

Монитор первичного рынка

Свободный сокол или что такое ВЧШГ?

ОАО «Липецкий металлургический завод «Свободный сокол» – крупный российский производитель чугуна и труб из высокопрочного чугуна. Объем производства чугуна в 2006г. составил 802 тыс. т., объем производства чугунных труб – 80 тыс. т.

ОАО «ЛМЗ «Свободный сокол» является единственным в России и СНГ производителем труб из ВЧШГ – высокопрочного чугуна с шаровидной структурой графита. Диаметр производимых труб – 100-300 мм.

Существенным минусом Свободного сокола является чрезмерно высокая долговая нагрузка, которая к тому же будет расти в 2007г. Омрачает картину то, что в 2007г. ЛМЗ придется рефинансировать более 70% своего текущего кредитного портфеля, не считая облигационного займа, что делает компанию очень уязвимой, особенно в случае снижения ликвидности в банковской системе или внезапного роста процентных ставок.

Наша оценка справедливой доходности выпуска Свободный сокол-3 составляет 11,6-11,8% к 1,5-годовой оферте. Мы нейтрально относимся к данному аукциону, поскольку не ожидаем снижения доходности бумаги на вторичном рынке. Высокая долговая нагрузка будет оказывать давление на котировки ЛМЗ, в то время как спрос на третий эшелон остается крайне умеренным.

Пермэнерго – дисконт к ЕЭСК

ОАО «Пермэнерго» (далее Пермэнерго, Компания) в текущем виде была создана в апреле 2005г. Согласно госпрограмме реформирования энергетической отрасли из компании были выделены «Пермская генерирующая компания», «Яйвинская ГРЭС», «Пермская энергосбытовая компания», «Пермэнергоремонт» и «Пермэнергоспецремонт», «Пермская магистральная сетевая компания». Пермэнерго стала РСК (региональной распределительной компанией) и вошла в состав ОАО «Межрегиональная распределительная сетевая компания Урала и Волги» или МРСК Урала и Волги.

Пермэнерго обслуживает территорию Пермского края, в состав компании входят 8 филиалов – предприятий электрических сетей: Березниковские, Кунгурские, Очерские, Пермские городские, Северные, Центральные, Чайковские и Чусовские электрические сети. По итогам 2006г. доля компании на рынке по распределению электроэнергии в Пермском крае составила 87%.

Мы рекомендуем инвесторам принять участие в аукционе и покупать Пермэнерго с доходностью 8.60% – 8.80%. Несмотря на ожидаемый нами апсайд выпуска после завершения реформы, мы все же не советуем выставлять более агрессивные заявки.

Выпуск	ОАО «ЛМЗ «Свободный сокол»	ОАО «Пермэнерго»
Серия выпуска	3	1
Объем выпуска, млн. руб.	1200	1000
Гос. номер	4-03-40740-A	4-01-00118-A
Дата начала размещения	29.05.2007	29.05.2007
Срок погашения/ оферта, лет	1,5 года/ 4 года	5 лет/ 3 года
Дата погашения	24.05.2011	22.05.2012
Организатор(ы)	Банк Траст	Банк Агропромкредит
Место обращения (Listing)	ММВБ	ММВБ
Web	www.svsokol.ru	www.permenergo.ru
Прогнозы Банка Москвы		
Ставка купона, % год.	11,28 - 11,47%	8.42-8.61%
Доходность к оферте/ погашению, %	11,60 - 11,80%	8.60-8.80%
Базов. актив	ОФЗ 25060	ОФЗ 25061
Спрэд, б.п.	578 - 598	260-280

Источники: эмиссионные документы, расчеты и оценки Банка Москвы

Содержание

Свободный сокол или что такое ВЧШГ?	2
Пермэнерго – дисконт к ЕЭСК	6

Свободный сокол или что такое ВЧШГ?

Выпуск облигаций серии 03

Эмитент	ОАО «ЛМЗ «Свободный сокол»	
Серия выпуска	2	3
Объем выпуска, млн. руб.	600	1200
Гос. номер	4-02-40740-A	4-03-40740-A
Дата начала размещения	25.11.2004	29.05.2007
Срок погашения/ оферта, лет	1,5 года/ 3 года	1,5 года/ 4 года
Дата погашения	22.11.2007	24.05.2011
Организатор(ы)	Банк Траст	Банк Траст
Место обращения (Listing)	ММВБ	
Web	www.svsokol.ru	
Итоги аукциона по размещению облигаций: прогноз		
Ставка купона, % год.	11,75%	11,28 - 11,47%
Доходность к оферте/ погашению, %	11,43%	11,60 - 11,80%
Базов. актив	Москва-32	ОФЗ 25060
Спрэд, б.п.	755	578 - 598

Источники: эмиссионные документы, расчеты и оценки Банка Москвы

ОАО «Липецкий металлургический завод «Свободный сокол» (далее Свободный сокол, Компания, ЛМЗ) – крупный российский производитель чугуна и труб из высокопрочного чугуна. Объем производства чугуна в 2006г. составил 802 тыс. т., объем производства чугунных труб – 80 тыс. т.

Акционеры

Акционерами завода являются юридические и физические лица. Доля 5 компаний – крупнейших собственников Сокола оставляет 88,6%, в руках физических лиц сосредоточено 8,314% акций. Крупнейший акционер – компания FGB Holding SA – владеет 24,65% акций завода.

Продукция

Основным видом выпускаемой продукции на сегодняшний день является чугун, доля которого в выручке завода постепенно снижается в пользу труб из ВЧШГ (высокопрочного чугуна с шаровидной структурой графита). Так, если в 2004г. доля чугуна в обороте ЛМЗ составляла 84.5%, то по итогам 2006г. всего 79,3%. Завод будет продолжать наращивать объем производства труб, оставляя неизменным выпуск товарного чугуна. Согласно заявлению компании производство труб имеет большую добавленную стоимость и потому более рентабельно для ЛМЗ.

Чугун

Чугун – сырье для производства стали, поэтому крупнейшими российскими производителями чугуна являются металлургические комбинаты, которые используют большую часть произведенного чугуна в собственном производстве. Это Магнитогорский и Новолипецкий металлургические комбинаты, Северсталь, предприятия Евраз Групп и другие.

Среди компаний, продающих товарный чугун, ЛМЗ занимает четвертое место после крупнейшего производителя – компании Тулачермет, а также Новолипецкого МК и Косогорского МЗ.

В 2006г. мировой рост производства чугуна составил 12%.

Доля ЛМЗ на внутреннем рынке товарного чугуна неуклонно снижается – в 2001г. доля компании составляла 15%, по итогам 2006г. – лишь 3,7%. Доля ЛМЗ в российском экспорте чугуна – 12,4% чугуна.

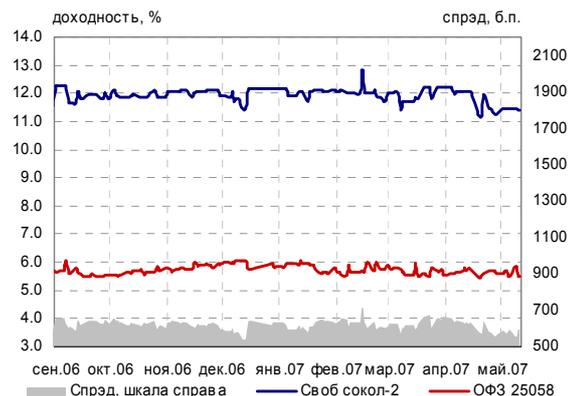
Трубы

Трубы из высокопрочного чугуна используются в канализации и водоснабжении. Ежегодный рост рынка составляет около 3%. ОАО «ЛМЗ «Свободный сокол» является единственным в России и СНГ производителем труб из ВЧШГ – высокопрочного чугуна с шаровидной структурой графита. Диаметр производимых труб – 100-300 мм.

Преимуществами данного вида труб по сравнению со стальными и полимерными являются лучшие антикоррозийные свойства ВЧШГ по сравнению со сталью, высокая прочность, лучшая эластичность по сравнению со стальными трубами.

Явным недостатком является вес труб, который делает необходимым спецтехнику для укладки труб.

Преимуществом и недостатком одновременно является социальная роль ЛМЗ, который выступает поставщиком труб для ЖКХ Москвы и Московской области. Трубная продукция ЛМЗ используется для строительства и реконструкции систем водоснабжения и канализации. Эти заказы обеспечивают компанию стабильным спросом на более чем 50% производимой трубной продукции. С другой стороны, рентабельность ЛМЗ может страдать от вынужденного ограничения цен на свою



Доходность и спрэд за 20 торгов. дней

	ср.знач.	ст.откл.	min	max
Своб сокол-2	11.61	0.34	11.22	12.05
ОФЗ 25058	5.67	0.11	5.42	5.85
Спрэд	593	31	556	641

Источники: REUTERS, Банк Москвы

*По состоянию на 25.05.07

продукцию, компания признает, что удержание цен внутреннего рынка – одна из ее приоритетных задач.

Продажи

Посредниками ЛМЗ по продаже около 50% продукции являются компании Overcom S.A. и ООО Черметтрейд, которые охарактеризованы ЛМЗ в качестве стратегических партнеров. Финансовые результаты этих компаний не консолидируются в отчетность завода, однако Черметтрейд выступает поручителем по займу и миноритарным акционером ЛМЗ.

Черметтрейд является единственным поставщиком кокса на мощности ЛМЗ, а также посредником между ЛМЗ и ЖКХ Москвы и Московской области. Компания продает в данный регион 52,4% труб, производимых Свободным соколом.

Overcom S.A. – является торговым оператором ЛМЗ на внешнем рынке, через компанию реализуется 55% экспортируемого товарного чугуна и 66% экспортируемых труб.

Инвестиционная программа

В 2007-2012гг. ЛМЗ собирается инвестировать в общей сложности 3,3 млрд. руб. (132 млн. долл.). Пик капиталовложений придется на 2007-2008 г.

Основным инвестиционным проектом ЛМЗ в 2007г. станет строительство комплекса по изготовлению труб ВЧШГ больших диаметров Ду 350-1000 мм, в том числе перепрофилирование существующих мощностей на новое производство.

В период 2008-2010гг. большая часть капиталовложений (~1 млрд. руб.) будет направлена на реконструкцию доменного производства.

Реконструкция доменного производства позволит увеличить объемы выплавляемого чугуна, а также снизить себестоимость производства. Часть чугуна, дополнительно произведенного за счет реализации инвестиционной программы, будет направлена на выпуск труб ВЧШГ.

Цель займа

Средства, привлеченные Соколом с помощью облигационного займа, будут в равных долях направлены на финансирование инвестиционной программы и рефинансирование существующего выпуска облигаций объемом 600 млн. руб. (~23 млн. долл.) с погашением в ноябре 2007г.

Финансовые показатели

Поскольку завод является производственным активом и одновременно центром консолидации прибыли, у ЛМЗ нет нужды составлять консолидированную отчетность. В информационном меморандуме приводится отчетность эмитента по РСБУ за 2003-2006гг. и прогноз отдельных показателей ЛМЗ на 2007г.

Активы

Объем активов ЛМЗ по итогам 2006г. составил 192 млн. долл., рост к 2005г. – 22%. Из более заметных изменений можно выделить существенный рост запасов завода, за год запасы ЛМЗ выросли на 55%, составив 53.7 млн. долл. по сравнению с 34.7 млн. долл. годом ранее. Согласно информации эмитента, в августе 2006г. спрос на чугун упал и мировой рынок оказался затоваренным, по-видимому этой судьбы не избежал и ЛМЗ.

Долговая нагрузка

Долговая нагрузка ЛМЗ неуклонно росла в 2003-2006гг., достигнув 101 млн. долл. Согласно информации, предоставленной в информационном меморандуме, доля краткосрочного долга составляет 59%, однако если судить по предоставленным нам организатором расшифровкам отчетности, объем долгосрочного долга составляет всего 7 млн. долл. или только лишь 7% от совокупного долга компании.

Основные финансовые показатели ЛМЗ Свободный сокол, млн. долл.

	2003	2004	2005	2006О	2007П
Выручка	97	196	199	214	262
ЕБИТДА	8	14	13	19	25
Чистая прибыль	2	2	0	2	4
Активы	88	142	156	192	226
Долг	37	79	83	101	157
Долгоср. долг/ Долг	45%	44%	41%	7%	10%
Рент-ть по ЕБИТДА	8.6%	7.1%	6.4%	8.8%	9.4%
Чистая рент-ть	2.1%	0.8%	0.1%	0.9%	1.5%
Долг/ЕБИТДА	4.4	5.6	6.5	5.3	6.4
ЕБИТДА/Проценты	3.3	1.9	1.9	1.9	1.5
Долг/Активы	42%	56%	53%	53%	69%
Долг/Выручка	38%	40%	42%	47%	60%

Источник: данные Группы

Красным цветом выделены оценки Банка Москвы

Соотношение Долг/ЕБИТДА у ЛМЗ колеблется в рамках 5,3-6,5X, максимальное значение показателя было отмечено в 2005г., что было связано с провалом рентабельности вследствие низких цен на чугун.

Ликвидность

Столь существенный объем короткого долга будет оказывать существенное давление на ликвидность компании в 2007г., которая и без того является довольно низкой, значение коэффициента текущей ликвидности в 2006г. достигло 0,96X. Коэффициент покрытия процентов на конец года составил всего 1,9X, на конец года мы ожидаем снижения показателя до 1,5X.

Отчет о прибылях и убытках

Выручка компании почти не менялась в 2004-2006гг. Очевидно, что ЛМЗ не воспользовалась ростом рынка товарного чугуна (более 12%). Мы отчасти объясняем это ограниченными мощностями Свободного сокола. К тому же, как мы уже отмечали ранее, фокус завода постепенно смещается в сторону увеличения производства труб, в то время как производство товарного чугуна останется неизменным.

Поскольку чугун является сырьем для производства стали, динамика цен на чугун повторяет динамику цен на сталь. Так, в 2005г., который стал наиболее тяжелым для рынка стали, рентабельность ЕБИТДА ЛМЗ сократилась до 6,4%.

По итогам более удачного 2006г., в абсолютном выражении ЕБИТДА выросла на 47%, рентабельность повысилась до 8,8%. Прогнозное значение ЕБИТДА на 2007г. – 25 млн. долл., рентабельность по ЕБИТДА – 9,4%.

Вывод

Существенным минусом Свободного сокола является чрезмерно высокая долговая нагрузка, которая к тому же будет расти в 2007г. Омрачает картину то, что в 2007г. ЛМЗ придется рефинансировать более 70% своего текущего кредитного портфеля, не считая облигационного займа, что делает компанию очень уязвимой, особенно в случае снижения ликвидности в банковской системе или внезапного роста процентных ставок.

Другим негативным моментом является волатильность мировых цен на сталь, которые падая, увлекают за собой цены на чугун, снижая рентабельность ЛМЗ до минимума. Хотя эти риски еще оказывают значительное влияние на завод, с ростом производства труб, этот эффект будет снижаться. Кроме того, металлургическая отрасль сейчас переживает подъем, а цены на сталь остаются стабильно высокими, и мы не ожидаем ухудшения конъюнктуры на рынке стали в ближайшее время.

Основное преимущество ЛМЗ – поддержка спроса на трубную продукцию со стороны ЖКХ в рамках программы реконструкции водоснабжения и канализации, а также строительства новых проектов.

Мы также отмечаем растущую рентабельность компании, и считаем, что ожидания Свободного сокола по дальнейшему росту рентабельности могут оправдаться.

Сравнительный анализ

ЛМЗ не является сугубо трубной компанией, поскольку часть выручки завода генерируется за счет продажи чугуна. Поэтому для сравнения подходит Тулачермет – крупнейший в России экспортер товарного чугуна.

Пожалуй, единственным плюсом ЛМЗ по сравнению с Тулачермет является более высокая рентабельность ЕБИТДА, что косвенно подтверждает слова ЛМЗ по поводу более высокой маржи при производстве трубной продукции.

Остальные показатели свидетельствуют явно не в пользу Свободного сокола – компания имеет значительно худшие соотношения (в 3-4 раза) Долг/ЕБИТДА и Долг/Выручка, а также более слабое покрытие процентов. При меньшем масштабе бизнеса долговая политика ЛМЗ более агрессивна.

Другим аналогом для ЛМЗ может служить компания НМЗ. им. Кузьмина. Завод производит стальные трубы, а также реализует стальной прокат. По обороту ЛМЗ немного крупнее НМЗ, рентабельность заводов по ЕБИТДА – одинаковая. С точки зрения долга и коэффициентов долговой нагрузки, финансовые показатели Завода Кузьмина выглядят лучше.

Предыдущие выпуски

ЛМЗ – не новая компания на рынке рублевых облигаций. Первый выпуск объемом 350 млн. руб. (~11 млн. долл.) завод разместил еще в конце 2002г., сейчас в обращении находится второй выпуск объемом 600 млн. руб. (~23 млн. долл.). Доходность бумаги к погашению через полгода составляет 11.43%, выпуск обладает низкой ликвидностью.

Ценообразование – организатор

Организатор займа (Банк Траст) маркетизирует доходность Свободного сокола на уровне 11.5%-11.9% к оферте через 1,5 года.

Наш прогноз

Мы не можем оценить точный размер спреда к выпуску Тулачермет-2, поскольку облигации компании почти не торгуются в последнее время. Адекватная доходность

Основные финансовые показатели ЛМЗ, ТЧМ и НМЗ им. Кузьмина в 2006г.

Показатель	Свободный сокол	Тулачермет	НМЗ им. Кузьмина
Выручка	214	737	220
ЕБИТДА	19	56	20
Чистая прибыль	2	31	6
Активы	192	249	166
Долг	101	136	92
Долгоср. долг/ Долг	7%	6%	52%
Рент-ть по ЕБИТДА	8.8%	7.6%	8.9%
Чистая рент-ть	0.9%	4.2%	2.9%
Долг/ЕБИТДА	5.3	2.4	4.7
ЕБИТДА/Проценты	1.9	6.6	7.0
Долг/Активы	52.6%	54.5%	55.7%
Долг/Выручка	47.0%	18.4%	42.0%

Источники: данные компаний, оценки Банка Москвы

Плюсы

- Единственный российский производитель труб ВЧШГ диаметром 100-300 мм
- Стабильный внутренний спрос на трубы ЛМЗ со стороны ЖКХ
- Возможный рост рентабельности ЛМЗ благодаря большей доле труб в выручке завода

Минусы

- Отсутствие отчетности по МСФО
- Высокая долговая нагрузка, которая вдобавок, будет увеличиваться
- Сильная зависимость эффективности ЛМЗ от волатильного мирового рынка стали

бумаги, на наш взгляд, находится на уровне 9,5%. В этой точке спрэд второго выпуска Свободного сокола к ТЧМ превышает 190 б.п., что, по нашему мнению, оправданно ввиду существенно лучшего качества ТЧМ.

Выпуск НМЗ им. Кузьмина – чуть более ликвидный: бонд имеет дюрацию всего в 0,2 года, поэтому цена бумаги уже не уходит выше номинала. Адекватные котировки соответствуют доходности 11,2% или спрэду в 25 б.п.

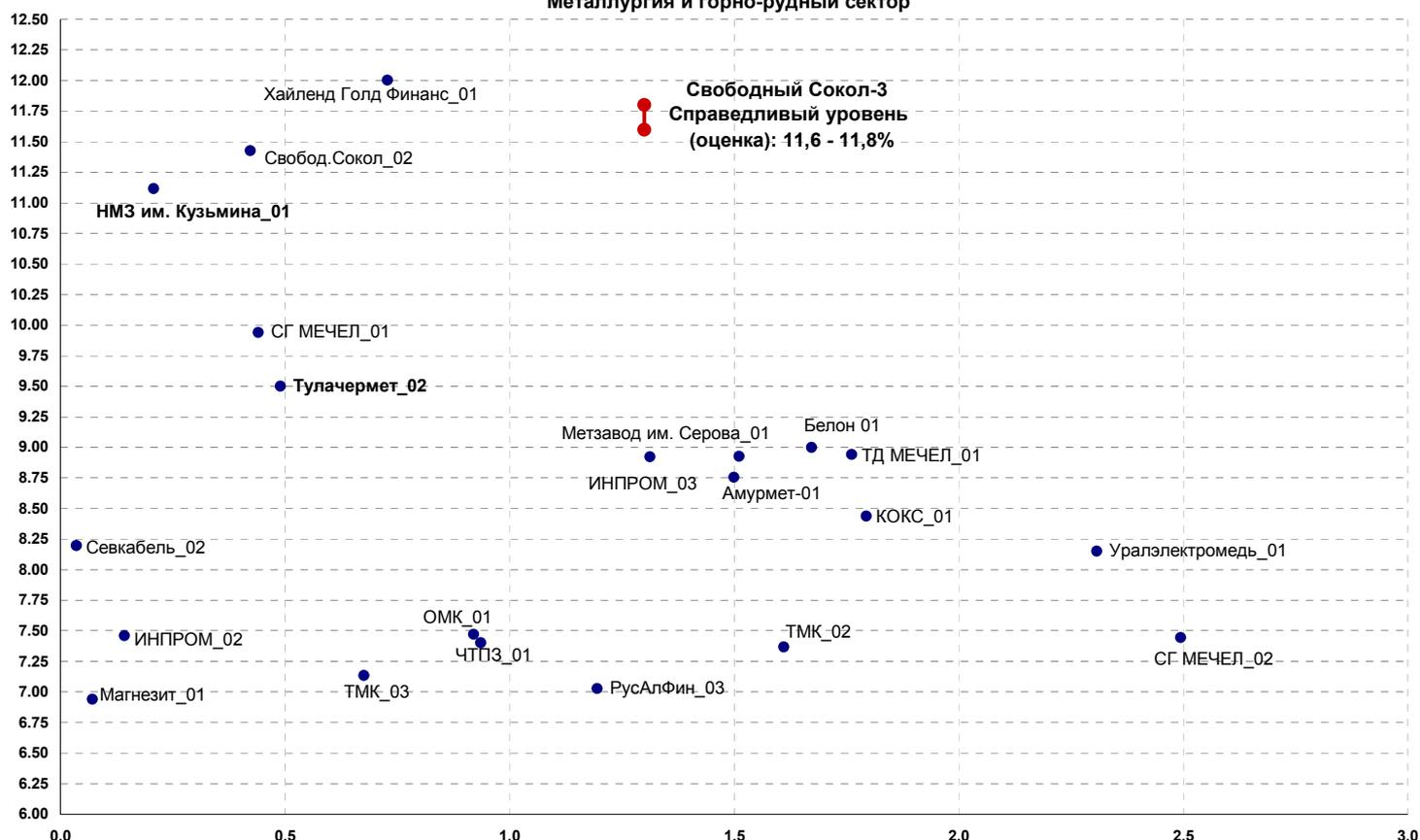
Мы считаем, что ввиду более высокой долговой нагрузки облигации ЛМЗ должны размещаться с премией к НМЗ в размере 20-40 б.п., что соответствует доходности 11,6-11,8%.

Сохранение спреда к выпуску Тулачермет-2 дает нам ту же доходность.

В результате наша оценка справедливой доходности выпуска Свободный сокол-3 составляет 11,6-11,8% к 1,5-годовой оферте.

Мы нейтрально относимся к данному аукциону, поскольку не ожидаем снижения доходности бумаги на вторичном рынке. Высокая долговая нагрузка будет оказывать давление на котировки ЛМЗ, в то время как спрос на третий эшелон остается крайне умеренным.

Металлургия и горно-рудный сектор



Источники: REUTERS, Банк Москвы

Пермэнерго – дисконт к ЕЭСК

Выпуск облигаций серии 01

Эмитент	ОАО «Пермэнерго»
Серия выпуска	1
Объем выпуска, млн. руб.	1000
Гос. номер	4-01-00118-A
Дата начала размещения	29.05.2007
Срок погашения/ оферта, лет	5 лет/ 3 года
Дата погашения	22.05.2012
Организатор	Банк Агропромкредит
Место обращения (Listing)	ММВБ
Web	www.permenergo.ru
Прогноз	
Ставка купона, % год.	8.42-8.61%
Доходность к оферте/ погашению, %	8.60-8.80%
Базов. актив	ОФЗ 25061
Спрэд, б.п.	260-280

Источники: эмиссионные документы, расчеты и оценки Банка Москвы

ОАО «Пермэнерго» (далее Пермэнерго, Компания) в текущем виде была создана в апреле 2005г. Согласно госпрограмме реформирования энергетической отрасли из компании были выделены «Пермская генерирующая компания», «Яйвинская ГРЭС», «Пермская энергосбытовая компания», «Пермэнергоремонт» и «Пермэнергоспецремонт», «Пермская магистральная сетевая компания». Пермэнерго стала РСК (региональной распределительной компанией) и вошла в состав ОАО «Межрегиональная распределительная сетевая компания Урала и Волги» или МРСК Урала и Волги.

Пермэнерго обслуживает территорию Пермского края, в состав компании входят 8 филиалов – предприятий электрических сетей: Березниковские, Кунгурские, Очерские, Пермские городские, Северные, Центральные, Чайковские и Чусовские электрические сети. По итогам 2006г. доля компании на рынке по распределению электроэнергии в Пермском крае составила 87%.

Основные виды услуг

- передача электроэнергии по распределительным сетям, не относящимся к Единой национальной электрической сети;
- подключение потребителей к собственным электрическим сетям;
- услуги по ремонтно-эксплуатационному обслуживанию электросетевых сооружений ФСК и других организаций.

В настоящий момент основу операционных потоков компании составляют тарифы на электроэнергию и на ее отпуск конечным потребителям. Равно как и в случае с ЕЭСК, Пермэнерго ожидает роста доли платы за подключение новых потребителей в общей выручке. К 2010 году Пермэнерго планирует увеличить выручку на 78% до уровня 12,9 млрд. руб. за счет подключений новых потребителей электроэнергии.

С 1 апреля 2006г. по 30 апреля 2007г. Пермэнерго заключила 2 240 договоров на подключение на общую сумму около 963 млн. рублей.

Реформа

15 марта 2007г. функции единоличного исполнительного органа в 28 региональных сетевых компаниях были переданы управляющим организациям соответствующих МРСК. В свою очередь акции МРСК переданы в доверительное управление ОАО «ФСК ЕЭС».

27 апреля 2007г. совет директоров РАО ЕЭС утвердил новую конфигурацию межрегиональных распределительных сетевых компаний. РАО ЕЭС планирует разделить существующие сейчас 4 МРСК на 11 компаний, МРСК Урала и Волги будет разделена на две – МРСК Урала и МРСК Волги. Помимо Пермэнерго в состав МРСК Урала войдут Курганэнерго, Свердловэнерго и Челябинэнерго, все четыре компании должны перейти на единую акцию МРСК.

Свердловэнерго принадлежит 91% компании ЕЭСК, о которой мы писали в нашем мониторе первичного рынка за 11 апреля 2007г.

Техническое и финансовое состояние каждой из РСК важно акционерам этих компаний с точки зрения определения коэффициента обмена акций РСК на акции МРСК.

С позиций оценки кредитного качества РСК как эмитента облигационного займа, принципиальным является вхождение компании в состав МРСК. Если объединение состоится, риски ЕЭСК и Пермэнерго фактически станут рисками МРСК Урала, в которой государство получит не менее 50% акций.

Проблемой при объединении распределительных компаний Урала могут стать требования акционеров, имеющих блокирующий пакет акций. В случае несогласия таких акционеров, лишь часть акций согласных акционеров конвертируется в акции МРСК.

Акционеры

49% акций компании принадлежит РАО ЕЭС России. У номинальных держателей, по всей видимости, представляющих интересы стратегического инвестора, находится 42,24% акций.

Активы

По состоянию на 1 января 2007г. электросетевые активы компании включали в себя на 338 подстанций 110-35 кВ и 11 184 шт. трансформаторных и распределительных пунктов установленной мощностью 9 930 МВА, 44 248 км воздушных и кабельных линий.

Потребители

Основными клиентами Пермэнерго являются промышленные компании (51,2%). Среди крупнейших потребителей – ОАО «Ависма», ОАО «РЖД», ОАО «Уралкалий», ООО «Лукойл-ПНОС».

Цель займа

Средства, привлеченные с помощью облигационного займа, будут направлены эмитентом на финансирование инвестиционной программы по развитию электрических сетей Пермского края.

Инвестиции

Общий объем инвестпрограммы компании на 2007-2011гг. составляет 10,5 млрд. рублей. Основными источниками финансирования должны стать инвестиционная составляющая в тарифе, привлеченные и заемные средства, плата за подключение. Ежегодно инвестиционная составляющая в тарифе на транспортировку электроэнергии закладывается в размере не менее 800 млн. руб. ежегодно.

Финансовые показатели – сравнительный анализ

В текущем виде компания существует только с апреля прошлого года, поэтому проводить анализ динамики показателей Пермэнерго бессмысленно.

Поэтому мы сравним Пермэнерго с компаниями, уже представленными на облигационном рынке:

- с ЕЭСК, потому что с высокой долей вероятности компании войдут в состав единой структуры,

- с МОЭСК, потому что выпуск компании является естественным бенчмарком для выходящих на рынок бондов распределительных компаний.

МОЭСК существенно больше ЕЭСК и Пермэнерго по размеру выручке, рентабельность МОЭСК также значительно выше. Долговая нагрузка МОЭСК ниже чем у Пермэнерго, однако МОЭСК имеет солидную инвестиционную программу, предусматривающую в том числе выпуск облигаций в 2006-2009гг. на сумму 1,2 млрд. долл. (около ~7,5 млрд. руб. ежегодно).

Кредитный профиль Пермэнерго выглядит немного лучше ЕЭСК, однако в целом мы не считаем, что разница между кредитным качеством данных компаний существенна.

Выводы: Основные риски Пермэнерго – риски, связанные с продолжающейся реформой электроэнергетики.

Нам известно, что государство планирует сохранить контрольный пакет в реформируемых МРСК, в том числе МРСК Урала, в состав которой войдет Пермэнерго. Однако нам неизвестно, когда будет завершена реформа. Кроме того, есть опасность того, что миноритарные акционеры могут попытаться заблокировать переход Пермэнерго на единую акцию МРСК Урала, в результате чего доля государства в акционерном капитале Пермэнерго останется меньше контрольной.

Прайсинг

Организатор выпуска (Агропромкредит) ориентирует рынок на доходность 8.99% к 3-летней оферте.

Мы считаем, что облигации Пермэнерго должны размещаться на уровне ЕЭСК. Если брать во внимание гиперликвидность на рынке облигаций и огромный спрос на эмитентов 1-2 эшелонов, мы ожидаем дисконта к выпуску ЕЭСК. Напомним, что в ходе размещения доходность ЕЭСК к оферте через 3 года составила 8,74%.

Пермэнерго должна быть размещена с приличной премией к МОЭСК и с дисконтом к ЕЭСК ввиду технического перевеса спроса над предложением в сегменте бумаг 1-2 эшелонов. Доходность на уровне 8,93% соответствует ставке купона в размере 8,74%, и мы не видим причин для того, чтобы бумага разместилась значительно выше.

С другой стороны, мы не рекомендуем инвесторам сильно рисковать и пытаться купить выпуск на первичном рынке любой ценой, поскольку считаем агрессивные размещения слишком рискованными, в первую очередь для российских участников. Отток ликвидности с рынка, конечно, не вызовет глубокой коррекции, однако может заставить размещенные слишком дорого бумаги уйти ниже номинала на вторичном

Финансовые показатели распределительных компаний в 2006г., млн. долл.

Показатель	Пермэнерго	ЕЭСК	МОЭСК
Выручка	268.2	187.0	937.6
ЕБИТДА	43.9	24.8	298.6
Чистая прибыль	25.4	6.5	137.6
Активы	312.7	125.1	1 837.1
Долг	45.2	4.1	243.2
Долгоср. долг/ Долг	42.2%	53.7%	100.0%
Рент-ть по ЕБИТДА	16.4%	13.3%	31.9%
Чистая рент-ть	9.5%	3.5%	14.7%
Долг/ЕБИТДА	1.0	0.2	0.81
ЕБИТДА/Проценты	-	224.7	73.2
Долг/Активы	14.4%	3.3%	13.2%
Долг/Выручка	17%	2.1%	25.9%

Источники: данные компаний, оценки Банка Москвы

Плюсы

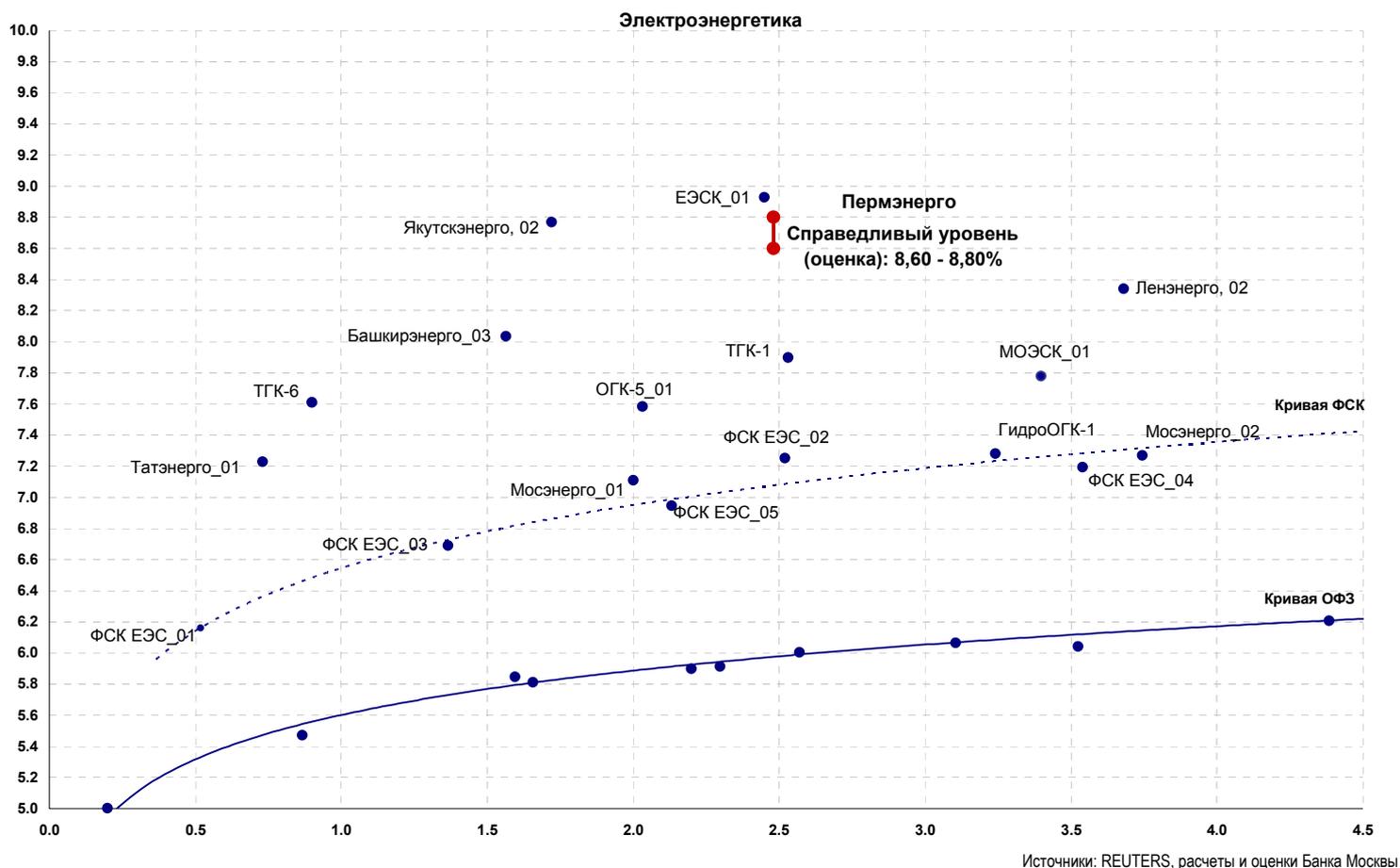
- Монопольное положение на рынке электроэнергетики Пермского края
- Невысокая долговая нагрузка, Долг/ЕБИТДА по итогам 2006г. – всего 1X.
- В случае объединения в единую структуру риски Пермэнерго становятся государственными – доля государства в МРСК будет не менее контрольной

Минусы

- План реорганизации МРСК может быть изменен
- Акционеры с блокпакетом могут заблокировать переход Пермэнерго на единую акцию МРСК Урала

рынке.

Мы рекомендуем инвесторам принять участие в аукционе и покупать Пермэнерго с доходностью 8.60% - 8,80%. Несмотря на ожидаемый нами апсайд выпуска после завершения реформы, мы все же не советуем выставлять агрессивные заявки в ходе аукциона.



Аналитический департамент
Тел: +7 495 624 00 80
Факс: +7 495 105 80 00 доб. 2822
Bank_of_Moscow_Research@mmbank.ru
Bank_of_Moscow_FI_Research@mmbank.ru

Директор департамента
Тремасов Кирилл
Tremasov_KV@mmbank.ru

Начальник управления анализа рынка акций
Веденеев Владимир
Vedeneev_VY@mmbank.ru

Экономика
Тремасов Кирилл
Tremasov_KV@mmbank.ru

Нефть и газ
Веденеев Владимир
Vedeneev_VY@mmbank.ru

Нефтехимия и нефтепереработка
Веденеев Владимир
Vedeneev_VY@mmbank.ru

Телекоммуникации
Мусяенко Ростислав
Musienko_RI@mmbank.ru

Машиностроение/Транспорт
Лямин Михаил
Lyamin_MY@mmbank.ru

Стратегия
Тремасов Кирилл
Tremasov_KV@mmbank.ru

Веденеев Владимир
Vedeneev_VY@mmbank.ru

Электроэнергетика
Скворцов Дмитрий
Skvortsov_DV@mmbank.ru

Металлургия
Скворцов Дмитрий
Skvortsov_DV@mmbank.ru

Потребительский сектор
Мухамеджанова Сабина
Muhamedzhanova_SR@mmbank.ru

Отдел анализа рынка облигаций

Стратегия/ кредитный анализ
Федоров Егор
Fedorov_EY@mmbank.ru
Стратегия
Ковалева Наталья
Kovaleva_NY@mmbank.ru

Кредитный анализ
Залеская Анастасия
Zalenskaya_AV@mmbank.ru
Стратегия
Чупрына Татьяна
Chupryna_TV@mmbank.ru

Настоящий документ предоставлен исключительно в порядке информации и не является предложением о проведении операций на рынке ценных бумаг, и, в частности, предложением об их покупке или продаже. Настоящий документ содержит информацию, полученную из источников, которые Банк Москвы рассматривает в качестве достоверных. Однако Банк Москвы, его руководство и сотрудники не могут гарантировать абсолютную точность, полноту и достоверность такой информации и не несут ответственности за возможные потери клиента в связи с ее использованием. Оценки и мнения, представленные в настоящем документе, основаны исключительно на заключениях аналитиков Банка в отношении анализируемых ценных бумаг и эмитентов. Вознаграждение аналитиков не связано и не зависит от содержания аналитических обзоров, которые они готовят, или от существа даваемых ими рекомендаций.

Банк Москвы, его руководство и сотрудники не несут ответственности за инвестиционные решения клиента, основанные на информации, содержащейся в настоящем документе. Банк Москвы, его руководство и сотрудники не несут ответственности в связи с прямыми или косвенными потерями и/или ущербом, возникшим в результате использования клиентом информации или какой-либо ее части при совершении операций с ценными бумагами. Банк Москвы не берет на себя обязательства регулярно обновлять информацию, которая содержится в настоящем документе или исправлять возможные неточности. Сделки, совершенные в прошлом и упомянутые в настоящем документе, не всегда являются индикативными для определения результатов будущих сделок. На стоимость, цену или величину дохода по ценным бумагам или производным инструментам, упомянутым в настоящем документе, могут оказывать неблагоприятное воздействие колебания обменных курсов валют. Инвестирование в российские ценные бумаги несет значительный риск, в связи с чем клиенту необходимо проводить собственный анализ рынка и исследование надежности российских эмитентов до совершения сделок.

Настоящий документ не может быть воспроизведен, полностью или частично, с него нельзя делать копии, выдержки из него не могут использоваться для каких-либо публикаций без предварительного письменного разрешения Банка Москвы. Банк Москвы не несет ответственности за несанкционированные действия третьих лиц, связанные с распространением настоящего документа или любой его части.