

ВТОРОЙ ПОСЛЕ МОЭСК

Компания дебютирует на внутреннем долговом рынке

Трехлетний выпуск на 4 млрд руб. В понедельник МРСК Центра открыл книгу заявок на дебютный выпуск биржевых облигаций серии 01 объемом 4 млрд руб. Срок обращения новой бумаги составит три года, oferty не предусмотрено. Индикатив организаторов по купону 9,0–9,5% подразумевает доходность к погашению на уровне 9,2–9,73%. Заккрытие книги запланировано на 17:00 мск 15 октября, техническое размещение состоится 17 октября. Выпуск удовлетворяет критериям включения в ломбардный список Банка России.

Участие интересно при купоне выше 9,1%. Кредитное качество МРСК Центра не вызывает у нас опасений, компания отличается достаточно сильными финансовыми показателями. На наш взгляд, лучшим ориентиром для выпуска МРСК Центра станет недавнее размещение облигаций МОЭСК. Компании обладают схожим операционным профилем, однако масштабы бизнеса МОЭСК существенно больше – выручка компании почти в два раза превышает показатель МРСК Центра. Рентабельность по EBITDA МОЭСК также выше, а долговая нагрузка немного ниже (1,0 против 1,2). Кроме того, кредитный рейтинг МОЭСК выше на одну ступень. В настоящий момент выпуск МОЭСК БО-1 торгуется вблизи номинала с доходностью около 8,9%. Принимая во внимание вышеперечисленные факторы, мы считаем, что выпуск МРСК Центра должен размещаться с премией к МОЭСК БО-1 в размере около 40–50 б.п. Как следствие, инвесторам имеет смысл участвовать в размещении при купоне выше 9,1%.

Спекулятивная ставка на объединение ФСК и Холдинга МРСК.

Участие в размещении МРСК Центра может также рассматриваться как спекулятивная ставка на объединение ФСК (ВВВ/Вaa2/-) и Холдинга МРСК (ВВ-/Вa1/-). Если объединение будет одобрено правительством, это станет мощным катализатором сужения кредитного спреда МРСК Центра. Исходя из индикативного диапазона текущий спред МРСК Центра к кривой ФСК составляет около 80–130 б.п., и мы считаем, что он может быть практически полностью нивелирован в случае принятия решения об объединении компаний.

Параметры выпуска МРСК Центр БО-1

Эмитент	ОАО "МРСК Центра"
Рейтинг (S/M/F)	ВВ-/-/-
Общий объем	4,0 млрд руб.
Срок обращения	3 года
Ориентир ставки купона	9,0-9,5%
Ориентир по доходности	УТМ 9,2-9,73%
Тип размещения	Букбилдинг

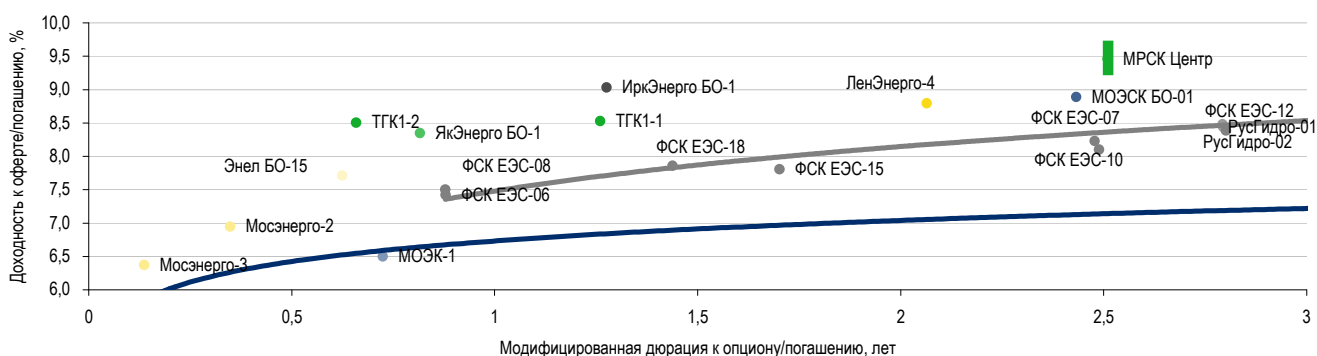
Ключевые финансовые показатели МРСК Центра

МСФО, млн руб.	2010	2011	1 н/г 12
Выручка	60 614	69 041	34 153
EBITDA	13 009	15 379	9 209
Чистая прибыль	5 101	5 534	3 456
Долг	16 384	22 104	22 015
Чистый долг	16 125	19 458	18 693
Капитал	33 654	38 578	41 612
Активы	62 972	76 817	82 767
Рентаб. по EBITDA, %	21,5	22,3	27,0
Долг / EBITDA	1,3	1,4	1,4
Чистый долг / EBITDA	1,2	1,3	1,2
Акц. капитал / Активы	0,5	0,5	0,5
Акц. капитал / Долг	2,1	1,7	1,9
Коэф. тек. ликвидности	1,1	1,1	1,1
Доля краткоср. долга, %	10,7	7,4	7,4
Операц. денежный поток	8 326	12 818	6 481
Ден. поток от инв. деятельности	(11 494)	(15 542)	(5 704)
Ден. поток от фин. деятельности	3 059	5 111	(101)
Капзатраты	(10 498)	(15 716)	(5 828)
Свободный денежный поток	(2 172)	(2 898)	653
Операц. ден. поток / Капзатраты	0,8	0,8	1,1

Источники: данные компании, оценка УРАЛСИБа

Выпуск МРСК Центра может быть интересен при купоне не ниже 9,1%

Рублевые облигации эмитентов электроэнергетического сектора, 08.10.2012 г.



Источники: ММВБ, оценка УРАЛСИБа

МРСК Центра – одна из крупнейших сетевых компаний России. МРСК Центра – вторая после МОЭСК по величине компания в распределительном сетевом секторе, осуществляющая передачу и распределение электроэнергии по электрическим сетям. Компания была основана в 2004 г. и получила свои основные активы в ходе реорганизации РАО ЕЭС. В настоящий момент МРСК Центра работает на территории Белгородской, Брянской, Воронежской, Костромской, Курской, Липецкой, Орловской, Смоленской, Тамбовской, Тверской и Ярославской областей. Во всех регионах деятельность компании осуществляется по принципам RAB, исключение составляет лишь Брянская область, где буквально на этой неделе был получен отказ от Федеральной службы по тарифам о переходе на RAB-регулирование. Полезный отпуск электроэнергии по итогам 2011 г. составил 56,7 млрд кВтч. Основным акционером компании является Холдинг МРСК (50,23%), около 25% бумаг – в свободном обращении. Акции компании котируются в ММВБ-РТС, ее рыночная капитализация на 08.10.2012 г. составила 27,6 млрд руб.

Слияние ФСК и Холдинга МРСК – потенциальный катализатор сужения кредитного спреда сетевых компаний, однако решение об объединении пока откладывается. Исходя из заявления вице-премьера Аркадия Дворковича, сделанного на прошлой неделе, правительство планирует принять решение по объединению ФСК и Холдинга МРСК к середине 2013 г. Обсуждение перспектив слияния двух компаний активизировалось в первой половине текущего года. Холдинг МРСК изначально создавался как временная структура и должен был просуществовать до завершения приватизации региональных распределительных компаний. По словам Дворковича, для принятия решения о дальнейшем пути развития компании правительству предстоит принять ряд сложных решений, связанных в том числе с перекрестным субсидированием, и достаточно актуальной для сектора проблемой «последней мили». Последняя заключается в том, что крупные энергопотребители по сложившейся схеме заключают договоры на электроснабжение с МРСК, арендуя точки поставки, в то время как фактически мощности предоставляет ФСК. С целью снижения издержек предприятия перезаключают договора напрямую с ФСК, что приводит к недовольству сетевых компаний и многомиллиардным судебным искам. Например, в начале года НЛМК подал иск к МРСК Центра на 9 млрд руб. (около 13% выручки компании) об оспаривании договора «последней мили» за 2008–2011 гг. По нашему мнению, в настоящий момент консолидация двух компаний вполне вероятна. В целом слияние может привести к сжатию спреда выпусков всех МРСК к кривой ФСК.

В 1 п/г выручка и прибыль МРСК Центра сократились в связи с ограничением темпов повышения сетевых тарифов. Последняя опубликованная консолидированная отчетность компании по МСФО – неаудированные данные за 1 п/г 2012 г. В отчетном периоде выручка компании составила 34,2 млрд руб., из которых 33,3 млрд руб. пришлось на доходы от передачи электроэнергии, еще 0,4 млрд руб. принес бизнес по технологическому присоединению к электросетям. Снижение выручки на 3% год к году стало следствием установленных правительством пределов повышения сетевых тарифов. При этом, полезный отпуск электроэнергии за соответствующий период увеличился на 3,7% год к году до 29,3 млрд кВтч в основном за счет роста потребления электроэнергии крупными предприятиями. Консолидированный показатель EBITDA за 1 п/г 2012 г. вырос на 4% до 9,2 млрд руб., а рентабельность поднялась с 25,2% до 27%. Чистая прибыль компании за полугодие составила 3,5 млрд руб. (-10% год к году).

Инвестпрограмма текущий год урезана вдвое. Чистый операционный денежный поток компании по итогам 1 п/г 2012 г. составил 6,5 млрд руб., снизившись на 25% год к году, отчасти в связи с ростом дебиторской задолженности и созданием резерва под ее обесценение. Капзатраты по итогам полугодия составили 5,8 млрд руб., а свободный денежный поток – 653 млн руб. Скорректированная инвестпрограмма компании на текущий год составляет 16,1 млрд руб. (вдвое меньше первоначального объема), при этом основная часть средств будет потрачена на возведение новых и реконструкцию действующих подстанций, воздушных и кабельных линий передачи электроэнергии. Согласно плану, 51% капзатрат будет профинансировано за счет тарифных источников, еще 43% – из заемных средств.

Долговая нагрузка, скорее всего, увеличится, но останется комфортной. Общий долг компании за 1 п/г почти не изменился и составил 22 млрд руб., чистый долг сократился на 4% до 18,7 млрд руб. Долговая нагрузка в терминах Чистый долг/EBITDA на конец 1 п/г снизилась до 1,2 с 1,3 по итогам 2011 г., что является комфортным уровнем для компании. Лимит, установленный компанией по данному показателю, равен 3,5. По нашему мнению, долговая нагрузка компании в среднесрочной перспективе, скорее всего, будет увеличиваться, но останется в рамках комфортных значений: инвестпрограмма МРСК Центра, несмотря на внушительный объем, отличается гибкостью реализации, однако тарифы, как ожидается, будут расти медленнее, чем предполагалось в предыдущих прогнозах. Краткосрочный долг составляет лишь 7% совокупной задолженности, при этом объем денежных средств на балансе превышает его вдвое. Таким образом, мы не сомневаемся в финансовой устойчивости компании. Кредитный портфель компании представлен рублевыми банковскими кредитами с фиксированной ставкой, при этом около половины из них приходится на кредиты Сбербанка. Средневзвешенная ставка по кредитам в 1 п/г составила 8,53% годовых.

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

Дмитрий Попов, popovdv@uralsib.ru

Алексей Соколов, sokolovav@uralsib.ru

Яна Шнайдер, shnayderyi@uralsib.ru

Управление по рынкам долгового капитала

Корпоративные выпуски

Артемий Самойлов, samojlovaa@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 Мырскова, myrsikovanv@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

Стратегия

Вячеслав Смольянинов, smolyaninovv@uralsib.ru

Макроэкономика

Алексей Девятков, devyatovae@uralsib.ru

Ольга Стерина, sterinaoa@uralsib.ru

Наталья Майорова, mai_ng@uralsib.ru

Банки

Наталья Березина, berezinana@uralsib.ru

Анализ рыночных данных

Вячеслав Смольянинов, smolyaninovv@uralsib.ru

Дмитрий Пуш, pushds@uralsib.ru

Максим Недовесов, nedovesovmv@uralsib.ru

Нефть и газ

Алексей Кокин, kokinav@uralsib.ru

Станислав Кондратьев, kondratievsd@uralsib.ru

Электроэнергетика

Матвей Тайц, tai_ma@uralsib.ru

Иван Рубинов, rubinoviv@uralsib.ru

Металлургия/Горнодобывающая промышленность

Валентина Богомолова, bogomolovava@uralsib.ru

Телекоммуникации/Медиа/ИТ

Константин Чернышев, che_kb@uralsib.ru

Константин Белов, belovka@uralsib.ru

Николай Дьячков, dyachkovna@uralsib.ru

Минеральные удобрения/

Машиностроение/Транспорт

Денис Ворчик, vorchikdb@uralsib.ru

Артем Егоренков, egorenkovag@uralsib.ru

Потребительский сектор

Тигран Оганесян, hovhannisyan@uralsib.ru

Александр Шелестович, shelestovich@uralsib.ru

Недвижимость

Марат Ибрагимов, ibragimovmy@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

Дизайн

Ангелина Фриденберг, fridenbergav@uralsib.ru

Русский язык

Андрей Пятигорский, pya_ae@uralsib.ru

Ольга Симкина, sim_oa@uralsib.ru

Степан Чугров, chugrovss@uralsib.ru

Алексей Смородин, smorodinay@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