

РОСТ ДОЛГОВОЙ НАГРУЗКИ НЕ ВНУШАЕТ ОПАСЕНИЙ

Компания представила достойные финансовые результаты по МСФО за 2011 г.

Рентабельность компании остается высокой. Выручка ФСК по итогам 2011 г. возросла на 23% до 140 млрд руб., главным образом за счет роста тарифов на передачу электроэнергии. Показатель EBITDA за тот же период повысился на 16% до 80 млрд руб., из чего следует, что рентабельность компании по итогам 2011 г. составила 57,4% – снижение на 3,3 п.п. по сравнению с 2010 г. Чистая скорректированная прибыль ФСК за год увеличилась на 37% и достигла 38 млрд руб.

Компания осуществляет масштабную инвестпрограмму. Чистый операционный денежный поток ФСК за 2011 г. составил 69 млрд руб., на 28% превысив показатель годичной давности. По итогам года объем капзатрат компании достиг 154 млрд руб., что несколько ниже изначального прогноза, равного 160–170 млрд руб. Напомним, что ФСК реализует масштабную инвестиционную программу, предполагающую в 2010–2014 гг. капзатраты в размере 952,4 млрд руб. К настоящему моменту накопленный объем капзатрат составляет 295 млрд руб. Можно предположить, что, если утвержденные правительством тарифы (повышение которых намечается в июле) окажутся ниже ожиданий, ФСК договорится с регулятором о сокращении инвестиционной программы, отчасти нивелировав тем самым потенциальное негативное влияние этого на свободный денежный поток. По итогам 2011 г. компания не планирует выплачивать дивиденды ввиду чистого убытка по РСБУ.

Долговая нагрузка ожидаемо растет. Ввиду значительного масштаба инвестпрограммы общий долг компании вырос за год на 131% до 133 млрд руб. Чистый долг ФСК, в расчет которого мы включаем помимо денежных средств объем средств на банковских депозитах, а также большую часть краткосрочных векселей надежных эмитентов, на конец 2011 г. составил 85 млрд руб. (против отрицательного показателя на уровне 1,4 млрд руб. на конец 2010 г.). Долговая нагрузка по коэффициенту Долг/EBITDA к концу года выросла до 1,7 с 0,8 на конец 2010 г. и 0,7 на конец 1 п/г 2011 г. Отношение Чистый долг/EBITDA на конец 2011 г. составило 1,1. Менеджмент сообщил, что долговую нагрузку по показателю Долг/EBITDA планируется ограничить уровнем 2,5–3, а до его достижения – финансировать инвестпрограмму по большей части за счет заимствований. По нашему прогнозу, компания может приблизиться к этому уровню уже по итогам 2012 г. или 1 п/г 2013 г.

ФСК размещает новый выпуск. Сегодня в 17:00 ФСК закрывает книгу заявок на размещение нового выпуска облигаций серии 12 объемом 10 млрд руб. сроком обращения семь лет, с четырехлетней офертой. Организаторы определили ориентир по купону в диапазоне 8,20–8,40%, что соответствует доходности YtP 8,37–8,58%. По нижней границе объявленного диапазона новый выпуск ложится на кривую ФСК. На наш взгляд, небольшая премия при размещении была бы оправданной, и, следовательно, мы считаем участие в размещении привлекательным при доходности не ниже середины заявленного диапазона.

Обращающиеся выпуски

FEESRM (Bloomberg)				
Выпуск	Объем, млн	Купон, %	Опц.Лог.	Доходн., %
ФСК ЕЭС-08	10 000 R	7,15	27 сен 13	7,47
ФСК ЕЭС-06	10 000 R	7,15	27 сен 13	7,47
ФСК ЕЭС-18	15 000 R	8,50	16 июн 14	7,86
ФСК ЕЭС-15	10 000 R	8,75	29 окт 14	7,97
ФСК ЕЭС-10	10 000 R	7,75	25 сен 15	8,14
ФСК ЕЭС-07	5 000 R	7,50	26 окт 15	8,16
ФСК ЕЭС-09	5 000 R	7,99	24 окт 17	8,56
ФСК ЕЭС-11	10 000 R	7,99	24 окт 17	8,59
ФСК ЕЭС-19	20 000 R	7,95	19 июл 18	8,18
ФСК ЕЭС-13	10 000 R	8,50	22 июн 21	8,93

Источники: ММВБ, оценка УРАЛСИБа

Ключевые показатели ФСК

МСФО, млн руб.			
	2010	1 п/г 11	2011
Выручка	113 330	71 217	139 571
ЕБИТДА	68 801	43 652	80 049
Чистая прибыль	18 383	43 928	48 988
Краткосрочный долг	7 497	7 552	2 002
Долгосрочный долг	50 000	50 815	130 778
Общий долг	57 497	58 367	132 780
Чистый долг	(1 423)	33 029	85 291
Капитал	874 104	888 815	898 107
Активы	1 071 648	1 077 391	1 163 677
Рент. по EBITDA, %	54,8	61,3	57,4
Кэф. текущ. ликвидн.	1,7	1,3	1,8
Долг / EBITDA	0,8	0,7	1,7
Чистый дол / EBITDA	-	0,4	1,1
Капитал / Активы	0,8	0,8	0,8
Капитал / Долг	15,2	15,2	6,8
Доля краткосроч. долга, %	13,0	12,9	1,5
Операц. денеж. поток	53 449	36 275	68 645
Денеж. поток от инв. деят.	(127 043)	(31 279)	(124 743)
Денеж. поток от фин. деят.	53 468	(2 102)	68 152
Капзатраты	(141 882)	(69 156)	(153 471)

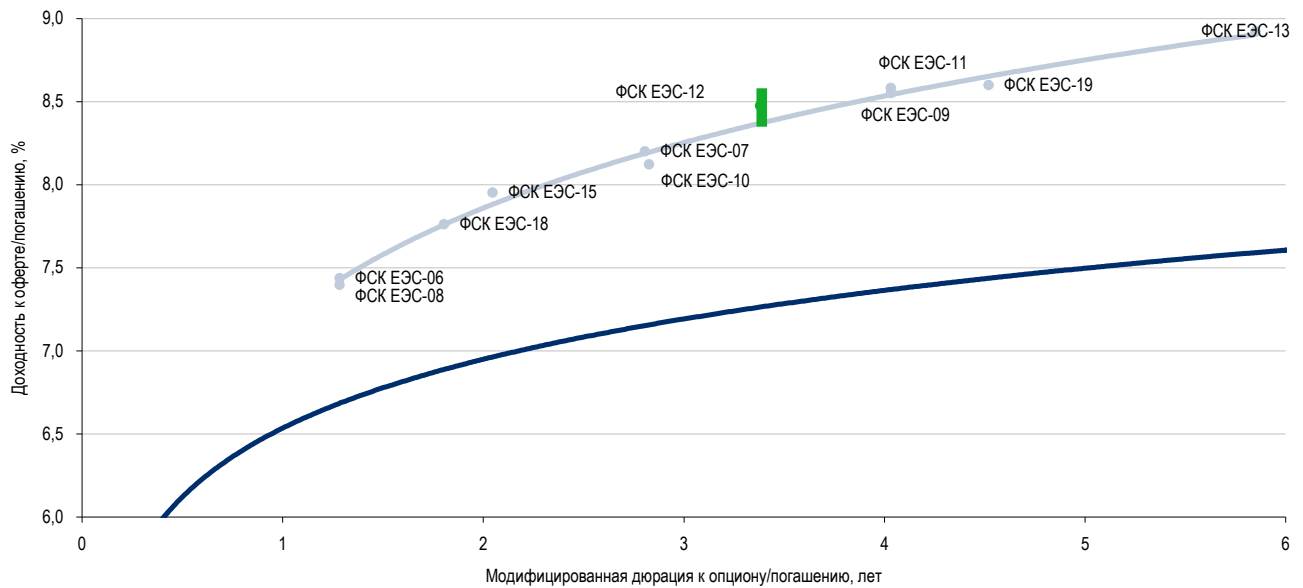
Источники: данные компании, оценка УРАЛСИБа

Компания представила достойные финансовые результаты по МСФО за 2011 г.

Облигации ФСК привлекательны как один из инструментов управления ликвидностью. ФСК широко представлена на рынке рублевых облигаций: в обращении находятся 10 выпусков рублевых облигаций компании общим объемом 105 млрд руб. Средний спред бумаг ФСК к кривой ОФЗ составляет приблизительно 100 б.п. и несколько варьируется в зависимости от срочности. Мы высоко оцениваем кредитное качество компании, однако не видим в ее облигациях спекулятивной привлекательности. Бумаги ФСК наряду с другими облигациями эмитентов первого эшелона представляются нам хорошим инструментом для управления ликвидностью, однако в долгосрочной перспективе мы ожидаем скорее расширения кредитного спреда. Этому будет способствовать ожидающиеся увеличение долговой нагрузки компании и рост рыночного предложения. Помимо размещаемых бумаг, у ФСК зарегистрировано еще четыре выпуска совокупным объемом 60 млрд руб., срок регистрации которых истекает в июне нынешнего года.

Размещение представляет интерес при доходности не ниже середины заявленного диапазона

Рублевые облигации ФСК, 23.04.2012



Источники: ММВБ, оценка УРАЛСИБа

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

Анна Карпова, karpovaam@uralsib.ru
Екатерина Кочемазова, kochemazovaea@uralsib.ru
Дарья Васильева, vasilievada@uralsib.ru

Дмитрий Попов, popovdv@uralsib.ru
Алексей Соколов, sokolovav@uralsib.ru
Яна Шнайдер, shnayderyi@uralsib.ru

Управление по рынкам долгового капитала

Корпоративные выпуски

Артемий Самойлов, samojlova@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

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 Мырсыкова, myrsikovav@uralsib.ru
Ольга Стерина, sterinaoa@uralsib.ru
Юрий Голбан, golbanyv@uralsib.ru
Антон Табах, tabakhav@uralsib.ru
Андрей Кулаков, kulakovan@uralsib.ru
Татьяна Днепровская, dnevrovskata@uralsib.ru

Нефть и газ

Алексей Кокин, kokinav@uralsib.ru
Станислав Кондратьев, kondratievsd@uralsib.ru

Стратегия

Вячеслав Смольянинов, smolyaninovv@uralsib.ru
Леонид Слипченко, 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 Слипченко, 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, degtyarevm@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, hovhannisy@uralsib.ru
Александр Шелестович, shelestovich@uralsib.ru
Алексей Андреев, andreevae@uralsib.ru

Редактирование/Перевод

Английский язык

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

Русский язык

Андрей Пятигорский, pya_ae@uralsib.ru
Евгений Гринкруг, grinkruges@uralsib.ru
Ольга Симкина, sim_oa@uralsib.ru
Степан Чугров, chugrovss@uralsib.ru
Алексей Смородин, smorodinay@uralsib.ru

Дизайн

Ангелина Фриденберг, fridenbergav@uralsib.ru

Настоящий бюллетень предназначен исключительно для информационных целей. Ни при каких обстоятельствах он не должен использоваться или рассматриваться как oferta или предложение делать oferty. 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 2012