложения/ Выручка	80.3%	79.3%	108.2%

Источники: данные компаний, оценка Ренессанс Капитала

Рисунок 1. Кривая доходности облигаций энергетического сектора и естественных монополий



Оценка справедливой доходности

ФСК планирует разместить свой четвертый облигационный заем объемом 6 млрд руб. в середине октября 2006 г. Срок погашения – пять лет, оценочная дюрация выпуска составляет 4.27 лет. Купонная ставка будет установлена на конкурсе.

Мы считаем, что инструменты ФСК нужно сравнивать с облигациями естественных монополий и крупных энергетических компаний. При этом мы учитываем не только текущие показатели ФСК, но и наши прогнозы на 2009 г. (см. раздел «ФСК завтра»).

Таблица 1. Сравнительный финансовый анализ ФСК

USD млн, если не указано иное	ФСК		Мосэнерго	ГидроОГК	Газпром	РЖД
	2005	2009 (П)	2005	2005	2005	9 мес. 2005
Выручка	1088	3001	2498	455	48865	12731
ЕБИТДА	623	1613	255	216	21517	2707
Рентабельность ЕБИТДА	57%	54%	10%	47%	44%	21%
Долг	704	4697	347	140	33151	2040
Долг/ЕБИТДА	1.13	2.91	1.36	0.65	1.54	0.38
Капиталовложения/ Выручка	79%	108%	5%	38%	20%	18%

Источники: данные компаний, оценка Ренессанс Капитала

По кредитоспособности наиболее близким к ФСК эмитентом, на наш взгляд, является ГидроОГК, хотя ФСК превосходит ГидроОГК по объему выручки. Режим регулирования этих эмитентов достаточно благоприятен. Однако обе компании имеют высокие инвестиционные потребности, поэтому их долговая нагрузка в будущем будет увеличиваться. Причем долговая нагрузка ГидроОГК может расти даже быстрее, чем у ФСК, поскольку потенциал повышения тарифов ГидроОГК как у генерирующей компании ниже.

С нашей точки зрения, Мосэнерго проигрывает ФСК с точки зрения кредитоспособности. Во-первых, программа капиталовложений Мосэнерго более агрессивна. Во-вторых, режим регулирования Мосэнерго более жесткий, а потенциал роста тарифов – значительно ниже. В-третьих, мы ожидаем более значительного роста уровня долга, который может быть ограничен только покупкой Газпромом доэмиссии акций компании.

С нашей точки зрения, и ФСК и Газпром получают поддержку государства в их текущей деятельности, что позитивно влияет на кредитоспособность обеих компаний. Газпром, однако, является одним из немногих российских эмитентов, которые в случае возникновения проблем могут рассчитывать на прямую финансовую поддержку государства (см. наш отчет «Корпоративные облигации: защитит ли государство ваши инвестиции?» от пятого сентября 2006 г.). Однако бизнес ФСК более предсказуем, поскольку у нее отсутствует риск изменения цен на продукцию. Поскольку программа инвестиций Газпрома по отношению к размеру компании намного скромнее, его долговая нагрузка может вырасти к 2009 г. до схожих с ФСК уровней только в случае резкого снижения мировых цен на газ.

Похожая картина наблюдается в сравнении с РЖД – монополия также как ФСК выигрывает от благоприятного режима регулирования. Хотя долговая нагрузка РЖД и увеличится, она будет ниже чем у ФСК ввиду менее амбициозной программы капиталовложений и наличия дополнительных источников ее финансирования посредством IPO Грузовой компании.

Четырехлетние облигации ГидроОГК торгуются со спрэдом к кривой ОФЗ в 119 б. п., а инструменты Мосэнерго-2 с дюрацией 4.5 лет – со спрэдом в 123 б. п. С нашей точки зрения, справедливый спред облигаций ФСК должен быть на 20 б. п. уже или равен спреду ГидроОГК, в то время как облигации Мосэнерго-2 мы считаем переоцененными. По нашей оценке, справедливый спред облигаций ФСК к кривой ОФЗ должен находиться в диапазоне 100-120 б. п. Это на 30-50 б. п. шире спредов облигаций Газпром-4 и РЖД-6, что представляется нам вполне логичным уровнем.

Таким образом, мы оцениваем справедливую доходность облигаций ФСК-4 в диапазоне 7.29-7.49%, а купон – в диапазоне 7.16-7.35%. Ситуация на рынке рублевых облигаций на момент размещения может измениться, поэтому его фактические результаты могут существенно отличаться от наших расчетов.

ФСК сегодня

ФСК не является дебютантом на долговом рынке и хорошо известна долговым инвесторам. Кроме того, ФСК – один из немногих российских эмитентов, имеющих международные кредитные рейтинги от двух ведущих агентств: В+ (прогноз «позитивный») по шкале S&P, и предварительный Baa2 (прогноз «стабильный») по шкале Moody's. С другой стороны, ФСК является компанией энергетического сектора, который реформируется и видоизменяется, пожалуй, значительно быстрее других в России. Соответственно, ФСК также подвергнется значительным изменениям в ближайшие годы.

По этой причине инвесторам в облигации ФСК-4 недостаточно оценить кредитоспособность ФСК на текущий момент (*табл. 2*). В настоящем отчете нам бы хотелось подробнее остановиться на основных изменениях, которым подвергнется компания в ближайшем будущем, и проанализировать, как данные изменения повлияют на ее кредитоспособность в период до 2011 г. (т. е. в период обращения на рынке облигаций ФСК-4).

Таблица 2. Основные факторы кредитоспособности ФСК

Позитивные	Негативные
Инфраструктурная компания со стабильным и хорошо прогнозируемым бизнесом.	Компания отчасти подвержена влиянию рисков реструктуризации электроэнергетики.
В настоящее время благоприятный режим регулирования.	Риски менее благоприятного тарифообразования в будущем.
Определенная вероятность господдержки ввиду государственной важности деятельности компании.	Невозможность банкротства снижает заинтересованность государства в оказании поддержки.
Монопольная позиция на рынке.	Высокий уровень износа основных средств.
Низкие операционные расходы, способствующие высокой рентабельности EBITDA.	Амбициозная программа капиталовложений.
Консервативная финансовая политика и низкий уровень долговой нагрузки.	Неполная обособленность финансовой деятельности от ПАО ЕЭС (хотя мы не разделяем мнение S&P о том, что это значительно ограничивает кредитоспособность ФСК).
Высокий уровень ликвидности из-за значительной доли долгосрочного долга и возможности рефинансирования в госбанках.	
Высокий уровень прозрачности – наличие отчетности по МСФО.	
Наличие международных кредитных рейтингов: В+ от S&P, Baa2 от Moody's.	

Источник: оценка Ренессанс Капитала

Что изменится?

Присоединение МСК

В 2006 г. начались изменения в структуре ФСК, а именно присоединение к ней магистральных сетевых компаний (МСК). Согласно постановлению Правительства РФ от 11 июля 2001 г. N 526 «О реформировании электроэнергетики Российской Федерации», все магистральные электросетевые активы (т. е. сети напряжением свыше 220кВ¹) должны быть выделены из состава АО Энерго в МСК. Данные МСК должны быть объединены в ММСК (межрегиональные магистральные сетевые компании) и присоединены к ФСК. На конец 2005 г. были сформированы 55 МСК, одна еще находится в стадии формирования. ММСК изначально были сформированы как компании, на 85% принадлежащие государству, и на 15% – ФСК. Было принято изменение к первоначальному плану: все МСК присоединяются к ФСК, которая затем вносит их в уставной капитал одной из ММСК (ММСК Центр), таким образом увеличивая свою долю в ней практически до 100%. На первое сентября 2006 г. 42 из 56 МСК уже присоединены к ФСК. Мы ожидаем окончания процесса присоединения МСК в 2007 г.

Операционные расходы МСК ограничиваются амортизацией – поскольку ФСК уже давно управляет их активами и осуществляет их обслуживание, у МСК нет денежных операционных расходов. МСК не привлекали долговые обязательства. Таким образом, присоединение МСК будет иметь следующий эффект с точки зрения кредитного анализа:

- Увеличение выручки ФСК на величину выручки МСК, что повлечет за собой рост EBITDA и ее рентабельности.
- Увеличение капиталовложений на инвестиции, необходимые МСК.
- В 2006 г. данный эффект проявится частично, в 2007 г. и далее – полностью.

В начале 2006 г. (т. е. уже после окончания формирования МСК) правительство расширило круг сетевых активов, которые должны быть переданы в ФСК путем включения в них сетей напряжением 110кВ, от функционирования которых зависят сети более высокого напряжения². Данные активы в настоящий момент находятся на балансе распределительных компаний (РСК). По нашим оценкам, выделение данных активов и передача их на баланс ФСК состоится после завершения присоединения МСК и перехода управления над всеми РСК к ФСК (не ранее 2006 г.). Поскольку пока не понятны ни срок присоединения данных активов, ни его экономический эффект, мы не учитываем его в наших расчетах.

План реформы энергетики подразумевает также объединение всех РСК в межрегиональные распределительные компании (МРСК) и их передачу под управление ФСК. Активы и обязательства МРСК не будут переданы на баланс ФСК, поэтому данный процесс не повлияет на ее кредитоспособность.

¹ Согласно Постановлению Правительства РФ от 21 декабря 2001 г. N 881 «О критериях отнесения магистральных линий электропередачи и объектов электросетевого хозяйства к единой национальной (общероссийской) электрической сети».

² Постановление Правительства РФ от 26 января 2006 г. N 41 «о критериях отнесения объектов электросетевого хозяйства к единой национальной (общероссийской) электрической сети».

Тарифообразование

Парадигма

Поскольку база выручки ФСК (заявленная мощность ее клиентов) – величина достаточно постоянная, выручка и денежные потоки компании в первую очередь зависят от изменений регулируемых государством тарифов. Прогноз роста тарифов – ключевой фактор оценки кредитоспособности ФСК.

С нашей точки зрения, государство, устанавливающее тарифы ФСК, рассматривает компании энергетического сектора как инфраструктурные, а не экономические единицы, т. е. результаты их операционной деятельности (достаточное и надежное обеспечение страны электроэнергией) играют для государства значительно более важную роль, чем их финансовые показатели. В этой связи мы убеждены, что тарифообразование в отрасли не претерпит революционных изменений в ближайшие три-четыре года.

Текущее тарифообразование

На текущий момент тарифообразование ФСК устанавливается в соответствии с методом экономически обоснованных расходов (затрат)³. Тариф определяется Федеральной службой по тарифам (ФСТ) ежегодно на основе «необходимой валовой выручки» компании, которая рассчитывается с учетом следующих запланированных на следующий год расходов:

- Экономически обоснованные операционные расходы (оплата труда и социальные отчисления, расходы на топливо и покупаемую энергию, сырье и материалы, оплату нормативных и технологических потерь, оплату услуг, ремонт основных средств и пр.).
- Амортизация.
- Налог на прибыль.
- Капиталовложения (включая инвестиции в капитал других организаций) на расширенное воспроизводство (в той части, которая не покрывается амортизацией) на основе согласованной инвестиционной программы.
- Расходы на привлечение долгосрочного финансирования на ту часть программы капиталовложений, которая не заложена в тариф (процентные платежи по долгосрочному долгу).
- Дивиденды, исходя из сумм фактически выплаченных дивидендов в последние три года (поскольку ФСК не распределяла прибыль в последние три года, этот пункт не имеет большого значения).
- Определенные другие внереализационные расходы, в первую очередь создание резервов по сомнительным долгам.

Если фактические расходы окажутся ниже расчетных, и это приведет к образованию дополнительной прибыли, ФСТ скорректирует тарифы компании в сторону снижения, но не в следующем году, а через два года. На практике мы считаем такое развитие событий маловероятным, поскольку при текущем режиме регулирования компании энергетического сектора не заинтересованы в снижении расходов.

На данный момент самой значительной составляющей тарифа ФСК является амортизация (примерно 46%), вторая составляющая – операционные расходы (36%). Таким образом, на долю всех остальных экономически обоснованных расходов (налог на прибыль, проценты, внереализационные расходы и капиталовложения) приходится лишь 18% текущего тарифа.

Мы ожидаем, что данная структура тарифа в ближайшие годы кардинально изменится, поскольку запланированная программа капиталовложений ФСК значительно превосходит объемы амортизации. Теоретически, весь объем капиталовложений может быть включен в тариф ФСК, однако на практике это невозможно из-за индексации предельных тарифов на электрическую энергию для потребителей (рис. 4).

³ Согласно Постановлению Правительства РФ от 26 февраля 2004 г. N 109 «О ценообразовании в отношении электрической и тепловой энергии в Российской Федерации».

Тарифы для потребителей ограничивают рост тарифов ФСК

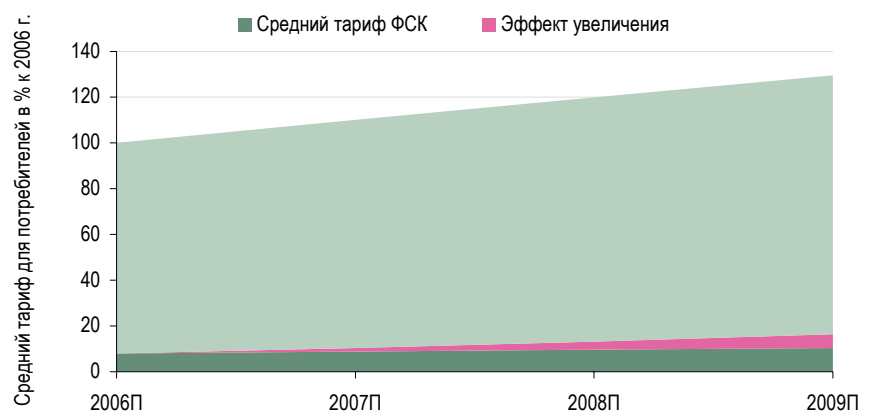
Тарифы на электрическую энергию для потребителей регулируются методом индексации, согласно тому же Постановлению N109. Рост предельных тарифов для потребителей (наиболее значимых с социальной точки зрения среди всех тарифов государственных монополий) зависит от правительственного прогноза инфляции и составляет 7.5% в 2006 г., 10% в 2007 г., 9% в 2008 г. и 8% в 2009 г. Таким образом, тарифы для потребителей ограничивают рост всех остальных тарифов в электроэнергетике.

Тарифы для потребителей складываются из нескольких составляющих: стоимости производства электроэнергии (тарифы генерирующих компаний ОГК, ТГК, ГидроОГК, АЭС и независимых АО Энерго), стоимость передачи электроэнергии по высоковольтным линиям (тарифы ФСК), стоимость передачи электроэнергии по линиям низкого напряжения (тарифы распределительных компаний РСК) и тарифов сбытовых компаний. Львиная доля тарифа для потребителей приходится на генерацию, а доля ФСК составляет всего 8%.

Поскольку общее повышение ограничено, рост тарифов любой категории энергетических компаний опережающими темпами может происходить только за счет других. Поскольку доля ФСК в тарифах для потребителей невысока, потенциал роста ее тарифов выше, чем тарифов для потребителей. Пример 2004-2005 гг. может служить доказательством данного тезиса: в то время как тарифы для потребителей в среднем выросли на 22%, тарифы ФСК выросли на 43%.

Потенциал повышения тарифов ФСК в рамках индексирования тарифов для потребителей подтверждается также нашими расчетами (рис. 2-3). Мы предположили (исключительно с точки зрения сценарного анализа), что тарифы ФСК будут увеличиваться темпами, в три раза превышающими рост предельных тарифов для потребителей. На рис. 2 изображен рост предельных тарифов для потребителей (2006 = 100%) и соответствующее увеличение в них доли тарифов ФСК.

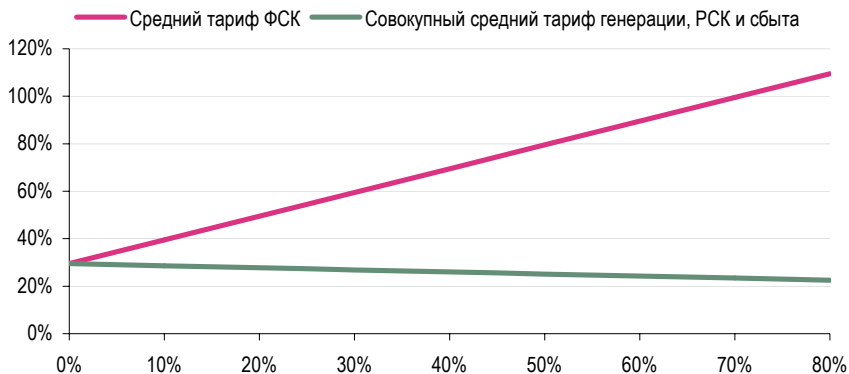
Рисунок 2. Доля ФСК в тарифах – сценарный анализ



Источник: оценка Ренессанс Капитала

На рис. 3 представлена зависимость кумулятивного роста совокупного среднего тарифа генерации, РСК и сбыта от кумулятивного роста тарифов ФСК с 2006 г. по 2010 г. (другими словами, мы рассчитали изменение доли тарифа всех других энергетических компаний в случае опережающего роста тарифов ФСК).

Рисунок 3. Взаимозависимость тарифов ФСК и остальных тарифов

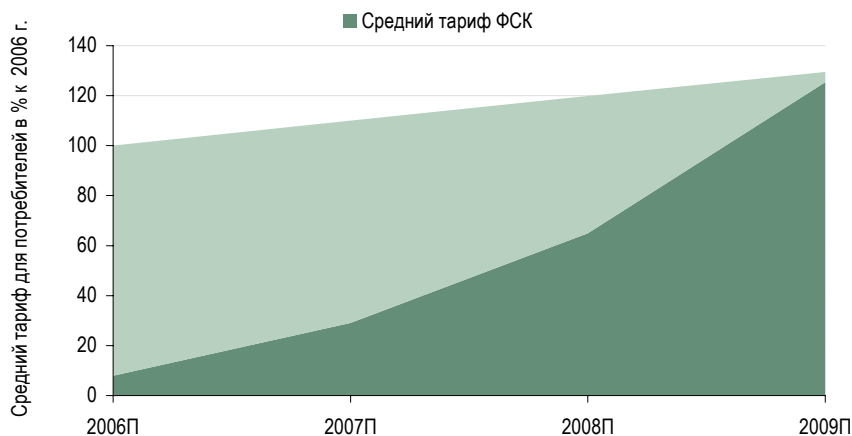


Источник: оценка Ренессанс Капитала

Мы выделяем два ключевых для оценки кредитоспособности ФСК вопроса: какая часть программы капиталовложений будет включена в тарифы, и каким образом будет профинансирована оставшаяся часть?

Теоретически, весь объем капиталовложений может быть включен в тариф ФСК, однако на практике это невозможно. Рис. 4 показывает, каким образом должны расти тарифы ФСК, чтобы финансировать всю запланированную программу капиталовложений за счет собственных средств. Если будут соблюдаться ограничения роста предельных тарифов для потребителей, это может быть достигнуто только при сокращении совокупных тарифов генерации, РСК и сбыта практически до нуля.

Рисунок 4. Сценарий включения всех капиталовложений в тариф ФСК



Источник: оценка Ренессанс Капитала

Тарифообразование на основе возврата на инвестированный капитал

Согласно уже упомянутому Постановлению N109, ФСТ может перейти от установки тарифов по методу экономически обоснованных расходов на метод возврата на инвестированный капитал. Согласно данному методу, тарифы устанавливаются таким образом, чтобы гарантировать акционерам компании определенный уровень возврата на экономический капитал:

- Инвестированный капитал определяется как совокупность собственных средств и долгосрочного долга.
- Уровень доходности инвестированного капитала должен превышать минимальную доходность ОФЗ, но быть не выше ставки рефинансирования Банка России.

При использовании метода возврата на инвестируемый капитал рост капиталовложений автоматически ведет к росту тарифа в будущем, т. е. чем больше компания инвестирует, тем больше растут ее тарифы, улучшая ее способность обслуживать и погашать привлеченные для финансирования инвестиций долговые обязательства. ФСК планирует переход на данный метод тарифообразования с 2009 г.

Мы менее оптимистичны. По расчетам нашего аналитика по электроэнергетике А. Бурганского⁴, чтобы гарантировать возврат на инвестированный капитал в размере 11% (т. е. немного ниже ставки рефинансирования Банка России), тариф ФСК нужно повысить на 41%, что мы считаем маловероятным. Кроме того, дифференциация тарифов на «новые» (тарифообразование на основе метода возврата на инвестированный капитал) и «старые» (продолжение применения метода экономически обоснованных затрат) активы, как это сейчас практикуется в генерации, практически неприменима в случае ФСК из-за сложностей установления разных тарифов для каждого актива.

В этой связи мы не ожидаем перехода на тарифообразование по методу возврата на инвестированный капитал в обозримом будущем. Скорее всего, ФСТ будет принимать во внимание объем инвестиций ФСК при установке тарифов по текущему методу.

Изменения 2006 г. и их влияние на показатели ФСК

Данный раздел посвящен изменениям, которые не отражены в финансовых показателях компании за 2005 г., но повлияют на ее показатели в 2006 г.

- С первого января 2006 г. ФСК несет расходы на покупку электроэнергии для покрытия потерь (ранее данные расходы покрывались по большей части за счет генерирующих компаний). Компенсация за эти расходы включена в тариф и, соответственно, в выручку. Таким образом, данное изменение не влияет на EBITDA, но ведет к снижению ее рентабельности (за счет увеличения выручки).
- С первого июля произошло изменение базы расчета тарифов ФСК: если до этого они рассчитывались на основе полезного отпуска электроэнергии клиентам ФСК, то теперь базой расчета служит суммарная заявленная мощность потребителей услуг ФСК. Мы полагаем, что это не приведет к единовременному изменению выручки, но уменьшит ее зависимость от сезонных факторов и улучшит предсказуемость в будущем.

⁴ См. отчет «Utilities: Building new power» от четвертого сентября 2006 г., стр. 56.

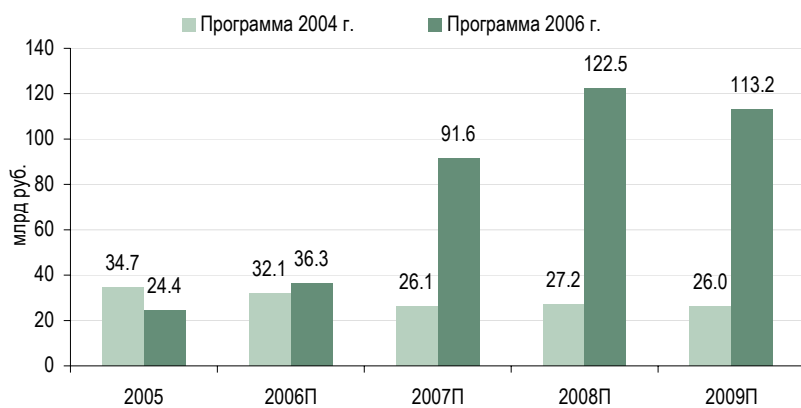
Капиталовложения и их финансирование

Программа капиталовложений

Аварии в энергетическом секторе зимой 2005-2006 гг., одна из которых привела к частичному отключению электричества в Москве, вызвали повышенный общественный и политический резонанс. В результате инвестиции в электроэнергетике получили новый, высокий политический приоритет, одним из доказательств чего явилась смена руководства Мосэнерго за недостаточную инвестиционную деятельность.

Увеличение инвестиций в компаниях РАО ЭЭС влечет за собой необходимость роста капиталовложений МСК: во-первых, для снижения рисков ЕНЭС, а во-вторых, чтобы предотвратить отставание развития ЕНЭС от ожидаемого роста генерирующих мощностей. Поэтому, а также из-за консолидации МСК, ФСК в разы увеличила программу капиталовложений на ближайшие годы (рис. 5). В первую очередь капиталовложения направлены на повышение надежности электросетей Москвы и Санкт-Петербурга, а также на создание новых мощностей в Тюменской области.

Рисунок 5. Сравнение программ капиталовложений



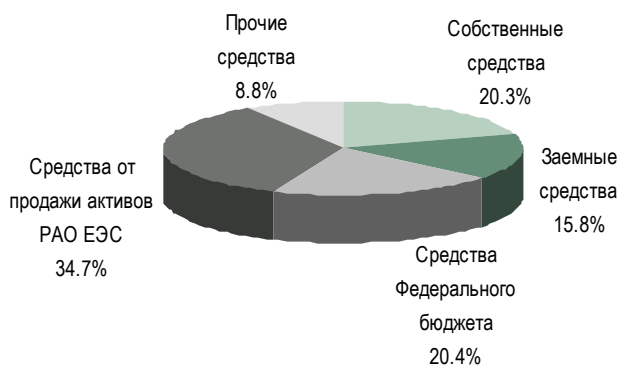
Источник: ФСК

Согласно руководству ФСК, около 15-18% капиталовложений в 2007 г. будут направлены на поддержание существующих активов, и поэтому обязательны к осуществлению. Доля таких инвестиций будет уменьшаться по мере роста нового строительства в 2008-2009 гг. Около половины капиталовложений имеют высокий политический приоритет и так же должны быть осуществлены в срок.

План финансирования

В 2007 г. ФСК планирует финансирование капиталовложений следующим образом:

Рисунок 6. План финансирования капиталовложений в 2007 г.



Источник: ФСК

Однако с нашей точки зрения, у ФСК возникнет определенный дефицит финансирования:

- **Бюджетное финансирование.** На обсуждении в правительстве третьего августа 2006 г. МЭРТ не поддержало требование РАО ЕЭС о выделении ФСК 160 млрд руб. бюджетных средств на период 2007-2009 гг. В результате, в проект госбюджета на 2007 г. пока внесена только половина требуемого финансирования – 20.5 млрд руб. вместо 40.5 млрд руб. С нашей точки зрения, из-за более высокого приоритета инвестиций в генерацию ФСК будет сложно получить бюджетное финансирование в полном объеме.
- Под **финансированием от продажи активов** РАО ЕЭС подразумевается увеличение капитала ФСК за счет средств, вырученных РАО ЕЭС от продажи других активов. Мы считаем, что данный источник финансирования не доступен ФСК в сколько-нибудь серьезных объемах. Во-первых, вероятно сопротивление миноритарных акционеров РАО ЕЭС, которые предпочли бы получить все средства от продажи активов в качестве дивидендов. Во-вторых, планы РАО ЕЭС по продаже активов пока неясны, известно только о грядущей продаже 25%-ного пакета акций ОГК-5 в 2007 г. и о планах по продаже двух МРСК в 2008 г. В-третьих, средства от продажи пакетов Таймырэнерго и Ярославэнерго РАО ЕЭС направлено не ФСК, а на финансирование механизма гарантирования инвестиций в генерации, следовательно, энергохолдинг может также поступить и после продажи других активов.

По нашему мнению, ФСК частично решит проблему недофинансирования за счет сокращения той части капиталовложений, которая не является необходимой для поддержания существующих активов или политически приоритетной. Оставшийся дефицит, скорее всего, будет покрыт за счет привлечения долгового финансирования в большем объеме, нежели сейчас планируется.

Изменения структуры собственности

Согласно Закону N 35-ФЗ «Об электроэнергетике» от 26 марта 2003 г. доля государства в ФСК на период проведения реформы электроэнергетики должна составлять (напрямую или опосредованно) не менее 52%, а по окончании реформы должна быть увеличена до 75% плюс одна акция всеми законными способами.

Насколько мы понимаем, доля государства должна быть увеличена одновременно с разделением РАО ЕЭС. На текущий момент официальная дата расформирования РАО ЕЭС – первое июля 2008 г. Мы сомневаемся в том, что это событие произойдет в указанный срок; скорее всего, процесс будет задерживаться, как и в других случаях реформирования российской электроэнергетической отрасли. Тем не менее, мы уверены, что увеличение госсобственности в ФСК произойдет до даты погашения облигаций ФСК-4 в 2011 г. Однако пока неясно, каким образом государство увеличит свой пакет – за счет прямых денежных инвестиций или за счет передачи ФСК каких-либо активов.

В любом случае изменение структуры собственности ФСК будет позитивно для кредитоспособности компании по двум причинам:

- Переход в непосредственную госсобственность исключит любую возможность вмешательства РАО ЕЭС в финансовую политику ФСК, хотя такая возможность и сейчас выглядит скорее теоретической.
- S&P сможет повысить рейтинг ФСК с текущего уровня В+, а Moody's – поменять предварительный рейтинг (p)Baa2 на окончательный.

Вместе с тем, увеличение доли государства не гарантирует господдержку ФСК. Мы подробно проанализировали вероятность господдержки для российских эмитентов в отчете *«Корпоративные облигации: защитит ли государство ваши инвестиции?»* от пятого сентября 2006 г.

С нашей точки зрения, государственная собственность не может служить надежным критерием для прогнозирования государственной поддержки. Вероятность господдержки в первую очередь зависит от того, выполняет ли эмитент важную для государства функцию и приведет ли дефолт эмитента к большим потерям политического капитала правящей элиты, а также от лоббистских возможностей эмитента.

ФСК завтра

Как мы отметили в начале данного отчета, целью анализа грядущих изменений ФСК является оценка того, будет ли финансовое состояние компании в год погашения облигаций ФСК-4 отличаться от текущего финансового положения, и каким образом. Данная задача осложняется тем, что некоторые ключевые переменные в настоящий момент неизвестны (например, развитие тарифов и финансирование программы капиталовложений), поэтому наша модель скорее призвана показать основные тенденции развития финансового положения ФСК. При моделировании мы ориентируемся на показатели компании по МСФО.

Хотя погашение облигаций ФСК-4 приходится на 2011 г., наша модель заканчивается 2009 г., поскольку:

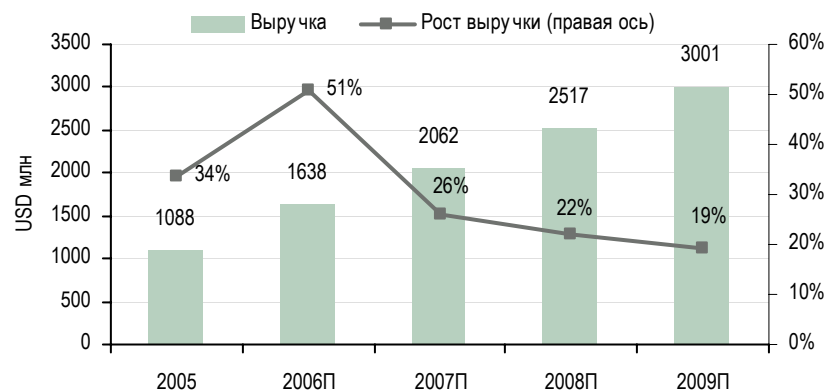
- 1) Программа капиталовложений ФСК и нормативы роста предельных тарифов на электроэнергию для потребителей утверждены только до 2009 г.
- 2) Основные изменения финансового состояния ФСК, с нашей точки зрения, произойдут до 2009г., т.е. результаты 2009г. будут являться достаточно показательными и для 2011г.

Моделируя выручку, мы использовали следующие допущения:

- Прогнозы аналитика Ренессанс Капитала по электроэнергетике А. Бурганского относительно роста тарифов ФСК. Согласно данным прогнозам, рост тарифов ФСК в каждом году будет на пять процентных пунктов превышать рост предельных тарифов на электроэнергию для потребителей и составит: 15% в 2007 г., 14% в 2006 г. и 13% в 2006 г.
- В 2006 г. мы учитываем эффект присоединения МСК и увеличения выручки на стоимость купленной для компенсации потерь электроэнергии.

В результате выручка ФСК в 2006 г. резко возрастет и в дальнейшем будет расти высокими темпами (рис. 7).

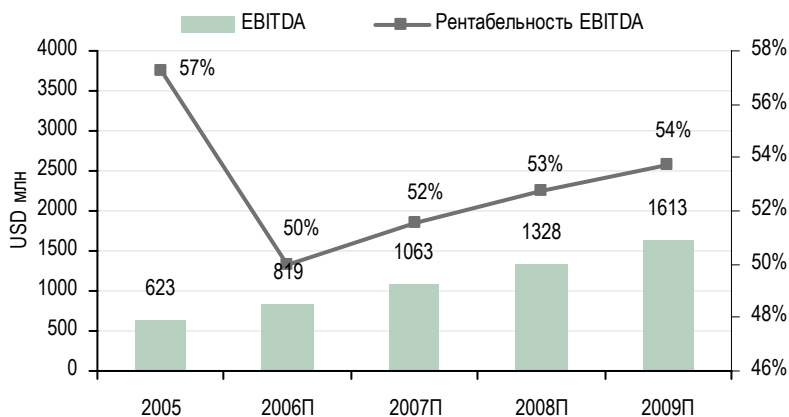
Рисунок 7. Прогноз выручки



Источник: оценка Ренессанс Капитала

Рентабельность EBITDA ФСК резко снизится в 2006 г., несмотря на рост EBITDA, поскольку эффект включения в выручку стоимости купленной для компенсации потерь электроэнергии перевесит позитивное влияние от присоединения МСК. В дальнейшем рентабельность EBITDA будет повышаться (рис. 8), так как рост операционных расходов по РСБУ (на которых основывается тарифообразование) будет опережать рост операционных расходов по МСФО.

Рисунок 8. Прогноз EBITDA

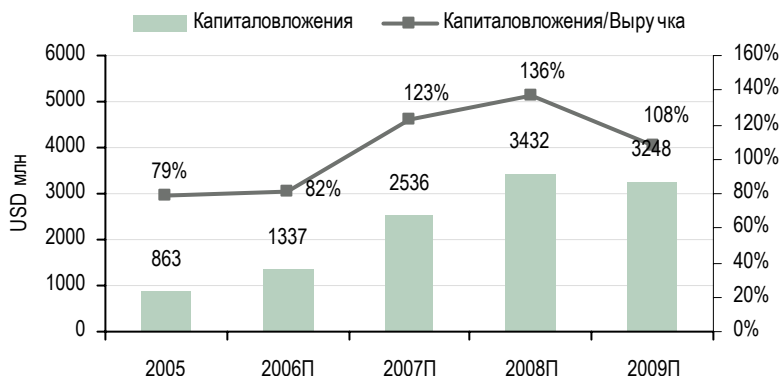


Источник: оценка Ренессанс Капитала

При анализе денежных потоков мы используем следующие допущения:

- EBITDA за вычетом налогов на прибыль и процентных платежей используется на рефинансирование капиталовложений.
- Мы игнорируем изменения оборотного капитала: в случае ФСК они неуклонно снижались в 2003-2005 гг., и мы не ожидаем, что они окажут значительное влияние на финансовое положение компании.
- Мы допускаем, что бюджетное финансирование составит 50% от планируемого ФСК объема.
- Мы не учитываем финансирование за счет продажи активов РАО ЕЭС (во всяком случае, пока не появятся прецеденты).
- По нашим оценкам, ФСК сократит две трети капиталовложений, не являющихся необходимыми для поддержания существующих активов или политически приоритетными.
- Оставшийся дефицит будет финансироваться за счет привлечения долговых обязательств.

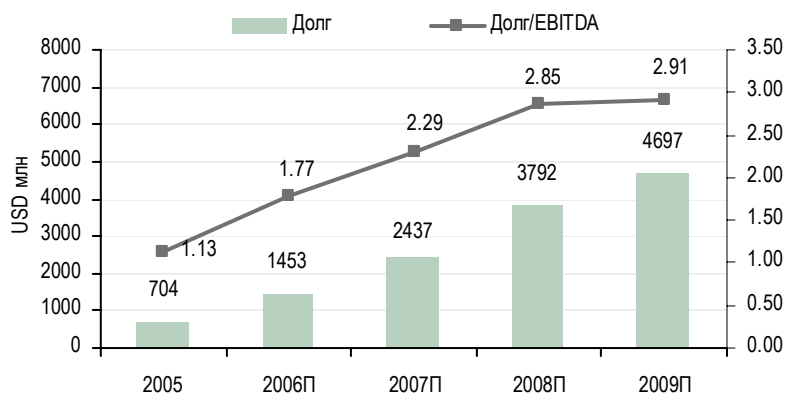
Рисунок 9. Прогноз капвложений



Источник: оценка Ренессанс Капитала

В результате объем долга ФСК будет увеличиваться достаточно быстрыми темпами, однако из-за повышения EBITDA показатель Долг/EBITDA будет расти медленнее. Мы не думаем, что данное соотношение превысит 3x (хотя это выше прогнозов руководства, но является достаточно консервативным уровнем для инфраструктурной компании).

Рисунок 10. Прогноз долговой нагрузки



Источник: оценка Ренессанс Капитала

Основные результаты нашей модели приведены в *табл. 3*.

Таблица 3. Прогноз финансовых показателей ФСК

USD млн, если не указано иное	2005	2006 (П)	2007 (П)	2008 (П)	2009 (П)
Выручка	1088	1638	2062	2517	3001
Рост выручки	34%	51%	26%	22%	19%
ЕБИТДА	623	819	1063	1328	1613
Рентабельность ЕБИТДА	57%	50%	52%	53%	54%
Капвложения	863	1337	2536	3432	3248
Капвложения/выручка	79%	82%	123%	136%	108%
Долг	704	1453	2437	3792	4697
Долг/ЕБИТДА	1.13	1.77	2.29	2.85	2.91

Источник: оценка Ренессанс Капитала

Раскрытие информации

Подтверждение аналитиков и отказ от ответственности

Настоящий отчет подготовлен аналитиком (ами), чье имя (чьи имена) указано (ы) на титульном листе настоящего отчета с целью предоставления справочной информации о компании или компаниях (собираательно «Компания») и ценных бумаг, являющихся предметами настоящего отчета. Каждый аналитик подтверждает, что все позиции, изложенные в настоящем отчете в отношении какой-либо ценной бумаги или эмитента, точно отражают личные взгляды этого аналитика касательно любого анализируемого эмитента/ценной бумаги.

Любые рекомендации или мнения, представленные в настоящем отчете, являются суждением на момент публикации настоящего отчета. Настоящий отчет был подготовлен независимо от Компании, и любые рекомендации и мнения, представленные в настоящем отчете, отражают исключительно точку зрения аналитика. При всей осторожности, соблюдаемой для обеспечения точности изложенных фактов, справедливости и корректности представленных рекомендаций и мнений, ни один из аналитиков, Компания, ее директора и сотрудники не устанавливали подлинность содержания настоящего отчета и, соответственно, ни один из аналитиков, Компания, ее директора и сотрудники не несут какой-либо ответственности за содержание настоящего отчета, в связи с чем информация, представленная в настоящем отчете, не может считаться точной, справедливой и полной.

Ни одно лицо не несет какой-либо ответственности за какие-либо потери, возникшие в результате какого-либо использования настоящего отчета или его содержания, либо возникшие в какой-либо связи с настоящим отчетом. Каждый аналитик и/или связанные с ними лица мог предпринять действия в соответствии либо использовать информацию, содержащуюся в настоящем отчете, а также результаты аналитической работы, на основании которых составлен настоящий отчет, до его публикации. Информация, представленная в настоящем документе, не может служить основанием для принятия инвестиционных решений любым его получателем или иным лицом в отношении ценных бумаг Компании. Настоящий отчет не является оценкой стоимости бизнеса Компании, ее активов либо ценных бумаг для целей, предусмотренных законодательством Российской Федерации и иных стран СНГ в сфере деятельности по оценке стоимости. Каждый аналитик подтверждает, что никакая часть полученного вознаграждения не была, не является и не будет связана прямо или косвенно с определенной рекомендацией (ями) или мнением (ями), представленными в данном отчете. Вознаграждение аналитикам определяется в зависимости от деятельности и услуг, направленных на обеспечение выгоды инвесторам, являющимся клиентами Renaissance Securities (Cyprus) Limited, RenCap Securities, Inc., Renaissance Capital Limited, а также дочерних компаний («Фирма»). Как и все сотрудники Фирмы, аналитики получают вознаграждение в зависимости от рентабельности деятельности Фирмы, которая включает выручку от ведения прочих видов деятельности подразделениями Фирмы. Каждый аналитик, аффилированные компании либо иные лица являются или могут являться членами группы андеррайтеров в отношении предлагаемых к продаже ценных бумаг Компании. Каждый аналитик имеет право в будущем участвовать в публичном выпуске ценных бумаг Компании.

Ренессанс Капитал

125009, Москва
Вознесенский переулок, 22
Тел.: + 7 (495) 258 7777
Факс: + 7 (495) 258 7778

www.rencap.com

Аналитическое управление

Руководитель аналитического управления

Роланд Нэш
+ 7 (495) 258 7916
Rnash@rencap.com

Начальник отдела анализа акций

Александр Бурганский
+ 7 (495) 258 7904
Aburgansky@rencap.com

Заместитель начальника отдела анализа акций

Наталья Загвоздина
+ 7 (495) 258 7753
Nzagvozдина@rencap.com

Начальник отдела анализа долговых обязательств

Алексей Моисеев
+ 7 (495) 258 7946
Amoiseev@rencap.com

Аналитики

Банковский сектор + 7 (495) 258 7748

Дэвид Нангл
Dnangle@rencap.com
Светлана Ковальская

Химия и машиностроение + 7 (495) 783 5653

Марина Алексеенкова
Malexeenkova@rencap.com

Потребительский сектор + 7 (495) 258 7753

Наталья Загвоздина
Nzagvozдина@rencap.com
Алексей Языков
Иван Николаев

Стратегия на рынке акций + 7 (495) 258 7916

Роланд Нэш
Rnash@rencap.com
Тим Брэнтон

Отдел анализа долговых обязательств + 7 (495) 258 7946

Алексей Моисеев
Amoiseev@rencap.com
Павел Мамай
Петр Гришин
Николай Подгузов
Наргиз Садыхова
Валентина Крылова
Олеся Черданцева

Металлургия + 7 (495) 258 7743

Роб Эдвардс
Redwards@rencap.com
Юрий Власов

Нефть и газ + 44 (20) 7367 7741

Адам Ландес
Alandes@rencap.com
Елена Савчик
Роман Елагин

Экономика и политика + 7 (495) 258 7930

Владимир Пантюшин
Vpantuyshin@rencap.com

Телекоммуникации + 7 (495) 258 7902

Александр Казбеги
Akazbegi@rencap.com
Анна Куприянова

Украинский рынок акций, стратегия + 7 (495) 258 7703

Екатерина Малофеева
Kmalofeeva@rencap.com
Файг Байрамов
Светлана Дрыгуш
Юлия Голеусова

Электроэнергетика + 7 (495) 258 7904

Александр Бурганский
Aburgansky@rencap.com
Ирина Елиневская

Организация корпоративных мероприятий + 7 (495) 204 4463

Ричард Уоллас
Rwallace@rencap.com
Ирина Черная

Административная поддержка + 7 (495) 725 5216

Юлия Попова
Jropova@rencap.com

Технический анализ, базы данных, разработка новых продуктов + 7 (495) 258 7906

Ованес Оганисян
Ooganisian@rencap.com
Александр Фомичев
Евгений Кудрин

Редакционно-издательский отдел, выпуск на английском языке + 7 (495) 725 5261

Александра Волдман
Awaldman@rencap.com
Патриция Сомервилл
Джулия Белл

Редакционно-издательский отдел, выпуск на русском языке + 7 (495) 258 7764

Екатерина Малахова
Emalakhova@rencap.com
Оксана Бутурлина
Станислав Захаров
Мария Дунаева
Анна Ковтун

© 2006 ЗАО «Ренессанс Капитал» (далее «РК»). Все права защищены. Настоящая публикация носит исключительно информационный характер и не является предложением о продаже или попыткой со стороны РК купить или продать какие-либо ценные бумаги, на которые в публикации может содержаться ссылка, или предоставить какие-либо инвестиционные рекомендации или услуги. Такие предложения могут быть сделаны исключительно в соответствии с применимым законодательством. Прошлая доходность не является показателем доходности инвестиций в будущем. Настоящая публикация основана на информации, которую мы считаем надежной, однако мы не утверждаем, что все приведенные сведения абсолютно точны. Мы не несем ответственности за использование клиентами информации, содержащейся в настоящей публикации, а также за операции с ценными бумагами, упоминающимися в ней. Мы не берем на себя обязательство регулярно обновлять информацию, которая содержится в настоящей публикации или исправлять возможные неточности. РК и его аффилированные лица, директора, партнеры и сотрудники, в том числе лица, участвующие в подготовке и выпуске этого материала, имеют право покупать и продавать упоминающиеся в материале ценные бумаги и производные инструменты от них. На ценные бумаги номинированные в иностранной валюте могут оказывать влияние обменные курсы валют, изменение которых может вызвать снижение стоимости инвестиций в эти активы. Инвесторы в Американские депозитарные расписки также подвергаются риску изменения обменного курса валют. Инвестирование в российские ценные бумаги несет значительный риск, и инвесторы должны проводить собственное исследование надежности эмитентов. ЗАО «Ренессанс Капитал» обладает следующими лицензиями профессионального участника рынка ценных бумаг Российской Федерации: брокерская деятельность – лицензия от 12.07.2001 г. №177-05370-100000 дилерская деятельность – лицензия от 12.07.2001 г. №177-05386-010000 депозитарная деятельность - лицензия от 11.07.2001 г. №177-05399-000100