

18 апреля 2010

Рынок облигаций I ООО «Кузбассэнерго-Финанс»

Первичное размещение облигаций ООО «Кузбассэнерго-Финанс»

Кредитный рейтинг	NR
Объем эмиссии:	5 млрд. руб.
Гос. рег. номер:	4-02-36401-R
Дата размещения:	28.04.2011
Оферта:	26.04.2016
Дата погашения:	15.04.2021
Купон (орг-ры):	8.85-9.10% (полугодовой)
УТР (дюрация)	9.05(4.15)-9.31(4.13)
Гарантии	ОАО «Кузбассэнерго», ОАО «ТГК-13»
Мин. купон (ДОФР ПКБ)	8.85%

ООО «Кузбассэнерго-финанс», являющееся SPV для ОАО «Кузбассэнерго», 26 апреля закрывает книгу заявок на первичное размещение рублевого выпуска биржевых облигаций. На наш взгляд, ключевыми аргументами за покупку дебютных облигаций «Кузбассэнерго-финанс» являются следующие принципиальные моменты:

1. совокупный кредитный профиль поручителей является устойчивым и оставляет возможности для дополнительного наращивания долга
2. оценка премии к суверенной кривой на уровне аналогичных ТГК, входящих в КЭС-Холдинг
3. прогнозируемый рост прозрачности компаний в преддверии IPO СУЭКа

Бизнес-профиль поручителей

ОАО «Кузбассэнерго» (ТГК-12) осуществляет производство и продажу электро- и тепловой энергии, а также обеспечивает передачу тепла. В состав Кузбассэнерго входят 6 электростанций в Кемеровской области и 3 электростанции в Алтайском крае установленной мощностью 4500 МВт. Все станции работают на угле. Установленная тепловая мощность – 8,9 тыс. Гкал/ч.

ОАО «ТГК-13» оперирует на территории Красноярского края и республики Хакасия. В состав компании входят 7 ТЭЦ, Назаровская ГРЭС и Красноярская Теплосеть. Установленная э/мощность составляет 2535 МВт, тепловая мощность – 7,1 Гкал/ч.

В общем объеме генерации ОЭС Сибири доля совокупная доля ТГК-12 и ТГК-13 составляет около трети. И одна, и вторая компании являются одними из наиболее эффективных в РФ по использованию установленной мощности, наряду с Фортумом и Мосэнерго. Основным рынком для компании является ОРЭМ. Относительно небольшая доля электроэнергии и мощности также реализуется на розничном рынке. Ближайшими конкурентами компании являются ОАО «ОГК-4» (Березовская ГРЭС, 1500 МВт), ОАО «ОГК-6» (Красноярская ГРЭС-2, 1250 МВт).

Почему заявлены два разных по качеству поручителя?!

Обе компании являются энергетическими активами холдинга СУЭК. Структурами, близкими владельцам СУЭК, контролируется 65,79% в ТГК-12 и 74,9% в ТГК-13. СУЭК планирует провести IPO в 2011 году, однако, до этого момента структура холдинга должна будет претерпеть существенные изменения, чтобы стать более прозрачной.

Одной из частей этого процесса будет передача долей СУЭКа в ТГК компании Sibenergy (эффективная доля СУЭК в холдинге – 89,41%). После этого Sibenergy, по заявлениям председателя совета директоров Александра Ландиа, будет продан Donalink Ltd – кипрскому оффшору, владеющему 99,86% СУЭК. В результате, Donalink Ltd станет структурой, напрямую консолидирующей в своем балансе все значимые активы СУЭК Холдинга. Для ТГК-12 и ТГК-13 данные действия предполагают вариант объединения под эгидой Сибэнергохолдинга или даже полного слияния в будущем. Именно эти соображения являются ответом на вопрос, почему эти два актива (довольно разные по финансовому состоянию) стали поручителями по выпуску «Кузбассэнерго-финанс».

R&L: разная рентабельность поручителей

К сожалению, по обоим поручителям доступна только отчетность по РСБУ за 9 месяцев 2010 г. Отчетность в соответствии с МСФО компании не готовят. По имеющейся наиболее актуальной информации выручка ТГК-12 выросла за 9 месяцев 2010 г. на 21%, ТГК-13 на 18% (показатели приведены к годовой базе). Рост по итогам 2009 г. составил 24% и 7% соответственно.

Таблица 1. Показатели прибыльности и оборачиваемости ОАО «ТГК-12»

	2007	2008	2009	2010IIIQ
Operating Margin as stated	3.4%	-5.6%	4.8%	11.6%
OIBDA Margin*	10.6%	1.6%	11.1%	17.1%
Pretax margin	21.7%	-11.1%	0.5%	-0.1%
Net Profit Margin	15.6%	-10.2%	0.0%	-0.4%
Operating Return on Assets	2.4%	-3.8%	4.1%	11.1%
ROAA	11.3%	-6.9%	0.0%	2.0%
ROEA	12.8%	-8.0%	0.0%	2.3%
OIBDA/Equity	7.1%	1.3%	11.3%	19.6%
Receivables Turnover	8.97	6.03	6.00	9.36
Days of sales Outstanding	41	61	61	39
Inventory Turnover Ratio	13.37	10.58	11.47	11.44
DOH	27	35	32	32
Payables Turnover	11.10	12.71	12.62	9.23
# of days of payables	33	29	29	40
Net Operating Cycle, days	35	66	64	31
Working Capital Turnover Ratio	13.19	8.77	6.45	11.19
Fixed Asset Turnover Ratio	0.91	0.93	1.15	1.35
Total Asset TO Ratio	0.72	0.67	0.91	0.72

* величина амортизации за 9 месяцев 2010 г. является оценкой ДОФР ОАО Банк «Петрокоммерц»

Источник: данные компании и собственные расчеты ОАО Банк «Петрокоммерц»

При этом ТГК-12 показывает существенный рост маржинальности, тем не менее оставаясь убыточной на уровне чистой прибыли. Маржа OIBDA выросла в 1,5 раза. В то же время, ТГК-13 показывает куда более слабые результаты – снижение рентабельности на операционном уровне и сохранение чистых убытков. Тем не менее, обе компании показывают сокращение цикла обращения денежных средств, что может указывать на растущую способность обеих компаний генерировать кэш. Ключевыми триггерами

изменения цикла в обеих ТГК является рост оборачиваемости дебиторской задолженности и одновременно удлинение периода платежей по кредиторской задолженности. В целом, такие изменения характеризуют благоприятную бизнес-среду для компаний.

Таблица 2. Показатели прибыльности и оборачиваемости ОАО «ТГК-13»

	2007	2008	2009	2010IIIQ
Operating Margin as stated	1.2%	-2.6%	0.1%	-0.8%
OIBDA Margin*	7.4%	3.0%	5.7%	5.1%
Pretax margin	11.7%	-9.6%	-5.2%	-6.9%
Net Profit Margin	11.3%	-8.1%	-4.0%	-5.8%
Operating Return on Assets	0.7%	-1.8%	0.1%	1.6%
ROAA	6.4%	-5.5%	-3.1%	-1.2%
ROEA	7.8%	-6.5%	-3.8%	-1.9%
OIBDA/Equity	4.4%	2.6%	5.6%	5.6%
Receivables Turnover	12.83	8.63	7.34	8.53
Days of sales Outstanding	28	42	50	43
Inventory Turnover Ratio	15.22	18.53	19.59	14.42
DOH	24	20	19	25
Payables Turnover	13.86	13.40	6.80	7.47
# of days of payables	26	27	54	49
Net Operating Cycle	26	35	15	19
Working Capital Turnover Ratio	17.06	10.44	-11.62	-203.73
Fixed Asset Turnover Ratio	0.64	0.78	0.94	0.98
Total Asset TO Ratio	0.57	0.67	0.76	0.54

* величина амортизации за 9 месяцев 2010 г. является оценкой ДОФР ОАО Банк «Петрокоммерц»

Источник: данные компании и собственные расчеты ОАО Банк «Петрокоммерц»

Показатели оборачиваемости активов на данный момент находятся вблизи максимальных значений за последние 5 лет благодаря опережающему росту выручки. Мы рассчитываем, на улучшение данных соотношений на фоне дальнейшей либерализации рынка ОРЭМ, которая в этом году фактически была отложена по политическим причинам (борьба с инфляцией в предвыборный год).

Balance Sheet: у ТГК-12 нет долга, у ТГК-13 - избыток

Композиция баланса по большинству принципиальных статей у обеих компаний остается довольно стабильной, что характерно для сектора электрогенерации. В активной части преобладают внеоборотные активы с долей порядка 80%. Обращает внимание на себя неравномерное появление средств по счету краткосрочных финансовых вложений. Их доля может вырастать до 10% в течение года, и потом снова снижаться до нуля. Расшифровок этих вложений не дается, поэтому мы склонны относить подобные явления в отчетности компаний на внутригрупповые расчеты. Соответственно величина КФВ не учитывается нами для расчета чистого долга и cash ratio. Доля собственного капитала составляет около 90% у ТГК-12. Мы фиксируем снижение за 9 месяцев 2010 г аналогичной доли у ТГК-13 с 76% до 58%, что связано с привлечением долгосрочного финансового долга в размере 8 млрд. руб. У ТГК-12 финансового долга нет.

В целом, при более высоком кредитном качестве ТГК-12 по отношению к ТГК-13, мы отмечаем ухудшение коэффициентов ликвидности у первой компании, и улучшение у второй. Причем улучшение ликвидной позиции ТГК-13 подтверждается показателями, скорректированными на величину КФВ.

Таблица 3. Коэффициенты баланса и покрытия долга ОАО «ТГК-12»

	2007	2008	2009	2010IIIQ
Current Ratio	4.44	1.64	2.20	1.63
Quick Ratio	3.56	1.18	1.64	1.28
Cash Ratio	0.03	0.12	0.12	0.12
Defensive Interval	1.20	11.64	5.98	11.84
Debt/Assets	0.00	0.11	0.00	0.00
Debt/Equity	0.00	0.13	0.00	0.00
Debt/Capital	0.00	0.11	0.00	0.00
Total Debt/OIBDA	0.00	10.08	0.00	0.00
Net Debt/EBITDA	-0.03	8.09	-0.13	-0.21
EBITDA/IntExp	20.38	2.78	10.34	8932.81

Источник: данные компании и собственные расчеты ОАО Банк «Петрокоммерц»

Таблица 4. Коэффициенты баланса и покрытия долга ОАО «ТГК-13»

	2007	2008	2009	2010IIIQ
Current Ratio	3.18	2.42	0.74	2.36
Quick Ratio	1.97	1.77	0.54	1.81
Cash Ratio	0.08	0.16	0.02	0.19
Defensive Interval	2.22	6.26	1.73	11.35
Debt/Assets	0.11	0.07	0.08	0.32
Debt/Equity	0.14	0.08	0.10	0.55
Debt/Capital	0.12	0.07	0.09	0.35
Total Debt/OIBDA	3.12	2.92	1.87	6.07
Net Debt/EBITDA	3.04	2.36	1.79	5.70
EBITDA/IntExp	7.31	3.77	4.12	5.79

Источник: данные компании и собственные расчеты ОАО Банк «Петрокоммерц»

Таким образом, мы видим что в качестве поручителей по займу были выдвинуты две компании, кредитное качество которых мягко говоря отличается. На проблеме «зачем заявлять слабого поручителя» мы остановились выше. В этой канве мы призываем всех инвесторов смотреть не только на ТГК-12 как наиболее сильную компанию, а на обе компании целиком, стараясь понять где окажутся их кредитные метрики после возможной консолидации.

Отчетность РСБУ, конечно, является плохим подспорьем в этом процессе. Однако относительная изолированность бизнесов ТГК-12 и ТГК-13 дает нам возможность очень грубо оценить базовые показатели объединенной компании. Совокупная выручка ТГК-12 и ТГК-13 составила за 9 месяцев 2010 года 34,8 млрд. руб., при показателе OIBDA 4.4 млрд. руб. Общий долг – 8,5 млрд. руб. Таким образом, оценка консолидированного Total Debt/OIBDA складывается по итогам 9 месяцев на уровне 1,45X.

Учитывая размещаемый объем в 5 млрд. руб., при прочих равных условиях нагрузка вырастет до 2,3X. Кроме того, у «Кузбассэнерго-финанс» зарегистрировано еще два выпуска облигаций общим объемом 15 млрд. руб. Если мы предположим 10% рост выручки в 2011 году, сохранение рентабельности на текущем уровне и размещение двух указанных выпусков, то на конец 2011 года Total Debt/OIBDA может составить около 4,4X, что является уже достаточно высоким уровнем для энергокомпаний. Таким образом, **несмотря на высокое кредитное качество в моменте, совокупная позиция ТГК-12 и ТГК-13 в будущем подвержена рискам значительного роста долговой нагрузки и, по заявлениям менеджеров «Кузбассэнерго», снижения маржи, что может оказать негативный мультипликативный эффект на кредитные метрики компаний.**

Позиционирование выпуска

Предлагаемый ориентир по ставке полугодового купона в размере 8,85-9,10% соответствует YTP 9,05-9,31% (дюрация до оферты – 4,15/4,13). Данный ориентир соответствует премии над кривой синтетической ОФЗ в размере 194-221 б.п. Как видно, данный ориентир соответствует уровню спредов, наблюдаемых по займам ТГК, входящих в КЭС-Холдинг (ТГК-5, ТГК-6, ТГК-9). При этом кредитное качество активов КЭС на данный момент выглядит несколько слабее в силу более высокой долговой нагрузки. Таким образом, на наш взгляд, интересно участие даже по нижней границе. Для сравнения: два рублевых выпуска ОАО «РусГидро» в данный момент маркируются со спредом 119-146 б.п. при дюрации около 4,2.

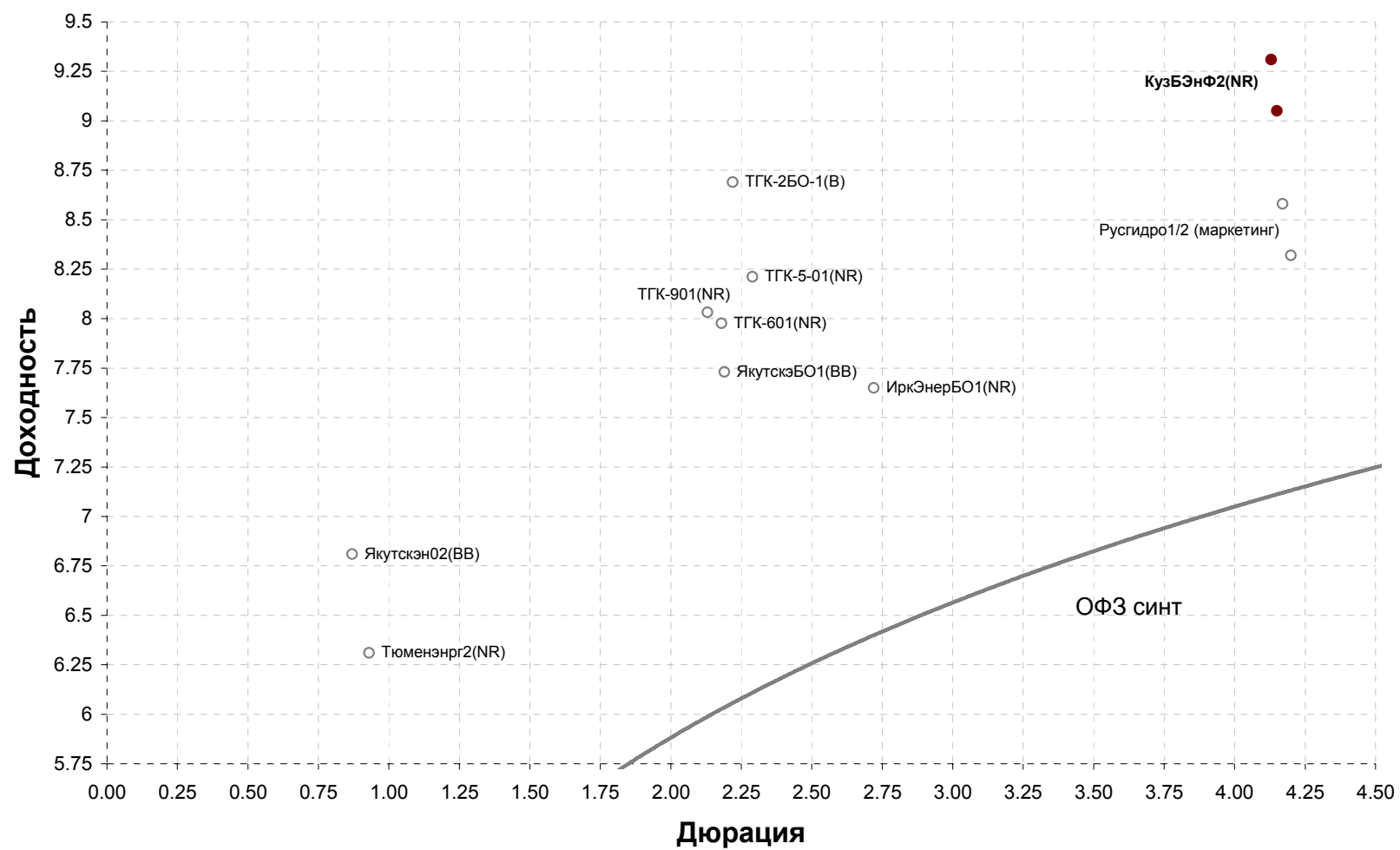
Таблица 5. Ликвидные облигации энергетических ТГК

	Объем займа, млрд. руб.	Dur	YTP, %	Спред, б.п.
ТГК-102(NR)	5	0.21	5.26	317
ЯкутскЭн02(BB)	1.2	0.87	6.81	233
ЮменЭнрг2(NR)	2.7	0.93	6.31	172
ТГК-901(NR)	7	2.13	8.03	204
ТГК-601(NR)	5	2.18	7.98	195
ЯкутскЭБО1(BB)	3	2.19	7.73	170
ТГК-2Б0-1(B)	5	2.22	8.69	263
ТГК-5-01(NR)	5	2.29	8.21	210
ИркЭнерБО1(NR)	3	2.72	7.65	125
КузБЭнФ2(NR)	5	4.13	9.31	221
		4.15	9.05	194

Источник: ММВБ и собственные расчеты ОАО Банк «Петрокоммерц»

Алексей Бизин
ведущий аналитик

ПРИЛОЖЕНИЕ 1. Карта ставок ликвидных облигаций энергетических ТГК



Источник: ММВБ и собственные расчеты ДОФР ОАО Банк «Петрокоммерц»

Критерии для вынесения рекомендаций по акциям

Покупать – потенциал роста бумаги выше или равен 10% от текущей цены.

Держать – потенциал роста бумаги находится в диапазоне от –10% до 10% от текущей цены.

Продавать – потенциал роста бумаги ниже –10% от текущей цены.

Критерии для вынесения рекомендаций по облигациям

Покупать – помимо получения купонного дохода вероятно сужение спреда (более 20 б.п.) за счет улучшения инвестиционного качества эмитента.

Держать – кредитное качество позволяет рассчитывать на исполнение обязательств, однако в ходе торгов на вторичном рынке возможно значительное изменение цены, не обладает существенным потенциалом сужения спреда.

Риск – выпуск низкого инвестиционного качества: вероятные трудности с исполнением обязательств.

Методологическая информация

Вероятность финансовых затруднений (ВФЗ) – агрегированный показатель кредитного качества, оценивающий вероятность возможных проблем с обслуживанием текущего долга.

Показатель рассчитывается на основе финансовых коэффициентов:

EBIT/Sales	Debt/Sales
Sales/Assets	Debt/EBIT
Debt/Assets	Interest Expenses/EBIT
Current Assets/Current Liabilities	

Таблица соответствия значения ВФЗ литерному значению кредитного качества

A	A-	B	B-	C	C-	D	D-
0-15%	15-20%	20-30%	30-35%	35-40%	40-45%	45-50%	>50%

Справедливый спред по выпуску рублевых облигаций определяется на основе регрессионной модели ОАО Банк «Петрокоммерц», В отдельных случаях, оговариваемых особо, оценка справедливого спреда производится по существующим аналогам эмитента.

КОНТАКТНАЯ ИНФОРМАЦИЯ

Головная организация:
127051, г. Москва, ул. Петровка, д. 24
Телефон: +7(495) 411-6411
Факс: +7(495) 623-3607
Интернет: www.pkb.ru
E-mail: welcome@pkb.ru

Аналитическое управление:
191036, Санкт-Петербург, пр. Суворовский, д. 2 Б., лит. А
Телефон: +7(812) 332-3751
Факс: +7(812) 332-3751
Интернет: www.pkb.ru
E-mail: research@pkb.ru

Аналитика

Потребительский сектор / Химия
Металлургия/Строительство
Дорофеев Евгений, к.э.н, доцент
dorofeev.e.a@pkb.ru

Сырьевые рынки / Экономика
Сурикова Наталья, MA in Economics
surikova.n.v@pkb.ru

Денежный рынок / Валютный рынок
Харлампиев Дмитрий, к.э.н
kharlampiev.d.n@pkb.ru

Телекоммуникации / Медиа
Машиностроение
Бизин Алексей
bizin.a.v@pkb.ru

Настоящий материал был подготовлен специалистами Аналитического Управления ДОФР ОАО Банка «Петрокоммерц». При подготовке настоящего материала были использованы данные, которые мы считаем достоверными, однако не гарантируем их полноту и точность. Оценки, высказанные в материале, являются частным мнением Аналитического Управления ДОФР ОАО Банка «Петрокоммерц».

Данный материал носит исключительно информационный характер и не должен рассматриваться как предложение к совершению каких-либо сделок с какими-либо ценными бумагами или как руководство к другим действиям. ОАО Банк «Петрокоммерц» не несет ответственности за прямой или косвенный ущерб, наступивший вследствие использования данной публикации, а также за достоверность содержащейся в ней информации.

Информация, содержащаяся в материале действительна только на дату публикации, и ОАО Банк «Петрокоммерц» оставляет за собой право вносить или не вносить в данный материал изменения без предварительного уведомления.

ОАО Банк «Петрокоммерц» осуществляет свою деятельность в Российской Федерации. Данный материал может использоваться инвесторами на территории РФ при условии соблюдения российского законодательства. Использование публикации за пределами Российской Федерации должно подчиняться законодательству той страны, в которой оно осуществляется. ОАО Банк «Петрокоммерц» обращает внимание, что операции с ценными бумагами связаны с риском и требуют соответствующих знаний и опыта.

Распространение, копирование и изменение материалов ОАО Банк «Петрокоммерц» не допускается без получения предварительного письменного согласия ОАО Банк «Петрокоммерц». Дополнительная информация предоставляется на основании запроса.

© 2011 ОАО Банк «Петрокоммерц». Все права защищены.