

Недооцененный RAB

Константин Рейли

Снижение энергопотребления в России в связи с кризисом может замедлить процесс перехода филиалов МРСК на RAB-регулирование в 2009г. В такой ситуации инвесторам следует выбирать объекты для инвестирования в распределительно-сетевом сегменте по двум критериям: доля филиалов, перешедших на RAB-регулирование с 2009г., и рыночная оценка ожидаемой величины базы капитала, на основе которой будут формироваться в будущем доходы инвесторов в МРСК. В наибольшей степени указанным критериям удовлетворяет МРСК Урала и МРСК Юга.

5 февраля замгендиректора Холдинга МРСК Александр Чистяков на форуме "Россия-2009" сообщил, что падение потребления электроэнергии в России может замедлить переход распределительных компаний на новую систему тарифного регулирования по методу доходности на вложенный капитал (RAB-регулирование). Дело в том, что падение потребления электроэнергии в России может привести к резкому скачку тарифов на передачу электроэнергии при применении RAB-регулирования. Этого попытаются избежать регулирующие органы для поддержки потребителей электроэнергии во время кризиса. В итоге, с достаточно высокой вероятностью переход на RAB-регулирование большинства филиалов распределительных компаний (за исключением МОЭСК и Ленэнерго) может произойти только в 2010г. Таким образом, преимущество будут иметь МРСК, которые уже перевели часть филиалов на RAB-регулирование с 2009г.

Перевод филиалов на RAB-регулирование позволяет МРСК в течение первого периода регулирования, который составляет три года, получать прогнозируемые тарифы, при формировании которых ежегодно учитывается ряд факторов, находящихся вне контроля компании, что особенно актуально в период кризиса. На начало 2009г. тарифы на основе RAB-регулирования получили 9 филиалов МРСК: Рязаньэнерго, Белгородэнерго, Астраханьэнерго, Тверьэнерго, Пермэнерго, Ростовэнерго, Курганэнерго, Тулаэнерго, Липецкэнерго.

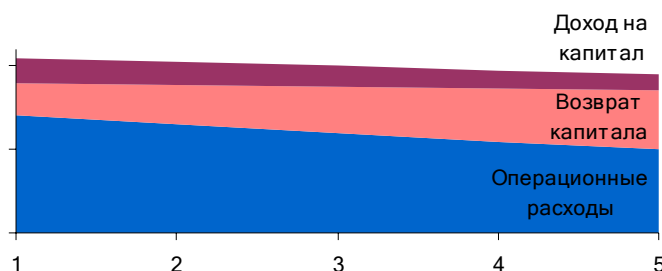
Доход инвесторов при RAB-регулировании складывается из двух основных источников: доход на капитал и возврат капитала. Доход на капитал формируется с использованием ставок, которые применяются к базе капитала. База капитала при первоначальном расчете оценщиками отражает текущую восстановительную стоимость активов компании с учетом износа (iRAB). Возврат капитала представляет собой амортизацию капитала в течение нормативного срока, который составляет для капитала, находящегося у МРСК до перехода на RAB-регулирование, 35 лет. Капитал, выступающий в роли базы для расчета дохода на капитал и возврата капитала ежегодно увеличивается на размер осуществленных инвестиций (за вычетом инвестиций, профинансированных за счет платы за присоединение) и уменьшается на величину, которая ежегодно закладывается в тариф как возврат капитала.

По заявлению представителя Холдинга МРСК дальнейший переход на RAB-регулирование сетей в 2009г. будет затруднен....

... в связи с этим преимуществом будут обладать МРСК, филиалы которых уже перешли на RAB-регулирование при расчете тарифов.

База капитала, участвующая в расчете тарифа при RAB-регулировании, является ключевым фактором будущих доходов инвестора.

Рис. 1. Динамика компонентов тарифа на передачу электроэнергии в условиях RAB-регулирования



Источник: ИК «ФИНАМ»

Таким образом, чем больше база капитала, тем более значительные доходы получают инвесторы в будущем. При этом ставка доходности в рамках RAB-регулирования должна отражать альтернативную доходность инвестиций с сопоставимыми рисками и может незначительно варьироваться для различных МРСК.

Специфический мультипликатор для компаний, тариф которых формируется на основе RAB-регулирования - EV/RAB - в развитых и развивающихся странах незначительно превышает 1. Однако, в России компании МРСК совершенно иначе оцениваются рынком, что видно из таблицы.

Табл. 1. Сравнение МРСК на основе рыночной оценки первоначальной базы капитала (iRAB).

Компания	Тикер	EV/iRAB	EV/TotalRAB
МРСК Центра	MRKC	0,35	0,17
МРСК Северо-Запада	MRKZ	0,27	0,17
МРСК Урала	MRKU	0,14	0,08
МРСК Сибири	MRKS	0,27	0,11
МРСК Юга	MRKY	0,28	0,14
МРСК Волги	MRKV	0,44	0,30
МРСК Центра и Приволжья	MRKP	0,33	0,15
МРСК Северного Кавказа	MRKK	0,17	0,11
Ленэнерго	LSNG	0,13	0,08
МОЭСК	MSRS	0,46	0,24
Среднее		0,28	0,15

Источник: данные ММВБ, оценки ИК «ФИНАМ»

Первоначальная база капитала (iRAB) приводится нами исходя из оценок, приведенных в презентации Федеральной Сетевой Компании (ФСК) «Изменения в регулировании». Нами была сделана корректировка оценки iRAB для МРСК Юга и МРСК Сибири с учетом особенностей формирования их как единых операционных компаний.

Так же в таблице приводится расчет мультипликатора EV/TotalRAB, где TotalRAB представляет собой величину капитала компании с учетом инвестиций, которые им придется осуществить с 2008 по 2012гг. в рамках инвестиционной программы, утвержденной контролирующим акционером МРСК - Холдингом МРСК. Нами были сделаны корректировки TotalRAB для МРСК Урала, МРСК Северного Кавказа и МОЭСК с учетом корректировки их инвестиционных программ, о которых заявляли представители данных компаний. Такой коэффициент показывает оценку МРСК с учетом увеличения их базы капитала в будущем. Однако, для МОЭСК и Ленэнерго он содержит существенные искажения, поскольку значительная часть инвестиционных программ этих компаний финансируется за счет платы за присоединение, которая не учитывается базе капитала.

Дисконты в рыночной оценке российских распределительно-сетевых компаний по сравнению с зарубежными аналогами можно объяснить рядом факторов: неопределенность со сроками полноценного перехода компаний на RAB-

Оценка российских МРСК по мультипликатору EV/RAB характеризуется значительной недооценкой по сравнению с зарубежными аналогами, и значительной дисперсией внутри российского сегмента.

В ряде случаев подобные дисконты у российских МРСК объясняются объективными причинами...

регулирование и возможная заниженная оценка первоначальной базы капитала. Однако величины существующих на рынке дисконтов по сравнению с зарубежными аналогами и между рядом российских компаний в распределенном сегменте мы считаем необоснованно высокими.

Мы выделяем две особо привлекательные в данный момент компании для инвестирования - МРСК Юга и МРСК Урала, отмечая, что у МРСК Урала больше рисков по сравнению с МРСК Юга.

Однако МРСК Урала и МРСК Юга по нашему мнению необъективно оценены рынком.

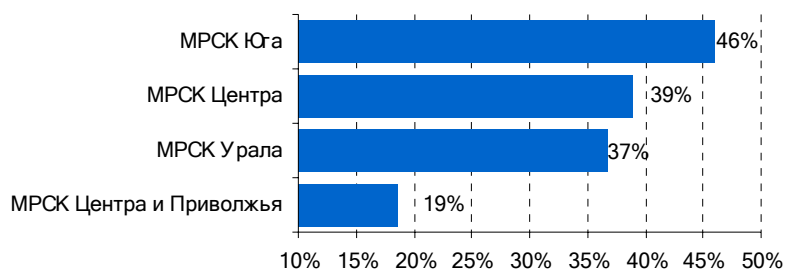
Дисконт в существующей рыночной оценке МРСК Северного Кавказа объясняется крайне низкой информационной открытостью компании и регионом ее деятельности, который создает дополнительные риски. Дисконт Ленэнерго можно объяснить незначительной долей акций компании в свободном обращении, что негативно сказывается на ликвидности акций компании. Так же в одном из регионов деятельности компании - Санкт-Петербурге - ожидается существенное снижение энергопотребления по итогам 2009г., что может негативно сказаться на выручке компании в следующем периоде регулирования.

Самые привлекательные МРСК

Среди драйверов рыночной цены акций МРСК Юга и МРСК Урала можно отметить значительную долю их филиалов, уже перешедших на RAB-регулирование. Существует вероятность того, что 100% филиалов МРСК Урала полностью перейдет на RAB-регулирование уже с 2010г.

При расчете доли филиала в совокупной стоимости компании МРСК мы использовали данные независимых оценщиков, на основании которых проводилась конвертация акций РСК (ранее независимых компаний) в МРСК около года назад.

Рис. 2. Доли филиалов, перешедших на RAB с 2009г. в совокупной стоимости МРСК.

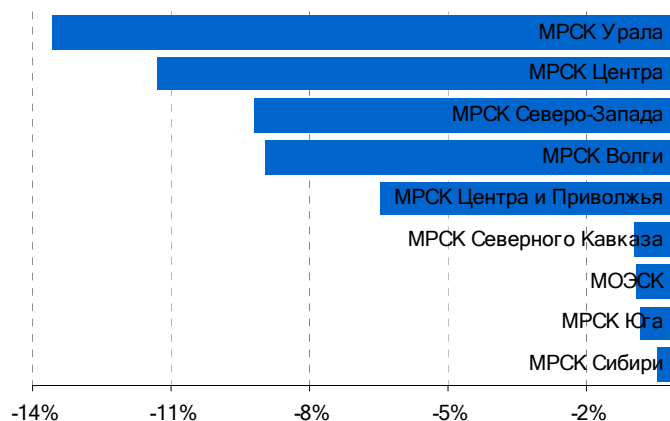


Источник: оценки ИК «ФИНАМ»

Так же мы хотели бы выделить дополнительные риски, которые присущи МРСК, и оценить их влияние на МРСК Юга и МРСК Урала: риск снижения спроса на электроэнергию в регионах функционирования компаний и существенное снижение инвестиционной программы.

Риск снижения спроса в 2009г. на электроэнергию незначительно влияет на выручку МРСК в 2009г, поскольку значительная доля выручки компании зависит не от энергопотребления в регионе, а от заявленной мощности оборудования потребителей. Однако, поскольку замер потребляемой мощности делается один раз в год - в декабре, то снижение потребления, которое наблюдалось в декабре 2008г., скажется на доходах МРСК в 2009г. Как видно из Рис. 3, в наибольшей мере от снижения энергопотребления, а соответственно и заявленной мощности, в 2009г. может пострадать МРСК Урала, в то время как МРСК Юга подвержена данному риску в незначительной мере.

Рис. 3. Средневзвешенная динамика фактического электропотребления в России в декабре 2008 г. в разбивке по МРСК по сравнению с декабрем 2007 г.



Источник: АПБЭ, оценки ИК «ФИНАМ»

Снижение инвестиционной программы МРСК так же является риском, поскольку после перехода на RAV-регулирование база капитала может быть заниженной в будущих периодах регулирования, что приведет к снижению ожидаемых доходов инвесторов. Так, из-за существенного прогнозируемого снижения энергопотребления в московском регионе инвестиционная программа МОЭСК была снижена на 64% в 2009г, и на 61% в 2010г. Мы считаем, что данный риск характерен в большей мере для МРСК Урала, в регионе деятельности которого из-за снижения промышленного производства и переноса ряда инвестиционных проектов по срокам может произойти снижение потребности в капиталовложениях в распределительные сети. Для МРСК Юга тоже существует такой риск, но с учетом существенной энергодефицитности региона, мы считаем, что инвестиционная программа компании не претерпит существенных изменений.

Таким образом, мы рекомендуем инвесторам обратить внимание на акции МРСК Юга и МРСК Урала, учитывая, что МРСК Урала в кризисной ситуации присуще больше рисков, чем МРСК Юга.

Аналитический Отдел

Бутов Александр
Butov@finam.ru
Руководитель отдела

Аналитики:

Сергиевский Владимир
Sergievskiy@finam.ru
Старший аналитик
Стратегии
Банки, Инфраструктура, Металлургия и добыча

Фильченков Сергей
Filchenkov@finam.ru
Аналитик
Потребительский сектор

Фролов Михаил
Frolov@finam.ru
Аналитик
Химия, Нефтехимия

Романов Константин
Romanov@finam.ru
Аналитик
Машиностроение, Банки, Транспорт

Рейли Константин
Reily@finam.ru
Аналитик
Электроэнергетика

Круглов Денис
Kruglov@finam.ru
Младший аналитик
Электроэнергетика

Сулинов Алексей
Sulinov@finam.ru
Младший аналитик
Металлургия и добыча

Зиянгулова Айголь
Ziyangulova@finam.ru
Ассистент аналитика

Гольшева Юлия
Golysheva@finam.ru
Ассистент аналитика

Инвестиционный Холдинг "Финам"

Справочно-консультационный центр
Оперативные ответы на все ваши вопросы по телефонам
+7 (495) 796-90-26,
+7 (495) 796-93-88, доб. 221
+7 (800) 200-44-00 (бесплатно по России)

Департамент «Инвестиционный»
Серебренников Дмитрий
Ag@finam.ru
+7 (495) 604-84-34

Отдел по работе с институциональными инвесторами
Залко Александр
Zalko@finam.ru
+7 (495) 604-81-65

Отдел классического рынка
Коновалов Василий
Konovalov@finam.ru
+7 (495) 604-80-62

Отдел международной торговли
Юдашкин Григорий
Yudashkin@finam.ru
+7 (495) 604-81-68, Факс: +7 (495) 604-81-07

Служба по связям с общественностью и СМИ
Кочетков Владислав
Kochetkov@finam.ru
+7 (495) 604-82-36

Управление по работе с регионами
Колоусов Денис
Kolousov@finam.ru
+7 (495) 796-93-88, доб. 105

Любченко Кирилл
Lyubchenko@finam.ru
Переводчик

Татаринов Александр
Tatarinov@finam.ru
Переводчик

Веда Марк
Veda@finam.ru
Главный редактор

Настоящий материал и содержащиеся в нем сведения предназначены для клиентов ЗАО «ФИНАМ», носят исключительно информативный характер и не могут рассматриваться ни как приглашение или побуждение сделать оферту, ни как просьба купить или продать ценные бумаги/другие финансовые инструменты, либо осуществить какую-либо иную инвестиционную деятельность. Представленная информация подготовлена на основе источников, которые, по мнению авторов данного аналитического обзора, являются надежными, но при этом отражает исключительно мнение авторов относительно анализируемых объектов. Несмотря на то, что настоящий обзор был составлен с максимально возможной тщательностью, ни его авторы, ни ЗАО «ФИНАМ» не заявляют и не гарантируют ни прямо, ни косвенно его точность и полноту. Любая информация и любые суждения, приведенные в данном материале, являются суждением на момент публикации настоящего аналитического обзора и могут быть изменены без предупреждения. Ни ЗАО «ФИНАМ», ни его сотрудники не несут ответственности за какие-либо потери, возникшие в результате использования настоящего материала либо в какой-либо другой связи с ним. Копирование, воспроизводство и/или распространение настоящего материала, частично или полностью, без письменного разрешения ЗАО «ФИНАМ» категорически запрещено.