

НА ВОЛНЕ РОСТА ДОЛГОВОЙ НАГРУЗКИ

Высокие результаты за 1 п/г 2011 г. по МСФО и новый выпуск облигаций на 10 млрд руб.

Выручка выросла вслед за тарифами. Федеральная сетевая компания представила результаты за 1 п/г 2011 г. по МСФО. Выручка компании возросла на 26% год к году до 113,3 млрд руб. – благодаря как росту тарифов, так и увеличению объемов передачи электроэнергии. EBITDA составила 43,7 млрд руб., что выше соответствующего прошлогогоднего показателя на 48%. Рентабельность EBITDA повысилась с 52,2% в 1 п/г 2010 г. до 61,3%. Чистая прибыль выросла год к году в 3,5 раза, однако главным образом за счет переоценки, связанной со сделкой по передаче Интер РАО генерирующих активов в обмен на 19,4-процентную долю в этой компании.

Компания наращивает долг. Общий долг компании за последние шесть месяцев почти не изменился, составив 58,4 млрд руб. В то же время чистый долг (для его расчета мы используем денежные средства, средства на депозитах, а также краткосрочные векселя, выписанные надежными эмитентами) вышел из отрицательной зоны и достиг 33 млрд руб. Отражающий долговую нагрузку коэффициент Долг/EBITDA снизился до 0,8 с 0,9 годом ранее, в то время как отношение Чистый долг/EBITDA составило 0,4 против отрицательного значения на конец 2010 г. В июле, то есть уже после завершения отчетного периода, компания привлекла еще 30 млрд руб. публичного долга, а в октябре погасила 6 млрд руб. задолженности, – таким образом, ее общий долг предположительно вырос до 82 млрд руб., а к концу года, по нашим прогнозам, составит 100–110 млрд руб.

Обширная инвестиционная программа... Росту долга способствовала обширная инвестиционная программа компании. Так, чистый операционный денежный поток ФСК в 1 п/г 2011 г. составил 36,3 млрд руб. (+40% к показателю за аналогичный период 2010 г.), в то время как объем капзатрат составил 69,2 млрд руб. Мы ожидаем, что объем инвестиционной программы на этот год составит около 170 млрд руб., для покрытия которой компания продолжит привлекать внешнее финансирование. Всего же, в соответствии с утвержденной Советом директоров в конце декабря 2010 г. инвестиционной программой, объем капзатрат в период с 2010 по 2014 гг. должен составить 952,4 млрд руб.

...может быть скорректирована. Вопросом, от решения которого зависит дальнейшее осуществление утвержденной инвестиционной программы, является темп роста тарифов в ближайшей перспективе. Представители надзорных органов предлагают различные схемы повышения тарифов на 2012 и последующий годы, и, хотя решения пока не приняты, уже понятно, что изначально планировавшийся среднегодовой рост на 26% вплоть до 2014 г. едва ли возможен. На прошлой неделе глава Федеральной службы по тарифам Сергей Новиков сообщил, что тарифы могут быть повышены 2 п/г 2012 г. и повышение составит не более 20%, что будет означать рост среднегодового тарифа на 10% в 2012 г. Учитывая приближение выборов, мы считаем это максимально возможным ростом по итогам следующего года. Между тем менеджмент ФСК заверил инвесторов, что рассматривает различные сценарии и в зависимости от утвержденных тарифов готов изменить параметры инвестпрограммы. Пока компания заявила об возможном объеме уровня капзатрат на следующий год в

Ключевые показатели ФСК

МСФО, млн руб.

	1 п/г 2010	2010	1 п/г 11	2011П
Выручка	56 565	113 330	71 217	145 000
EBITDA	29 538	62 140	43 652	89 000
Чистая прибыль	12 636	18 383	43 928	
Краткосрочный долг	599	7 497	7 552	
Долгосрочный долг	6 000	50 000	50 815	
Общий долг	6 599	57 497	58 367	105 000
Чистый долг	(55 327)	(1 423)	33 029	
Капитал	859 564	874 104	888 815	
Активы	990 970	1 071 648	1 077 391	
Рентаб. По EBITDA, %	52,2	54,8	61,3	
Кэф. тек. ликвидности	2,6	1,7	1,3	
Долг/EBITDA		0,9	0,8	1,2
Чистый долг/EBITDA		-	0,4	
Капитал/Активы	0,9	0,8	0,8	
Капитал/Долг	130,3	15,2	15,2	
Кр. Долг, %	9,1	13,0	12,9	
CFO	25 959	53 449	36 275	
CFI	(36 914)	(127 043)	(31 279)	
CFF	(7 452)	53 468	(2 102)	
Капзатраты	(51 812)	(140 939)	(69 156)	(170 000)

Источники: данные компании, оценки УРАЛСИБа

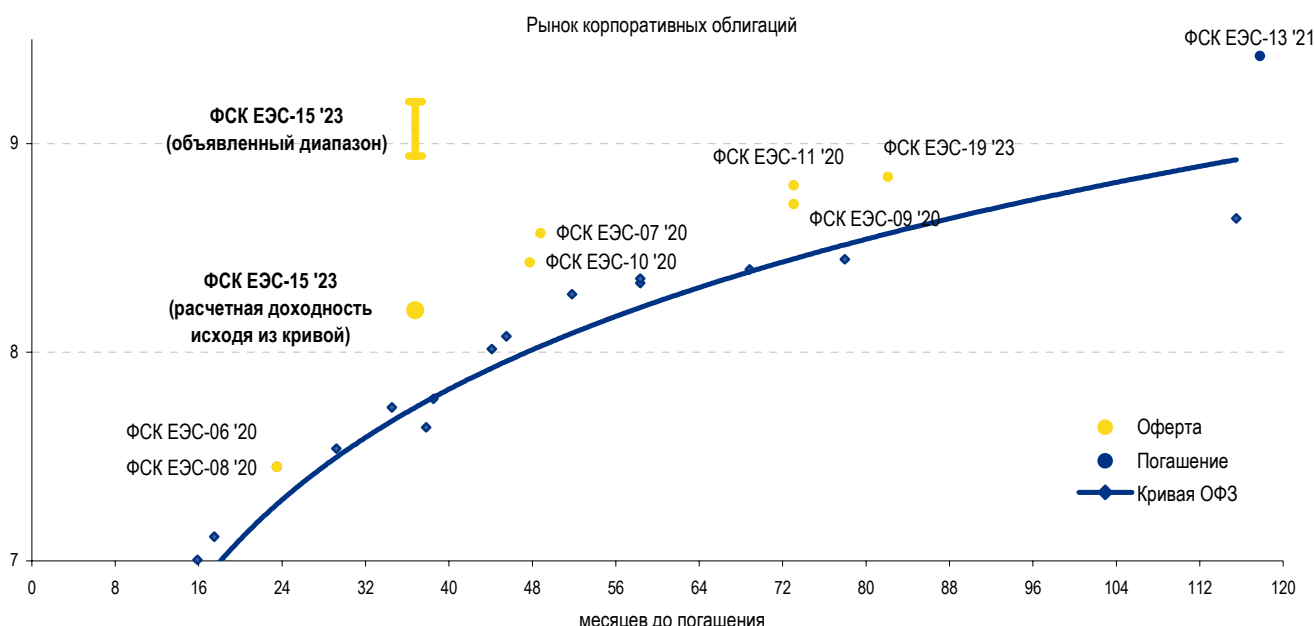
диапазоне 150–190 млрд руб. Отмечаем, что, несмотря на сокращение инвестрасходов, обусловленное замедлением роста тарифов, долговая нагрузка компании будет увеличиваться. Менеджмент заявил, что считает комфортным уровень долговой нагрузки не выше 2,5–3 по коэффициенту долг/EBITDA. При этом, по нашим прогнозам, превысить отметку 2 и приблизиться к уровню 2,5 компания сможет уже по итогам 2012 г. или 1 п/г 2013 г. И хотя менеджмент, сославшись на недавнюю встречу с представителями рейтинговых агентств, сообщил, что увеличение долговой нагрузки не приведет к снижению рейтинга, мы считаем, что снижение вполне вероятно. Пока же мы ожидаем роста долговой нагрузки в терминах Долг/EBITDA до 1,2, к концу текущего года (при прогнозе EBITDA на уровне 90 млрд руб.).

Облигации непривлекательны. В настоящий момент в обращении находятся восемь рублевых выпусков ФСК общим объемом 80 млрд руб. Средний спред этих выпусков к кривой ОФЗ составляет около 50 б.п., что не сильно отличается от уровней середины лета и, по сути, означает, что облигации ФСК, в отличие от большинства бумаг корпоративного сектора, существенно не затронули массированные распродажи, имевшие место на рынке в последние месяцы. Мы высоко оцениваем кредитное качество компании, однако не считаем ее облигационные выпуски привлекательными со спекулятивной точки зрения. Бумаги ФСК, как и другие облигации эмитентов первого эшелона, могут быть хорошим инструментом управления ликвидностью, однако в среднесрочной перспективе мы ожидаем расширения кредитного спреда, чему будет способствовать рост долговой нагрузки, риск понижения рейтинга и, что наиболее важно, существенное увеличение предложения. Так, зарегистрировано уже семь новых выпусков ФСК совокупным объемом 95 млрд руб., а инвестиционные аппетиты компании еще выше.

ФСК размещает новый выпуск. В середине недели стало известно, что в конце октября ФСК планирует разместить облигации 15-й серии на 10 млрд руб. Срок обращения составит 12 лет, по выпуску будет установлена трехлетняя оферта. Ориентир организаторов по купону – 8,75–9,0%, что соответствует доходности к оферте 8,94–9,2%. Сегодня компания открыла книгу заявок, которая будет закрыта уже в понедельник, в 17:00. Техническое размещение состоится 27 октября. На наш взгляд, при такой дюрации и доходности выпуск весьма привлекателен – в настоящий момент кривая доходности ФСК предполагает доходность для выпусков указанной срочности на уровне 8,2%. Стоит помнить, что последние размещения ФСК проходили заметно ниже (на 40–50 б.п.) изначально заявленных диапазонов, однако теперь, при возросших рисках и низкой ликвидности, весьма вероятна существенная премия к вторичному рынку, что делает участие в размещении выгодным.

Новый выпуск ФСК предлагает существенную премию

Рублевые выпуски облигаций ФСК, 19.10.2011 г.



Источники: ММВБ, оценка УРАЛСИБа

Предыдущие публикации по теме

Июль 15, 2011 ФСК – ФСК увеличивает предложение длинных облигаций. Компания размещает очередной выпуск для финансирования инвестпрограммы

http://www.uralsibcap.ru/products/download/110715_FI_Federal%20Grid_Primary.pdf?docid=11013&lang=ru

Департамент по операциям с долговыми инструментами

Исполнительный директор, руководитель департамента

Борис Гинзбург, ginzburgbi@uralsib.ru

Управление продаж и торговли

Руководитель управления

Сергей Шемардов, she_sa@uralsib.ru

Управление продаж

Елена Довгань, dov_en@uralsib.ru
Анна Карпова, karpovaam@uralsib.ru
Екатерина Кочемазова, kochemazovaea@uralsib.ru
Дмитрий Попов, popovdv@uralsib.ru
Алексей Соколов, sokolovav@uralsib.ru
Дэниэл Фельцман, feltsmand@uralsib.ru

Управление торговли

Вячеслав Чалов, chalovvg@uralsib.ru
Наталья Храброва, khrabrovann@uralsib.ru
Александр Глебов, glebovav@uralsib.ru
Александр Доткин, dotkinas@uralsib.ru

Управление по рынкам долгового капитала

Корпоративные выпуски

Артемий Самойлов, samojlovaa@uralsib.ru
Виктор Орехов, ore_vv@uralsib.ru
Алексей Чекушин, chekushinay@uralsib.ru

Региональные выпуски

Кирилл Иванов, ivanovkv@uralsib.ru
Александр Маргеев, margeevas@uralsib.ru

Сопровождение проектов

Гюзель Тимошкина, tim_gg@uralsib.ru
Галина Гудыма, gud_gi@uralsib.ru
Наталья Грищенко, grischenkovane@uralsib.ru
Ольга Степаненко, stepanenkovaa@uralsib.ru

Аналитическое управление

Руководитель управления

Константин Чернышев, che_kb@uralsib.ru

Дирекция анализа долговых инструментов

Руководитель Дмитрий Дудкин, dudkindi@uralsib.ru

Заместитель руководителя управления

Вячеслав Смольянинов, smolyaninovv@uralsib.ru

Долговые обязательства

Дмитрий Дудкин, dudkindi@uralsib.ru
Надежда Мырסיкова, myrsikovann@uralsib.ru
Ольга Стерина, sterinaoa@uralsib.ru
Юрий Голбан, golbanyv@uralsib.ru
Антон Табах, tabakhav@uralsib.ru
Андрей Кулаков, kulakovan@uralsib.ru
Татьяна Днепровская, dneprovskata@uralsib.ru

Нефть и газ

Алексей Кокин, kokinav@uralsib.ru
Юлия Новиченкова, novichenkova@uralsib.ru
Станислав Кондратьев, kondratievsd@uralsib.ru

Стратегия

Вячеслав Смольянинов, smolyaninovv@uralsib.ru
Леонид Слипенченко, slipchenkola@uralsib.ru

Электроэнергетика

Матвей Тайц, tai_ma@uralsib.ru
Иван Рубинов, rubinoviv@uralsib.ru

Макроэкономика

Алексей Девятков, devyatovae@uralsib.ru
Наталья Майорова, mai_ng@uralsib.ru
Ольга Стерина, sterinaoa@uralsib.ru

Металлургия/Горнодобывающая промышленность

Дмитрий Смолин, smolindv@uralsib.ru
Валентина Богомолова, bogomolovava@uralsib.ru

Банки

Леонид Слипенченко, slipchenkola@uralsib.ru
Наталья Майорова, mai_ng@uralsib.ru
Наталья Березина, berezinana@uralsib.ru

Телекоммуникации/Медиа/ИТ

Константин Чернышев, che_kb@uralsib.ru
Константин Белов, belovka@uralsib.ru
Николай Дьячков, dyachkovna@uralsib.ru

Анализ рыночных данных

Вячеслав Смольянинов, smolyaninovv@uralsib.ru
Василий Дегтярев, degtyarevnm@uralsib.ru
Дмитрий Пуш, pushds@uralsib.ru
Максим Недовесов, nedovesovmv@uralsib.ru

Минеральные удобрения/

Машиностроение/Транспорт

Денис Ворчик, vorchikdb@uralsib.ru
Артем Егоренков, egorenkovag@uralsib.ru

Потребительский сектор/Недвижимость

Тигран Оганесян, hovhannisyan@uralsib.ru
Александр Шелестович, shelestovich@uralsib.ru

Редактирование/Перевод

Английский язык

Джон Уолш, walshj@uralsib.ru,
Тимоли Халл, hallt@uralsib.ru
Пол Де Витт, dewittpd@uralsib.ru
Хиссам Латиф, latifh@uralsib.ru

Русский язык

Андрей Пятигорский, pya_ae@uralsib.ru
Евгений Гринкрэг, grinkruges@uralsib.ru
Ольга Симкина, sim_oa@uralsib.ru
Анна Разинцева, razintsevaav@uralsib.ru
Степан Чургов, chugrovss@uralsib.ru
Алексей Смородин, smorodinay@uralsib.ru

Дизайн

Ангелина Шабаринова, shabarinovav@uralsib.ru

Настоящий бюллетень предназначен исключительно для информационных целей. Ни при каких обстоятельствах он не должен использоваться или рассматриваться как оферта или предложение делать оферты. Несмотря на то что данный материал был подготовлен с максимальной тщательностью, УРАЛСИБ не дает никаких прямых или косвенных заверений или гарантий в отношении достоверности и полноты включенной в бюллетень информации. Ни УРАЛСИБ, ни агенты компании или аффилированные лица не несут никакой ответственности за любые прямые или косвенные убытки от использования настоящего бюллетеня или содержащейся в нем информации. Все права на бюллетень принадлежат ООО «УРАЛСИБ Кэпитал», и содержащаяся в нем информация не может воспроизводиться или распространяться без предварительного письменного разрешения. © УРАЛСИБ Кэпитал 2011