

ДОЛГОВОЙ РЫНОК

ТОРГОВЫЕ ИДЕИ

А. Ермак aermak@regnm.ru
К. Комиссаров kommisarov@regnm.ru

Рекомендация	Покупать
Текущая цена	101 (форв.)
Справедливая цена	101,80-102,00

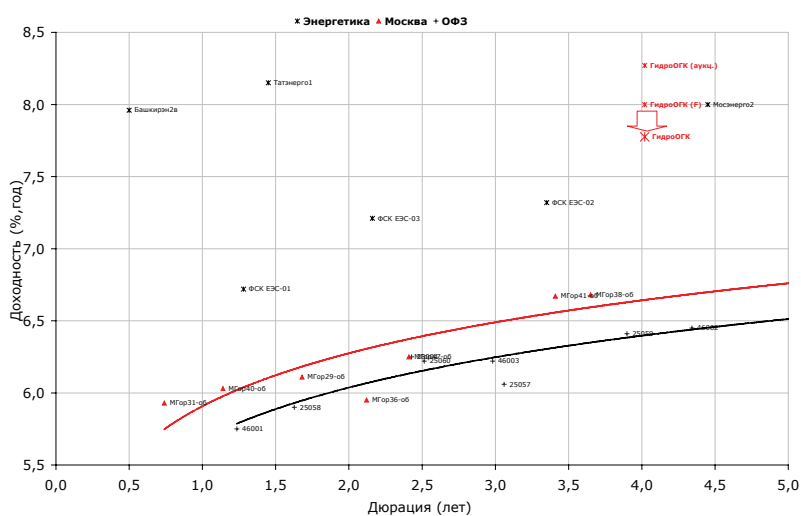
Выпуск	УК ГидроОГК, 1
Объем займа, млн. руб.	5 000
Ставка купона, %	8,1
Выплата купонов	2 раза в год
Дюрация к погашению, лет	4,02
Доходность к погашению, %	8,27 (аукц.)

16 августа ФСФР зарегистрировала отчет об итогах выпуска облигаций серии 01 ОАО «Управляющая компания ГидроОГК», в ближайшее время можно ожидать начало вторичных биржевых торгов.

Отметим, что размещение проходило при достаточно неблагоприятной конъюнктуре рынка, что послужило причиной размещения выпуска с премией к своей «справедливой» стоимости. За прошедшее с момента размещения облигаций время, доходности сопоставимых по дюрации бумаг энергетических компаний снизилась в пределах 35-45 б.п.

ГидроОГК – одна из крупнейших энергетических систем, как в разрезе России, так и в мировом. Установленная мощность компании составляет 21,3 МВт. По итогам 2005 года компания продемонстрировала высочайший уровень рентабельности – 43,6% (по EBITDA) и крайне низкий уровень долговой нагрузки: долг/EBITDA – 1,0.

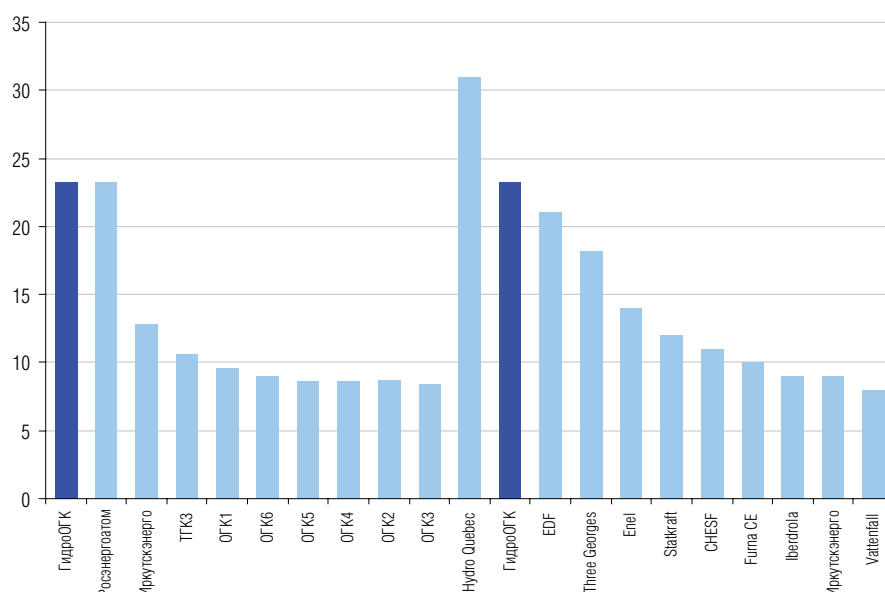
Несмотря на рост котировок ГидроОГК-1 на «форвардном рынке» до 101% от номинала, мы считаем, что облигации эмитента по-прежнему недооценены. С учетом роста цен на вторичном рынке мы оцениваем справедливую доходность облигационного выпуска ГидроОГК после начала его вторичного биржевого обращения на уровне 7,75-7,80% годовых при спреде к ОФЗ на уровне порядка 130-135 б.п. и рекомендуем покупать бумаги эмитента до достижения справедливого уровня.



16 августа ФСФР зарегистрировала отчет об итогах выпуска неконвертируемых процентных документарных облигаций на предъявителя серии 01 ОАО «Управляющая компания ГидроОГК» (г. Нижний Новгород), размещенных путем открытой подписки, государственный регистрационный номер выпуска 4-01-10983-Е от 01.06.2006.

Напомним, что облигации объемом 5 млрд. рублей и со сроком обращения 5 лет были размещены на ФБ ММВБ 5 июля т.г. Ставка первого купона, к которой приравниваются ставки купонов на весь срок обращения, по итогам аукциона была установлена эмитентом в размере 8,1% годовых, что соответствовало доходности к погашению на уровне 8,27% годовых. Установленная доходность оказалась выше, чем ожидалось, что, на наш взгляд было связано с неблагоприятной конъюнктурой, сложившейся на тот момент. Основной причиной неблагоприятной ситуации на долговом рынке стало решение ФРС США об очередном повышении учетной ставки на заседании, состоявшемся в конце июня. В результате на фоне ожиданий дальнейшего глобального роста процентных ставок инвесторы достаточно осторожно относились к вновь размещаемым бумагам, особенно с большой дюрацией, требуя от всех эмитентов дополнительную «премию» к вторичному рынку. Таким образом, на момент размещения «премия» по облигациям ГидроОГК, по нашим оценкам, составила порядка 15-20 б.п.

ОАО «ГидроОГК» - одна из крупнейших энергетических систем России и мира. По итогам 2005 года установленная мощность компании составила 21,3 МВт, что несколько меньше, чем у Росэнергоатома, но на 65% выше чем у Иркутскэнерго. По мере реформирования отрасли планируется, что установленная мощность компании возрастет до 23,3 МВт. Таким образом, компания будет занимать первое место в стране (по показателю установленной мощности), незначительно опережая Росэнергоатом и второе место в мире после Hydro Quebec (31 МВт).



Крупнейшие российские генерирующие компании и крупнейшие мировые гидрогенерирующие компании, ГВт.
Источник: данные компании.

По нашему мнению, термин «стратегическая отрасль» наиболее точно применим к гидроэнергетике. Сама по себе электроэнергетика является важнейшей составляющей инфраструктуры современной экономики. Гидроэнергетика, кроме того, имеет ряд неоспоримых преимуществ. Во-первых, это низкая себестоимость производства электроэнергии, что становится особо актуальным на фоне серьезного роста цен на углеводороды в последние годы. Во-вторых, высокая степень экологической безопасности. В-третьих, возможность в считанные часы покрывать пиковые нагрузки. Дело в том, что среди прочих типов электростанций именно гидроэлектростанции способны при необходимости существенно наращивать объемы производства в минимально короткие промежутки времени, покрывая тем самым пиковые нагрузки. Дополнительно стоит отметить существенный потенциал развития данного типа энергетики. Согласно данным компании, российский гидропотенциал освоен всего на 20%, а потенциал Дальнего Востока – всего на 3%. Для сравнения, гидропотенциал стран Западной Европы освоен на 90-100%, гидропотенциал Бразилии – на 44%.

В настоящее время ГидроОГК является 100% дочкой РАО «ЕЭС России». Стратегия реформирования отрасли предусматривает, что к моменту окончания реформы Государство будет владеть не менее 50%+1 акцией компании. Формирование компании предполагается проводить в несколько этапов:

- На первом этапе в состав компании были включены, принадлежащие на 100% РАО «ЕЭС России», дочерние общества и акции дочерних компаний с неконтрольными долями – всего 15 АО-ГЭС и ОАО «УК ВоГЭК».

- В рамках второго этапа ГидроОГК планируется передать пакеты ряда генерирующих предприятий, выделенных в процессе разделения из состава АО-энерго (ОАО «Чебоксарская ГЭС», ОАО «Ставропольская ЭГК»), ОАО «Загорская ГАЭС», ОАО «Дагестанская РГК»). Кроме того, в собственность ГидроОГК так же будут также переданы: имущественный комплекс Новосибирской ГЭС, акции ОАО «ВНИИГ им. Б.Е. Веденеева», ОАО «НИИЭС», акции дополнительных эмиссий ОАО «Зарамагские ГЭС» и ОАО «Зеленчукские ГЭС».

Стоит подчеркнуть, что для минимизации риска потери контроля над активами (на каждом этапе реорганизации доля государства не должна снижаться ниже 50%+1 акция), предполагалось, что государство будет оплачивать допэмиссию денежными средствами (39 млрд. руб.), а РАО «ЕЭС России» – вышеназванными активами. Стоит отметить, что в итоге согласований окончательная сумма, выделяемая на оплату допэмиссии, была сокращена до 7 млрд. руб. (такая цифра указывается в проекте бюджета на 2007 год). Вместе с тем, сама инвестиционная программа РАО «ЕЭС» на 2007 была одобрена. Наиболее важный момент – включение в тариф целевых инвестиционных средств в размере 15,25 млрд. руб.

Компания предоставляет консолидированную отчетность по РСБУ. В связи с тем, что компания была учреждена в конце 2004 г., имеются только финансово-производственные показатели за один период. В связи с этим горизонтальный анализ предприятия не проводился. В отчетном периоде компания выработала 79,5 млрд. кВт-ч, потери составили 1,8%, т.е. полезный отпуск составил 78,1 млрд. кВт-ч. Выручка от реализации составила 14,6 млрд. руб., причем порядка 87% выручки пришлось на выручку от реализации электроэнергии. Операционная прибыль составила 6,2 млрд. руб., маржа операционной прибыли – 43%. Чистая прибыль в 2005 году составила 2,2 млрд. руб., маржа – 15%.

В структуре активов преобладают внеоборотные активы, на долю которых приходится 95% валюты баланса. Наиболее «спорная» статья активов – деловая репутация дочерних обществ (37% валюты баланса, строка 146). Согласно данным компании, статья была сформирована в результате положительной рыночной переоценки (на 01.10.04) пакетов акций дочерних компаний, вносимых в уставной капитал ГидроОГК. Отрицательная переоценка была записана в статью №495 пассива (4,9% валюты баланса).

На наш взгляд, подобная переоценка основных средств может привести к не совсем корректным результатам, но ввиду низкой долговой нагрузки компании, не является критичной для итоговых результатов. Так, отношение финансового долга к совокупным активам (с переоценкой) составляет 0,03; если скорректировать на величину гудвила – 0,05. То же получается для коэф. Долг/СК: 0,05 для нескорректированного баланса и 0,06 для скорректированного.

Недавно была предоставлена консолидированная отчетность по МСФО за 2004-05 гг. Данные по МСФО так же отразили высокий уровень рентабельности ГидроОГК – 45,2% по EBITDA и крайне низкий уровень долговой нагрузки: долг/EBITDA – 0,6. Интересно отметить, что в отчетности по МСФО переоценка деловой репутации дочерних обществ не производилась; в результате мы имеем меньшую стоимость совокупных активов и большие доли долга в активах и СК – 0,05 и 0,09 соответственно.

В настоящий момент на облигационном рынке обращаются займы ряда энергетических компаний, ни одна из которых не является прямым аналогом ГидроОГК. Башкирэнерго и Татэнерго являются вертикально-интегрированными энергетическими компаниями, т.е. совмещают генерацию, транспортировку и сбыт. Под брэндом Ленэнерго остались сетевые активы. С точки зрения разделения на виды бизнеса наиболее близким аналогом можно назвать Мосэнерго (после разделения под данным брэндом остались генерирующие активы). С другой стороны, генерирующие активы Мосэнерго в качестве топлива потребляют газ, что приводит к большей себестоимости производства и худшим показателям рентабельности. С точки зрения отношений с государством близким аналогом является ФСК ЕЭС (на 75% контролируются государством).

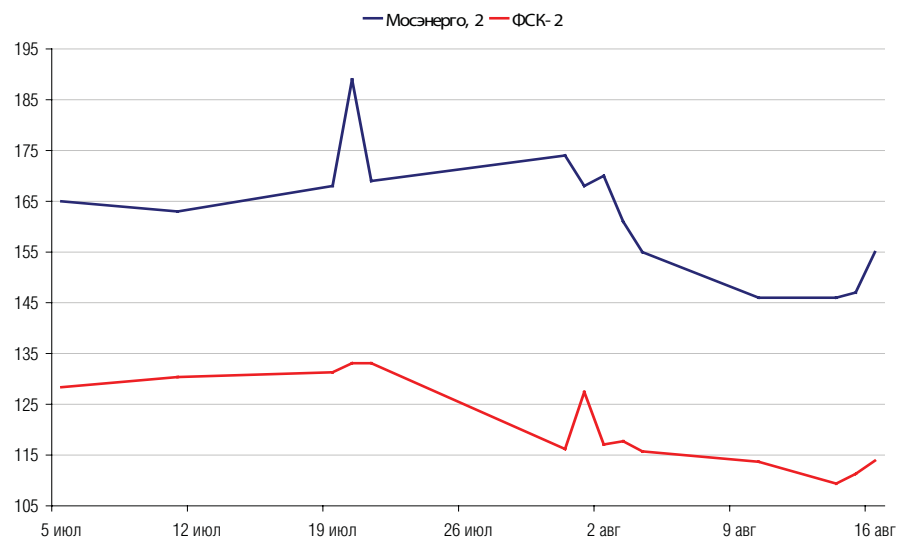
ГидроОГК является абсолютным лидером с точки зрения рентабельности среди рассматриваемых генерирующих предприятий: по EBITDA – 43,6%; по уровню долговой нагрузки сопоставимо с Башкирэнерго и Татэнерго и лучше Мосэнерго.

Основные финансовые показатели. РСБУ, 2005 год.

Показатель	ГидроОГК (РСБУ)	ГидроОГК (МСФО)	Мосэнерго (РСБУ)	Башкирэнерго (РСБУ)	Татэнерго (РСБУ)	Иркутскэнерго (РСБУ)	ФСК ЕЭС (РСБУ)
Выручка, млн. руб.	14 644	13 156	71 010	26 247	27 395	19 111	29 867
EBITDA, млн. руб.	6 392	5 942	7 010	3 182	2 547	5 465	19 003
Маржа EBITDA, %	43,6	45,2	9,9*	12,1	9,3	28,6	63,6%
Выручка/Долг	2,2	3,6	7,2	8,9	14,4	23,5	1,5
Долг/EBITDA	1,0	0,6	1,4*	0,9	0,7	0,15	1,0
EBITDA/%	217,2	22,9	6,9*	8,1	19,8	88,1	22,4

Источник: данные компаний, ГК «РЕГИОН». (*) - оценка

За прошедшие с момента размещения облигаций ГидроОГК доходность энергетических компаний, сопоставимых по дюрации ценных бумаг и масштабам и перспективам развития бизнеса эмитентов (ФСК ЕЭС и Мосэнерго), снизилась в пределах 35-45 б.п., а их спреды к «кривой» ОФЗ на 10-20 б.п.



Спрэд Мосэнерго-2 и ФСК-2 к кривой ОФЗ.
 Источник: ММВБ, ГК «РЕГИОН».

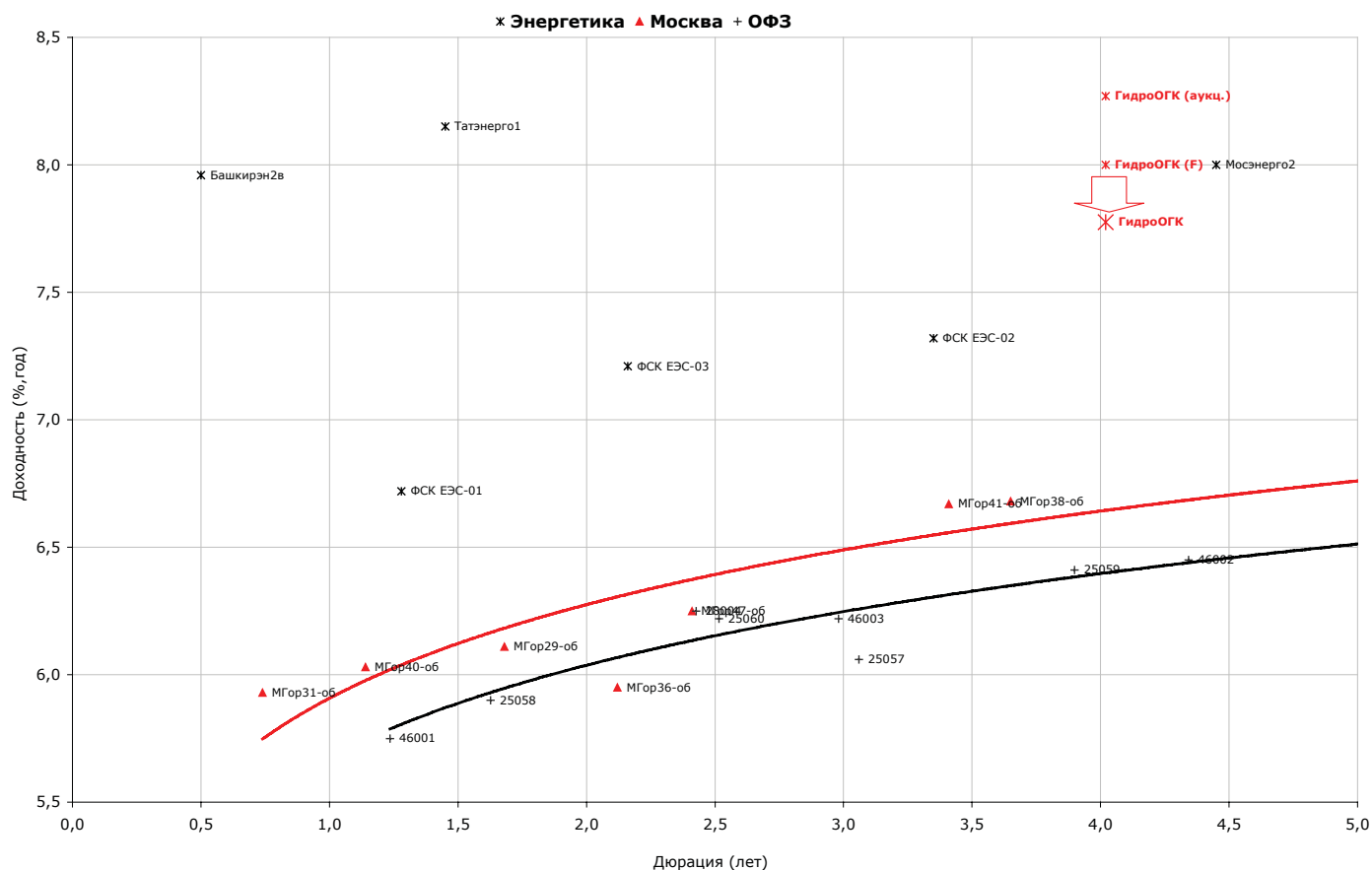
В настоящий момент облигации ГидроОГК торгуются на «форвардном» рынке по цене порядка 101% от номинала, что соответствует доходности 8,0% годовых. Несмотря на рост цены на 1% по сравнению с ценой размещения, мы считаем, что облигации по-прежнему недооценены.

С учетом снижения доходности на вторичном рынке мы оцениваем справедливую доходность облигационного выпуска ГидроОГК после начала его вторичного биржевого обращения на уровне 7,75-7,80% годовых при спреде к ОФЗ на уровне порядка 130-135 б.п. и рекомендуем покупать облигации до достижения справедливого уровня.

Основные параметры облигаций.

Выпуск	Объем выпуска, млн. руб.	Дюрация к погаш./оферте, лет	На момент размещ. (05.07)		На текущий момент (16.08)		Изменение	
			УТМ/УТО, % год.	Спрэд к ОФЗ, б.п.	УТМ/УТО, % год.	Спрэд к ОФЗ, б.п.	доходн.	спрэда
Мосэнерго, 2	5 000	4.45	8.37	165	8.00	150-155	-0.37	-10...-15
ФСК ЕЭС, 2	7 000	3.35	7.78	130	7.32	110-115	-0.46	-15...-20
ГидроОГК, 1	5 000	4.08	8.27	160	7.75-7.80	130-135	-0.50	-25 ...-30

Источник: ММВБ, ГК «РЕГИОН»



ОПЕРАЦИИ С АКЦИЯМИ

Руководитель департамента:

Павел Ващенко (доб.335; e-mail: pvaschenko@regnm.ru)

Клиентское обслуживание:

Владимиров Владимир (доб. 570; e-mail: vladimirov@regnm.ru)

Маргарита Петрова (доб.333; e-mail: rita_petrova@regnm.ru)

Янковский Александр (доб. 585; e-mail: java@regnm.ru)

Трейдеры:

Алексей Цырульник (доб.147; e-mail: alexiz@regnm.ru)

Марина Муминова (доб.157; e-mail: muminova@regnm.ru),

(095) 264 4372 (прямой)

Никита Фраш (доб. 137; e-mail: frash@regnm.ru)

Рифат Летфуллин (доб. 504; e-mail: letfullin@regnm.ru)

Орловский Максим (доб.534; e-mail: orlovskiy@regnm.ru)

ОПЕРАЦИИ С ВЕКСЕЛЯМИ

Павел Голышев (доб.303; email: golyshev@regnm.ru)

Виктория Скрыпник (доб.301; email: vvs@regnm.ru)

Елена Шехурдина (доб.463; email: lenash@regnm.ru),

Крищенко Богдан (доб.580; email: valentine@regnm.ru)

ОПЕРАЦИИ С ОБЛИГАЦИЯМИ

Сергей Гуминский (доб.433; email: guminskiy@regnm.ru)

Петр Костиков (доб.471; email: kostikov@regnm.ru)

Игорь Каграманян (доб.575; email: kia@regnm.ru)

Нестерова Анна (доб.549; email: nesterova@regnm.ru)

ОРГАНИЗАЦИЯ ПРОГРАММ ДОЛГОВОГО ФИНАНСИРОВАНИЯ

Сергей Гуминский (доб.433; email: guminskiy@regnm.ru)

Петр Костиков (доб.471; email: kostikov@regnm.ru)

Игорь Каграманян (доб.575; email: kia@regnm.ru)

Нестерова Анна (доб.549; email: nesterova@regnm.ru)

АНАЛИТИЧЕСКОЕ И ИНФОРМАЦИОННОЕ ОБСЛУЖИВАНИЕ

Директор по аналитике и информации:

Анатолий Ходоровский (доб.538; e-mail: khodorovsky@regnm.ru)

Анализ финансовых рынков (долговой рынок):

Александр Ермак (доб.405; e-mail: aermak@regnm.ru)

Константин Комиссаров (доб.428; e-mail: komissarov@regnm.ru)

Отраслевой и макроэкономический анализ:

Валерий Вайсберг (доб.143; e-mail: vva@regnm.ru)

Евгений Шаго (доб.336; e-mail: shago@regnm.ru)

ДОВЕРИТЕЛЬНОЕ УПРАВЛЕНИЕ

Сергей Малышев (доб.120; email: smalyshv@regnm.ru)

Данила Шевырин (доб.178; email: she_dv@regnm.ru)

Екатерина Колотыркина (доб.180; email: kolot@regnm.ru)

Группа компаний «РЕГИОН» объединяет динамично развивающиеся компании, оказывающие в совокупности целый спектр услуг на рынке ценных бумаг, в числе которых услуги в сфере брокерской (ООО «БК РЕГИОН»), депозитарной деятельности (ЗАО «ДК РЕГИОН»), доверительного управления ценными бумагами, управления инвестиционными фондами, паевыми инвестиционными фондами и негосударственными пенсионными фондами (ЗАО «РЕГИОН ЭСМ»), а также услуги финансового консультанта на рынке ценных бумаг (ЗАО «РЕГИОН ФК»). Компании группы обладают всеми необходимыми лицензиями для осуществления соответствующих видов деятельности. Профессионализм сотрудников компаний группы подтвержден рейтингами НАУФОР (АА – высокая степень надежности), журнала «Деньги», а также многочисленными опросами участников рынка ценных бумаг, проводимых информационными агентствами АК&М и РосБизнесКонсалтинг, по результатам которых Компания устойчиво занимает ведущие места. Основные причины наших успехов кроются в четком понимании тенденций рынка и чутком отношении к интересам наших клиентов. Если Вам потребуется какая-либо помощь, либо Вы захотите более подробно узнать о спектре оказываемых нами услуг, пожалуйста, свяжитесь с нами.

Многоканальный телефон: (095) 777 2964

Факс: 975 2448

www.regiongroup.ru

Страницы компании в информационной системе REUTERS: <REGION>

Данный обзор носит исключительно информационный характер и не может рассматриваться как предложение к заключению сделок с компаниями группы «РЕГИОН». Мы не претендуем на полноту и точность изложенной информации. Наши клиенты могут иметь позицию или какой-либо иной интерес в любой сделке прямо или косвенно упомянутой в тексте настоящего обзора. «РЕГИОН» не несет ответственности за любой прямой или косвенный ущерб, наступивший в результате использования информации, изложенной в настоящем обзоре. Любые операции с ценными бумагами, упоминаемыми в настоящем обзоре, могут быть связаны со значительным риском.