

Специальный обзор долговых рынков

ПЕРВИЧНОЕ ПРЕДЛОЖЕНИЕ:

ЯКУТСКЭНЕРГО («ВВ») – рейтинг решает всё?

3 сентября 2010 года

Календарь размещений							
Анонсированная дата	Эмитент	Серия	Объем, млрд руб.	Погашение/оферта	Организаторы	Ориентир организатора, УТМ	Рекомендации НОМОС-БАНКа
7 сентября	Якутскэнерго	БО-1	3	3 года	БАНК МОСКВЫ	8.68%	8.68%

Список энергокомпаний, активно формирующих первичное предложение, в понедельник пополнится выпуском биржевых облигаций на 3 млрд руб. от Якутскэнерго. Мы отмечаем, что деятельность Компании на сегодняшний день характеризуется достаточно слабым операционным профилем, что отчасти отражается на кредитных метриках Компании в виде убытков и весомого размера кредитного портфеля. Вместе с тем, рейтинговые агентства, в силу монопольного положения и «государственности» Компании довольно благосклонны к её оценке – Fitch «ВВ». Последний фактор является несколько нивелирующим риски Якутскэнерго приведенные в нашем обзоре. Доходность – 8,68% на три года на фоне первичного предложения от других представителей сектора выглядит привлекательно. Однако, выпуск ИРКУТа, доходность которого в диапазоне 10,25–10,78% также на три года с учетом высоких рейтингов (Moody's «Ba2») и государственности компании может составить хорошую альтернативу первичному предложению Якутскэнерго.

Вкратце

Напомним, что на рынке нет прямых аналогов для Компании вследствие того, что она относится к изолированной энергосистеме и, соответственно, реформы РАО ЕЭС, в том числе по разделению видов деятельности, прошли для Якутскэнерго стороной. По сути, деятельность Компании объединяет как бизнес ТГК, так и МРСК. Прямым аналогом для Эмитента могло бы стать Татэнерго, однако бумаги последнего эмитента ушли с рынка. Установленная электрическая мощность Якутскэнерго составляет 1 447 МВт, тепловая – 1 683 Гкал. Для сравнения, установленная электрическая мощность самой небольшой компании в составе КЭС генерации ТГК–5 составляет 3123 МВт., а тепловая – 10 689 Гкал. В целом, структуру установленных мощностей Компании можно разделить следующим образом: 35% – тепловые станции, 57% – гидрогенерация, 8% – дизельные мощности. В части сетевого комплекса, то протяженность линий всех видов сетей 23,7 тыс. км, у МОЭСК – 59,8 тыс., у Ленэнерго – 55,9 тыс. км, МРСК Юга – 159 тыс. Вместе с тем, несмотря на диверсификацию бизнеса, порядка 70% выручки Компания получает за счет производства электроэнергии.

Операционный профиль: дизельная генерация, 25% потребления – АЛРОСа, тарифное регулирование.

В отличие от большинства энергокомпаний в структуре генерации сохраняется доля дизельных электростанций, что, учитывая большую стоимость данного топлива, отражается на себестоимости Компании. Вместе с тем, некоторым нивелирующим фактором может стать гидрогенерация в составе мощностей Якутскэнерго. Стоит также отметить довольно суровые климатические условия региона, которые усложняют транспортировку топлива, а также тот факт, что на 4 крупных потребителей приходится порядка 40% от общего объема отпускаемой энергии. Напомним, что традиционно большей платежной дисциплиной отличаются розничные потребители. Основным корпоративным потребителем является компания АЛРОСА (25% потребления), которая также имеет свою собственную ГЭС. Учитывая планы АЛРОСы по развитию собственной станции, у Якутскэнерго в перспективе возникают риски снижения потребления.

Мы отмечаем, что в 2009 году Компания была одним из «лидеров» в части сокращения выработки электроэнергии. Так, если в целом на территории России снижение потребления электроэнергии составило 4,7%, то в Южно-Якутском энергорайоне – 10,4%. Выше показатель был только в двух регионах: Липецкой области – 10,8% и Свердловской области – 11,8%. Вместе с тем, производство и передача электроэнергии является драйвером для доходов, в то время как в части тепловой энергии формируются убытки. Традиционно на Компании лежит груз социальной ответственности в виде реализации тепла ниже себестоимости. Для поддержки Федеральное правительство предоставляет Компании ежегодные субсидии, которые, как мы понимаем, не полностью покрывают убытки вследствие того, что планы по ассигнованию готовятся на основе планируемых данных, которые зачастую не совпадают с фактическими. В части сетевого бизнеса, который не является превалирующим, то здесь преимущества МРСК по переходу на RAB регулирование для Якутскэнерго

Специальный обзор долговых рынков ЯКУТСКЭНЕРГО: рейтинг решает всё?

3 сентября 2010 года

2

являются на сегодняшний день «открытым» вопросом. Тарифное регулирование на электроэнергию и тепло также в ближайшей перспективе сохраняется под государственным контролем, в том время как по остальным представителям сектора в текущем году 80% продаж осуществляется в нерегулируемом секторе.

Рейтинг на одном уровне с Республикой Саха (Якутия)

Стоит отметить, что рейтинговое агентство Fitch довольно благосклонно к оценке Якутскэнерго. Так, присвоенный Компании международный рейтинг на уровне «BB» (Стабильный) совпадает с ВолгаТелеком, ЦентрТелеком, Сибирьтелеком, ГСС, ММК. При этом оценка Fitch для АФК «Система» с более сильными, по нашему мнению, финансами на ступень ниже – «BB-». Стоит отметить, что рейтинг Якутскэнерго совпадает с оценкой Республики Саха (Якутия) («BB-»). Высокий рейтинг при довольно спорном кредитном качестве Компании объясняется участием в капитале ПАО ЕЭС Востока, которое, в свою очередь, находится в собственности государства. Государственная поддержка обусловлена социальной значимостью Компании для региона, в том числе практически монопольным присутствием Якутскэнерго на рынке. Вместе с тем мы напоминаем, что Эмитент не находится в прямой государственной собственности, что не в полной мере может гарантировать исполнение обязательств Компании государством.

Финансовый профиль: работа над ошибками?

Финансовые показатели Якутскэнерго						
млн руб.	2008	2009	%	1пол.2009	1пол.2010	%
Выручка	13 855	16 489	19%	7 997	9 691	21%
Операционная прибыль	333	-555	-266%	224	552	146%
EBITDA	1 832	470	-74%	737	1 064	44%
Чистая прибыль	89	-1 892	---	-203	172	-185%
Рентабельность продаж	2%	-3%	-6%	3%	6%	3%
Рентабельность EBITDA	13%	3%	-10%	9%	11%	2%
Рентабельность чистой прибыли	1%	-11%	-12%	-3%	2%	4%
	2008	2009	%	1пол.2010		
Активы	27 255	27 451	1%	28 262	3.0%	
Финансовый долг, в т.ч.	5 618	7 167	28%	6 952	-3.0%	
долгосрочный	4 446	1 601	-64%	3 241	102.4%	
краткосрочный	1 172	5 566	375%	3 711	-33.3%	
Денежные средства	91	383	319%	410	7.2%	
Debt/EBITDA	3.1	15.2	12.2	4.7	-10.5	

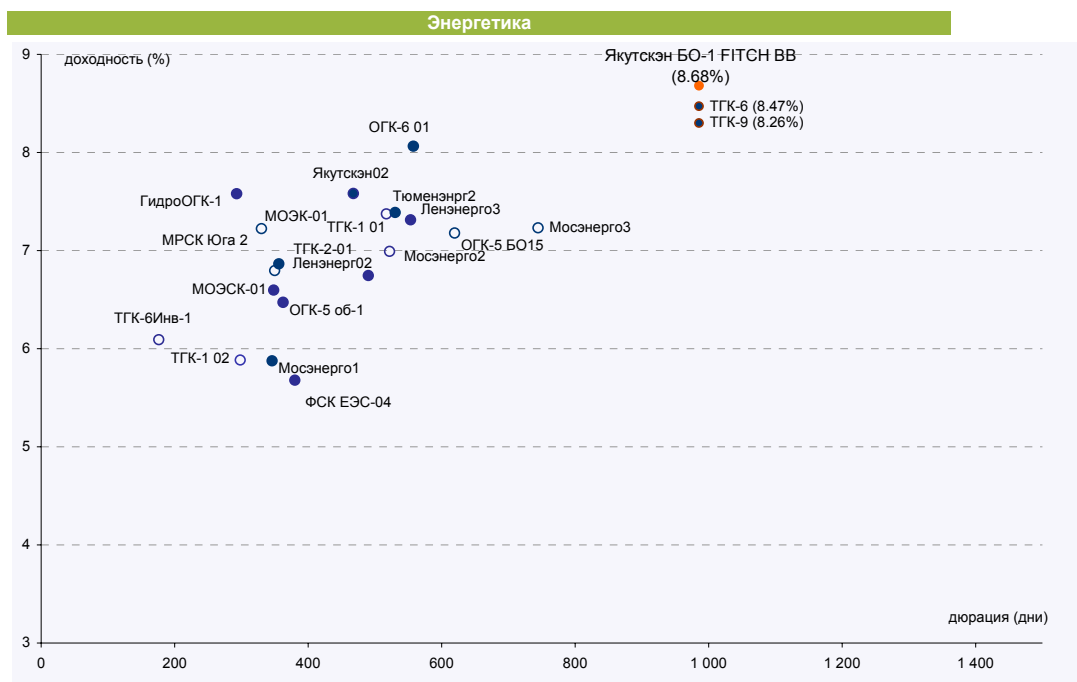
Источник: данные Компании, расчеты НОМОС-БАНКа

Мы отмечаем, что отчетность по РСБУ не является в достаточной мере информативной, поскольку не включает в себя итоги дочерних компаний. Так, по результатам прошлого года выручка дочерней компании «Сахаэнерго» составила порядка 4,68 млрд руб. (около 30% от выручки Якутскэнерго). Вместе с тем, на указанной компании были и обязательства в размере 1,5 млрд руб. Возвращаясь к итогам 2009 года Якутскэнерго, отметим, что за прошедший год финансовые метрики Компании достаточно серьезно поблекли. Так, при росте выручки на 19% до 16,5 млрд руб. себестоимость составила 17,04 млрд руб., что соответственно гарантировало убытки на уровне операционного результата – «-55 млн руб.», в то время как в 2008 году итог был положительным – 333 млн руб. Вполне ожидаемо конечный финансовый результат, в том числе вследствие возросших процентных выплат, был еще более негативным «-1892 млн руб.». Такая динамика сопровождалась ростом долговой нагрузки, которая по итогам года составила Debt/EBITDA – 15,220x (3,1x '08). При этом долговой портфель размером 7,2 млрд руб. на 78% состоял из долгосрочных обязательств. Как мы понимаем, такие результаты стали следствием того, что Компании были не в полном объеме компенсированы убытки от перекрестного субсидирования, а также ростом выработки электроэнергии на дизельных станциях, что обусловило увлечение потребления мазута. Последнее, как мы отмечали выше, является риском для Компании. Вместе с тем в текущем году Компании удалось довольно уверенно улучшить свои результаты. Так, при росте выручки на 21% до 9,69 млрд руб. Якутскэнерго улучшило операционную норму прибыли с 2,89% в прошлом году до уровня в 5,69% на конец отчетного периода. Также Компании закончила полугодие с финальным положительным результатом в 171,9 млрд руб. («-203,051 млн руб.»). В соответствии с такой динамикой соотношение

Debt/EBITDA довольно весомо улучшилось против результатов по итогам 2009 года и составило 4,7х. Согласно финансовой модели Компании долговая нагрузка снизится к 2013 году до уровня в 1,1х. При этом такая динамика будет сопровождаться сокращением уровня обязательств до 4,3 млрд руб., а также ростом операционной выручки до 47% и увеличением маржи до 6,9% (5,61 1П'10). Поддерживающим прогнозу фактором является отсутствие планов по финансированию инвестиций за счет заемных источников. Вместе с тем, давление на прогноз может оказывать опережающий рост тарифов на энергоносители, как это было в текущем году, а также замедление темпов роста тарифов, снижение потребления со стороны АПРОСа вследствие развития собственных мощностей и рост выработки дизельных станций. По итогам текущего года мы ожидаем сохранения Debt/EBITDA на уровне 3,7х–4,2х.

Позиционирование.

Новый выпуск облигаций Якутскэнерго предлагает инвесторам купон 8,5%, который формирует доходность в 8,68% к погашению через три года. Стоит напомнить, что у Компании уже обращается заем с погашением в марте 2012 года. Дебютные бонды в силу небольшой ликвидности выпуска вряд ли могут стать ориентиром для нового предложения. В то же время первичный рынок в последнее время характеризуется новыми выпусками эмитентов из сектора электроэнергетики, зачастую размещающихся, по нашему мнению, на довольно агрессивных уровнях. Сектор электроэнергетики может быть интерес, прежде всего, основываясь на том, что в кризис эмитенты вели себя, преимущественно, «прилежно» по сравнению с рядом эмитентов из других секторов. Напомним, что с начала лета были размещены займы ТГК–6 и ТГК–9 с доходностью 8,47% и 8,26% годовых соответственно на три года. Указанные бумаги пока не вышли на вторичный рынок. Также на текущий момент формируется книга на бонды ТГК–2 (Fitch «В») также сроком на три года с диапазоном доходности 8,20–8,68%. Предложение от Якутскэнерго на этом фоне выделяет довольно высокий рейтинг от Fitch на уровне «ВВ», а также «государственность» Компании через РАО ЕЭС. При этом самостоятельный кредитный профиль все-таки на текущий момент достаточно слабый. 8,68% – это верхняя планка приведенных первичных размещений, вследствие чего бумаги Якутскэнерго становятся привлекательными на фоне остального предложения. Вместе с тем, альтернативой может выступить выпуск ИРКУТа, который также в силу «государственности» рейтингован достаточно высоко – Moody's «Ba2», однако предлагает при равных сроках обращения доходность на порядок выше – 10,25–10,78%.



Контактная информация

НОМОС-БАНК (ОАО)		109240, Москва, ул. Верхняя Радищевская, д.2/1 стр.5
Старший Вице-президент	Пивков Роман / ext. 4120 (495) 797-32-48	pivkov_rv@nomos.ru
Департамент долговых инструментов	(495) 797-32-48	ib@nomos.ru
Директор департамента	Голованов Валерий / ext. 4424	golovanov_vn@nomos.ru
	Цвеляк Евгений / ext. 3581	tsvelyak_ea@nomos.ru
	Турик Анна / ext. 3575	turik_aa@nomos.ru
	Петров Алексей / ext. 4581	petrov_av@nomos.ru
Аналитика	(495) 797-32-48	research@nomos.ru
	Голубев Игорь / ext. 4580	igolubev@nomos.ru
	Ефремова Ольга / ext. 3577	efremova_ov@nomos.ru
	Ильин Илья / ext. 4426	ilin_io@nomos.ru
	Полюттов Александр / ext. 4428	polyutov_av@nomos.ru
	Федоткова Елена / ext. 4425	fedotkova_ev@nomos.ru
Департамент операций на финансовых рынках	(495) 797-32-48	
Директор департамента	Третьяков Алексей / ext. 3120	tretyakov_av@nomos.ru
Руководитель группы портфельных менеджеров	Орлянский Андрей / ext. 4673	orlyanskiy_av@nomos.ru
Начальник управления продаж	Попов Роман / ext. 4671	popov_ry@nomos.ru
Клиентский менеджер	Марюшкин Андрей / ext. 4597	maryushkin_aa@nomos.ru
Клиентский менеджер	Матросов Кирилл / ext. 4677	matrosov_ka@nomos.ru
Департамент брокерского обслуживания и управления активами	(495) 797-32-48	
Заместитель директора департамента	Матюшина Анна/ ext. 4121	matyushina_ai@nomos.ru
Начальник отдела поддержки клиентов	Сотникова Евгения / ext. 4132	sotnikova_ea@nomos.ru

Ограничение ответственности

Настоящий документ был подготовлен Аналитическим управлением НОМОС-БАНКа и имеет исключительно информационное значение и не может рассматриваться как предложение или побуждение к покупке или продаже ценных бумаг, а также связанные с ними финансовые инструменты. Информация, изложенная в настоящем документе, имеет исключительно информационное значение и не может рассматриваться как предложение или побуждение к покупке или продаже ценных бумаг, а также связанные с ними финансовые инструменты. Информация не является исчерпывающей, была собрана из публичных источников, которые НОМОС-БАНК считает надежными, НОМОС-БАНК не дает гарантий относительно их точности или полноты. Любое лицо, рассматривающее возможность приобретения облигаций, должно провести свой собственный анализ финансового положения Эмитента, Поручителя и основных условий выпуска облигаций. Любой получатель настоящего документа должен определить для себя относительность информации, содержащейся в нем, и при покупке ценных бумаг он должен опираться на такое исследование, которое сочтет необходимым. НОМОС-БАНК, его руководство, представители и сотрудники не несут ответственности за любой прямой или косвенный ущерб, наступивший в результате использования информации изложенной в настоящем документе. Дата, указанная на данном документе, не означает, что информация, содержащаяся в данном документе, является полной и/или точной на эту дату. НОМОС-БАНК не берет на себя обязательство обновлять информацию, содержащуюся в данном документе. Данный документ также не является составной частью документов, подлежащих представлению в любой государственный орган, регулирующий порядок совершения операций с ценными бумагами. Кроме того, вышеуказанные органы не рассматривали настоящий документ, не подтверждали и не определяли его адекватность и точность. Целью настоящего документа и любой прилагаемой к нему финансовой документации не является создание основы для проведения кредитной или иной оценки, и эти документы не следует рассматривать как рекомендацию по приобретению облигаций.