


ГАЗПРОМБАНК

Облигации ОАО «ФСК ЕЭС»: точно в десятку!

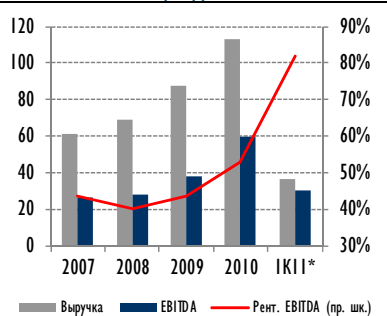
ОАО «ФСК ЕЭС»-13

Эмитент	ОАО «ФСК ЕЭС»
Рейтинги, S&P/Moody's/Fitch	BBB / Baa2 / —
Объем, млрд руб.	10,0
Оферта	—
Срок обращения	10 лет
Индикативная ставка купона	8,90–9,20%
Организаторы	Газпромбанк, Ренессанс Капитал, ВТБ Капитал, Сбербанк России

Прогнозные тарифы на передачу э/э ОАО «ФСК ЕЭС», тыс. руб. / МВт-мес.



Группа «ФСК ЕЭС»: динамика выручки и EBITDA по МСФО, млрд руб.



* по данным РСБУ-отчетности для ОАО «ФСК ЕЭС»
Источник: компания

Сегодня, 27 июня, Федеральная сетевая компания Единой энергетической системы (в дальнейшем – ОАО «ФСК ЕЭС») открыла книгу на размещение облигаций серии 13 объемом 10,0 млрд руб. со сроком обращения 10 лет. Оферта по выпуску не предусмотрена, закрытие книги должно состояться 1 июля.

Заметим, что за последний год ОАО «ФСК ЕЭС» несколько раз выходило на долговой рынок, постепенно увеличивая срок заимствований, которые становились ориентиром для первоклассных корпоративных эмитентов. Вместе с тем для компании привлечение заимствований с большим сроком выглядит вполне оправданным, если принять во внимание длительный период возврата инвестированного компанией капитала, а также становящийся все более долгосрочным характер регулирования ее деятельности.

ОАО «ФСК ЕЭС» давно и хорошо известно долговому сообществу, поэтому в настоящем обзоре мы остановимся лишь на основных моментах, помогающих понять кредитные риски компании на перспективу, а также связанные с последними событиями вокруг нее.

Утвержденные параметры RAB-регулирования – ключ к стабильному росту в ближайшие 4 года. С 2010 г. ОАО «ФСК ЕЭС» перешло на новую систему тарифного регулирования по принципу Regulatory Asset Base (RAB). Напомним основные преимущества данной системы, которые делают ее более предпочтительной для компаний по сравнению с прежде действовавшей методикой «затраты плюс»:

- ▶ закрепление основных показателей доходов и расходов на долгосрочный период регулирования, что повышает прогнозируемость генерируемых денежных потоков;
- ▶ гарантии возврата инвестированного капитала и компенсации непредвиденных расходов (недополученной выручки);
- ▶ стимулирование эффективности путем сохранения в компании доходов от снижения операционных расходов.

Переход на RAB-регулирование, а также контроль над затратами позволяют компании улучшать и без того высокие показатели эффективности: к примеру, рентабельность компании по EBITDA выросла с 40–44%, наблюдавшихся на протяжении 2006–2009 гг. (МСФО), до 52,7% в 2010 г. (МСФО) и рекордных 81,8% по итогам 1К11 (РСБУ).

Исходя из официальных документов ФСТ, ОАО «ФСК ЕЭС» зафиксировало для себя ощутимый рост тарифа на передачу до 2014 г. (срок первого периода регулирования был установлен с 2010 по 2014 гг.). В частности, в 2011 и 2012 гг. рост среднего тарифа в годовом сравнении составит 27,9% и 24,8% соответственно, в 2013 и 2014 гг. – 26,3% (с учетом проведенного в апреле 2011 г. сглаживания). На фоне столь существенного роста тарифа средний темп прироста выручки в течение первого 5-летнего периода регулирования должен превысить 25%.

Тарифы ОАО «ФСК ЕЭС» на период 2011 – 2014 гг.

	2011	2012П	2013П	2014П
Средний тариф, тыс. руб. / МВт в мес.	111,0	138,6	175,0	221,0
Темп роста	27,9%	24,8%	26,3%	26,3%

Источник: данные и прогнозы компании, ГПБ

Прогноз финансовых показателей ОАО «ФСК ЕЭС» на 2011–2014 гг.*

	2011П	2012П	2013П	2014П
Выручка, млрд руб.	118,5	147,9	186,8	235,9
EBITDA, млрд руб.	76,1	98,7	136,9	182,4
Рентабельность по EBITDA	64,2%	66,8%	73,3%	77,3%

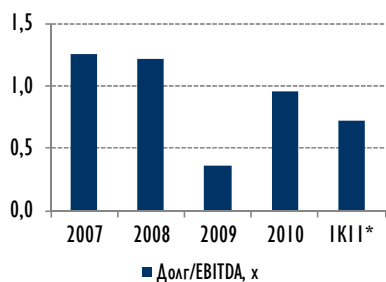
* указан объем выручки за передачу электроэнергии без учета потерь и соответствующий показатель EBITDA
Источник: данные компании



Вопрос тарифного регулирования ОАО «ФСК ЕЭС» после 2014 г. остается открытым,...

...однако до сих пор регулирование было благоприятным, и у нас есть все основания полагать, что подобная ситуация сохранится.

Группа «ФСК ЕЭС»: динамика показателя «Долг/EBITDA» по МСФО



* по данным РСБУ-отчетности для ОАО «ФСК ЕЭС»
Источник: компания

Регулирование после 2014 г. — смотрим на факты. Решения относительно величины тарифов на услуги ОАО «ФСК ЕЭС» по окончании первого долгосрочного периода регулирования, т. е. после 2014 г., к настоящему моменту не принято. Более того, сейчас обсуждается возможность изменения существующих регулятивных норм: в частности, продления 1-го долгосрочного периода до 7 лет или замену «фиксированных» пятилеток на «скользящие» (т. е. утверждение параметров на новый 5-летний период с начала каждого отдельно взятого года).

Безусловно, достаточный опыт применения RAB-регулирования в России отсутствует. Кроме того, уже утвержденные решения нередко пересматриваются: в октябре 2010 г. была увеличена протяженность первого долгосрочного периода регулирования с 3 до 5 лет, а в апреле текущего года — понижен годовой прирост тарифа для 2–4 кварталов 2011 года с ранее одобренных 32,9% до 26,4% в рамках процесса сглаживания. Все это несет в себе определенные риски.

Вместе с тем, по нашим наблюдениям, до сего момента государство сохраняло конструктивный настрой по отношению к компании, что отражается в его тарифных решениях. К слову, упомянутое апрельское снижение роста тарифа на 2011 г. было компенсировано одновременным увеличением темпов прироста в 2013–2014 гг. (с 21,1% и 15,2% соответственно до 26,3%). Как следствие в абсолютном выражении к 2014 г. тариф по передаче электроэнергии компанией должен достичь 220,9 тыс. руб. / МВт в месяц против ранее утвержденных 206,9 тыс. руб. / МВт в месяц.

К тому же не следует забывать о том, что вклад тарифа на передачу энергии по магистральным сетям в итоговый счет, оплачиваемый конечным потребителем, составляет 6%, что автоматически делает ОАО «ФСК ЕЭС» более защищенным от возможного принятия социально популярных — и одновременно негативных для денежных потоков компании — решений.

Инвестиционная программа — пульс на долговой нагрузке. ОАО «ФСК ЕЭС» традиционно осуществляет масштабный объем инвестиций: последние 5 лет компания ежегодно направляла на капитальные вложения сумму, в среднем более чем вдвое превышающую годовую EBITDA; при этом основными источниками финансирования выступали собственные и бюджетные средства.

Инвестпрограмма ОАО «ФСК ЕЭС» на 2011 — 2014 гг. и источники финансирования, млрд руб.

	2011П	2012П	2013П	2014П
Инвестиционная программа	189,6	194,6	197,8	200,0
в т. ч. тарифные источники	62,8	77,5	102,0	136,6
собственные средства*	61,0	31,1	32,7	32,2
заемные средства	65,8	86,0	63,1	31,2
Долг	121,8	207,8	270,9	302,0
Долг / EBITDA, x	1,6	2,1	2,0	1,7

* в том числе НДС, бюджет, плата за техприсоединение

Источник: компания

Несмотря на внушительный объем инвестиционной программы на ближайшие 5 лет, у компании есть существенный запас прочности: по нашим подсчетам на основании МСФО-отчетности, на конец 2010 г. долговая нагрузка на группу «ФСК ЕЭС» находилась на умеренном уровне 1,0x по соотношению «Долг/EBITDA». При этом величина чистого долга — если принять во внимание имеющиеся у компании вложения в векселя крупных российских банков с погашением в 2011 г. — была отрицательной.

Учитывая текущие планы компании относительно источников финансирования инвестиционной программы, долговая нагрузка по коэффициенту «Долг/EBITDA» до конца 2014 г., по данным компании, не должна превысить уровень 2,0–2,5x.

Добавим, что объем привлекаемого компанией долгового финансирования не является фиксированным — насколько мы понимаем, он может корректироваться в случае пересмотра в



История изменения кредитных рейтингов ОАО «ФСК ЕЭС»

Moody's		S&P	
февраль 2006 г.	Baa2 предв.	июнь 2004 г.	B
апрель 2007 г.	Baa2	ноябрь 2004 г.	B+
		февраль 2007 г.	BB+
		март 2008 г.	BBB

Источник: Moody's, S&P

будущем установленных параметров RAB и соответствующего пересмотра инвестиционных вложений. В долгосрочной перспективе на инвестиции также могут быть направлены средства от возможной «монетизации» пакета в ОАО «Интер РАО ЕЭС» (после произведенной весной нынешнего года допэмиссии группа «ФСК ЕЭС» является крупнейшим акционером компании с долей около 20%).

Инвестиционные рейтинги – угроза невелика. В настоящее время ОАО «ФСК ЕЭС» имеет рейтинги от 2 международных агентств – «BBB/стабильный» от S&P и «Baa2/стабильный» от Moody's. До сегодняшнего дня проводимая государством тарифная политика в области энергоснабжения в большой степени отвечала интересам компании, к тому же ОАО «ФСК ЕЭС» привлекало главным образом долгосрочное фондирование и сохраняло контроль над уровнем долговой нагрузки. Учитывая это, мы не ожидаем в обозримой перспективе негативных действий со стороны рейтинговых агентств.

Основные финансовые показатели Группы «ФСК ЕЭС» по МСФО, 2007–I кв. 2011, млн руб.

	2007	2008	2009	2010	I кв. 2011*
Выручка	61 087	69 251	87 580	113 330	36 590
EBITDA	26 679	27 690	38 261	59 741	29 918
Процентные расходы	(3 413)	(2 777)	(1 928)	(1 906)	0
Операционный денежный поток	20 612	17 043	30 333	52 724	—
Капитальные вложения	(72 166)	(117 695)	(90 934)	(141 800)	—
Капитальные вложения/EBITDA	2,7	4,3	2,4	2,4	—
Свободный денежный поток	(51 554)	(100 652)	(60 601)	(89 076)	—
Финансовый долг	33 427	33 529	13 545	57 385	56 882
Краткосрочный долг	33 427	16 211	7 545	7 385	6 882
Долгосрочный долг	0	17 318	6 000	50 000	50 000
Денежные средства и депозиты	18 625	18 071	43 886	18 179	27 493
Краткосрочные векселя	2 969	57 251	48 681	43 156	28 154
Чистый долг**	11 833	(41 793)	(79 022)	(3 950)	1 235
Собственный капитал	282 926	590 477	800 525	874 104	822 834
Активы	424 925	695 759	975 146	1 071 648	926 493
Ключевые показатели					
Рентабельность по EBITDA, %	43,7	40,0	43,7	52,7	81,8
Долг/EBITDA за 12 мес., х	1,3	1,2	0,4	1,0	0,7
Чистый долг**/EBITDA за 12 мес., х	0,4	отриц.	отриц.	отриц.	0,0
EBITDA/Процентные расходы, х	7,8	10,0	19,8	31,3	—

* использованы данные отчетности по РСБУ для ОАО «ФСК ЕЭС»

** чистый долг учитывает величину вложений ОАО «ФСК ЕЭС» в краткосрочные векселя

Источник: данные компании, расчеты Газпромбанка



Газпромбанк

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

Департамент анализа рыночной конъюнктуры

Андрей Богданов

начальник департамента

+7 (495) 988 23 44

Andrei.Bogdanov@gazprombank.ru

Управление анализа фондового рынка

Стратегия на фондовом рынке

Андрей Богданов**Анна Богдюкевич**

+7 (495) 983 18 00 доб. 54085

Металлургия

Сергей Канин

+7 (495) 988 24 06

Химическая промышленность

Алексей Астапов

+7 (495) 428 49 33

Технический анализ рынков и акций

Владимир Кравчук, к. ф.-м. н

+7 (495) 983 18 00 доб. 21479

Банковский сектор

Андрей Клапко

+7 (495) 983 18 00 доб. 21401

Макроэкономика

Анна Богдюкевич

+7 (495) 983 18 00 доб. 54085

Транспорт и машиностроение

Алексей Астапов

+7 (495) 428 49 33

Редакторская группа

Татьяна Курносенко

+7 (495) 983 18 00 доб. 54084

Нефть и газ

Иван Хромушин

+7 (495) 980 43 89

Александр Назаров

+7 (495) 980 43 81

Электроэнергетика

Дмитрий Котляров

+7 (495) 913 78 26

Телекоммуникации и медиа

Андрей Богданов

+7 (495) 988 23 44

Анна Курбатова

+7 (495) 913 78 85

Управление анализа инструментов

с фиксированной доходностью

Алексей Дёмкин, CFA

начальник управления

+7 (495) 980 43 10

Alexey.Demkin@gazprombank.ru

Кредитный анализ

Яков Яковлев

+7 (495) 988 24 92

Юрий Тулинов

+7 (495) 983 18 00 доб. 21417

Департамент рынков фондового капитала

Константин Шашаров

директор

+7 (495) 983 18 11

Konstantin.Shapsharov@gazprombank.ru

Управление торговли и продаж инструментов фондового рынка

Продажи

Мария Братчикова

+7 (495) 988 24 03

Артем Спасский

+7 (495) 989 91 20

Светлана Голодинкина

+7 (495) 988 23 75

Трејдинг

Денис Войниконис

+7 (495) 983 74 19

Управление рынков фондового капитала

Алексей Семенов, CFA

директор

+7 (495) 989 91 34

Управление электронной торговли

Максим Малетин

начальник управления

+7 (495) 983 18 59

+8 (800) 200 70 88

broker@gazprombank.ru

Продажи

Александр Лежнин

+7 (495) 988 23 74

Никита Иванов

+7 (495) 989 91 29

Анна Нифанова

+7 (495) 983 18 00 доб.

21455

Трејдинг

Денис Филиппов

+7 (495) 428 49 64

Дамир Терентьев

+7 (495) 983 18 89

Тимур Зубайраев

+7 (495) 913 78 57

Региональные продажи

Александр Погодин

+7 (495) 989 91 35

Департамент инструментов долгового рынка

Павел Исаев

начальник департамента

+7 (495) 980 41 34

Pavel.Isaev@gazprombank.ru

Управление рынков заемного капитала

Игорь Ешков

начальник управления

+7 (495) 913 74 44

Управление торговли и продаж долговых инструментов

Андрей Миронов

начальник управления

+7 (495) 428 23 66

Продажи

Илья Ремизов

+7 (495) 988 23 73

Дмитрий Кузнецов

+7 (495) 428 49 80

Вера Ярышкина

+7 (495) 980 41 82

Себастьян де Принсак

+7 (495) 989 91 28

Роберто Пещименти

+7 (495) 989 91 27

Трејдинг

Елена Капица

+7 (495) 983 18 80

Дмитрий Рябчук

+7 (495) 719 17 74

Copyright © 2003 — 2011. «Газпромбанк» (Открытое акционерное общество). Все права защищены

Данный отчет подготовлен аналитиками «Газпромбанка» (Открытого акционерного общества) (далее — ГПБ (ОАО)) на основе публичных источников, заслуживающих, на наш взгляд, доверия, однако проверка представленных в этих источниках данных нами не проводилась. За исключением информации, касающейся непосредственно ГПБ (ОАО), последний не несет ответственности за точность и полноту информации, содержащейся в отчете. Представленные в отчете мнения и суждения отражают только личную точку зрения аналитиков относительно описываемых событий и анализируемых ситуаций. Они не обязательно отражают мнение ГПБ (ОАО) и могут изменяться без предупреждения, в том числе в связи с появлением новых корпоративных и рыночных данных. ГПБ (ОАО) не обязан обновлять, изменять или дополнять данный отчет или уведомлять кого-либо об этом. Финансовые инструменты, упоминаемые в данном отчете, могут быть не подходящими инструментами инвестирования для определенных инвесторов. Отчет не может являться единственным основанием для принятия инвестиционных решений. Инвесторы должны принимать инвестиционные решения самостоятельно, привлекая для этих целей собственных независимых консультантов, если сочтут это необходимым, и руководствоваться интересами и задачами. Авторы не берут на себя ответственность за действия, предпринятые на основе изложенной в этом отчете информации.

Информация, содержащаяся в данном отчете или приложениях к нему, не является предложением об оказании услуг, не может рассматриваться как оферта, приглашение делать коммерческие предложения или реклама, если иное прямо не указано в настоящем отчете или приложениях к нему.