

СРОЧНОСТЬ НА ВЫБОР РЫНКА *МОСЭНЕРГО ХОЧЕТ ДЛИННЫХ ДЕНЕГ*

Щедрые ориентиры по новому выпуску Мосэнерго. В настоящее время продолжается формирование книги заявок по размещению выпуска **Мосэнерго-3** объемом 5 млрд руб. (его параметры приводятся в таблице справа). Средства привлекаются эмитентом на общекорпоративные цели, финансирование инвестиционных программ и рефинансирование части существующих кредитов. Выпуск удовлетворяет всем критериям для включения в список РЕПО ЦБ. В зависимости от результатов формирования книги заявок по выпуску может быть установлена двух- или трехлетняя оферта, но, кроме того, эмитент предлагает инвесторам рассмотреть возможность размещения бумаг без оферты (сроком на пять лет). В зависимости от срочности ориентиры организатора размещения по доходности выпуска находятся в диапазоне YTW 10,62%–12,10%. Обращающиеся облигации Мосэнерго торгуются с премией к кривой доходности Газпрома (материнской компании) на уровне 130–150 б.п., что, на наш взгляд, является адекватной компенсацией за кредитный риск эмитента. Исходя из доходностей обращающихся облигаций Мосэнерго и с учетом премии за первичное размещение (30–40 б.п.) мы оцениваем справедливую доходность выпуска **Мосэнерго-3** на уровне 10,3–10,5% при двухлетней оферте, 10,8–11% при трехлетней и на уровне 12,2–12,4% для пятилетней бумаги. В своей оценке мы увеличили размер премии за дюрацию для пятилетней бумаги, принимая во внимание относительно невысокий кредитный рейтинг эмитента. Таким образом, мы считаем целесообразным выставление заявок в первую очередь на двух- или трехлетние бумаги эмитента, доходность которых выглядит привлекательно даже по нижним границам первоначальных ориентиров организатора (см. диаграмму доходностей на стр. 3).

Компания контролируется Газпромом, но не относится к числу основных дочерних предприятий концерна. Мосэнерго является самой крупной из региональных генерирующих компаний РФ и одним из крупнейших производителей тепла в мире. Мосэнерго не новичок на рынке публичного долга. Еще в 1997 г. компания провела размещение еврооблигаций объемом 200 млн долл., которые успешно погасила в 2002 г. В настоящее время в обращении находятся три выпуска облигаций эмитента общим объемом 12 млрд руб. Одним из важнейших составляющих кредитного профиля Мосэнерго является контроль над компанией со стороны Газпрома (BBB/Vaa1/BBB), которому принадлежит 53,47% ее обыкновенных акций. Для Газпрома Мосэнерго является основным энергетическим активом и важнейшим элементом в реализации масштабной стратегической программы Газпрома в электроэнергетике. Вместе с тем пока Мосэнерго не дотягивает до статуса одного из основных дочерних предприятий Газпрома (principal subsidiary), так как доля компании в суммарных активах газовой монополии составляет менее 5%. В теории, это означает, что дефолт по долговым обязательствам Мосэнерго не вызовет кросс-дефолта по обязательствам материнской компании.

Заметное улучшение кредитного профиля в I полугодии 2009 г. В настоящий момент для анализа финансового состояния эмитента можно воспользоваться отчетностью по МСФО за I полугодие 2009 г. и последней по времени отчетностью за 9 месяцев 2009 г. по РСБУ, которая в целом сопоставима с международной отчетностью, в том числе в части показателей выручки, EBITDA и объема долга. Согласно отчетности по МСФО за I полугодие 2009 г., рентабельность по EBITDA Мосэнерго выросла более чем вдвое (до 19%) с уровня

ПЕРВИЧНОЕ РАЗМЕЩЕНИЕ

Информация о выпусках

Эмитент	ОАО "Мосэнерго"
Кредитный рейтинг эмитента	S&P: BB-
Серия облигаций	Мосэнерго-3
Объем	5 млрд руб.
Срок обращения	пять лет
Оферта	возможна (2 или 3 года)
Купон	Полугодовой
Ориентир по доходности	YTW 10,62-11,04% (2 года) YTW 11,04-11,57% (3 года) YTW 11,57-12,10% (5 лет)
Тип размещения	По книге заявок
Дата закрытия книги заявок	2 дек 09

Важнейшей составляющей кредитного профиля Мосэнерго является контроль над компанией со стороны Газпрома

МОСЭНЕРГО ХОЧЕТ ДЛИННЫХ ДЕНЕГ

I полугодия 2008 г., главным образом в результате повышения тарифов на тепловую и электроэнергию при умеренном росте топливных издержек. Однако динамика показателей отчетности по РСБУ указывает на то, что по итогам 9 месяцев 2009 г. рентабельность по EBITDA эмитента будет ниже, что естественным образом отражает сезонные факторы, в частности перерыв в отопительном сезоне и выполнение компанией плановых ремонтных работ в течение III квартала. Объем чистого долга Мосэнерго на конец I полугодия 2009 г., согласно данным отчетности по МСФО, снизился на 28,4% с конца 2008 г. и составил 13,9 млрд руб. Если скорректировать сумму долга на кредит в размере 12,9 млрд руб., который Мосэнерго предоставило одной из дочерних компаний Газпрома, то фактический чистый долг компании снижается до 1 млрд руб. В терминах Чистый долг/EBITDA долговая нагрузка Мосэнерго по состоянию на середину 2009 г. находилась на консервативном уровне 0,8 против 2,1 на конец 2008 г. Как видно из отчетности эмитента за 9 месяцев 2009 г. по РСБУ (см. финансовую таблицу), в III квартале долговая ситуация компании не претерпела значительных изменений. Следует обратить внимание на то, что по состоянию на 30 июня Мосэнерго нарушило ряд ковенантов по кредитным соглашениям с ЕБРР (общий объем 6 млрд руб.), однако, согласно сообщению компании, она не ожидает, что банк потребует досрочного погашения обязательств.

В терминах Чистый долг/EBITDA долговая нагрузка Мосэнерго по состоянию на середину 2009 г. находилась на консервативном уровне 0,8

Заметное улучшение кредитных метрик в I полугодии 2009 г.

Ключевые финансовые показатели Мосэнерго, млн руб.

	МСФО				РСБУ	
	2007	I п/г 08	2008	I п/г 09	I п/г 09	9 мес. 09
Выручка	78 324	48 065	94 819	59 689	59 560	77 594
EBITDA*	6 822	4 085	9 392	11 343	13 270	13 830
Чистая прибыль	1 627	1 183	2 055	2 648	6 384	5 129
Операционный денежный поток	1 961	2 054	5 853	8 587	-	-
Капвложения	30 136	12 057	28 102	4 370	-	-
Совокупный долг	17 605	16 943	22 699	17 162	17 298	17 315
<i>Краткосрочный долг</i>	17 476	1 377	12 500	2 954	7 806	3 371
<i>Денежные средства</i>	11 161	7 146	3 315	3 283	3 122	2 525
Чистый долг	6 444	9 797	19 384	13 879	14 176	14 790
Собственный капитал	125 417	136 424	185 870	187 674	129 864	128 609
Активы	171 938	181 851	248 839	242 960	160 084	160 071
<i>Коэффициенты</i>						
Норма EBITDA (%)	8,7	8,5	9,9	19,0	22,3	17,8
EBITDA/Фин.расх	16,2	6,5	5,9	8,8	9,9	7,7
Долг/EBITDA	2,6	2,1	2,4	1,0	-	-
Чистый долг/EBITDA	0,9	1,2	2,1	0,8	-	-
Долг/Собственный капитал	0,1	0,1	0,1	0,1	0,1	0,1

* - EBITDA скорректирована на обесценение основных средств и доход от изменения справедливой стоимости инвестиционной собственности

Источник: данные компании, оценка УРАЛСИБа

Основной фактор кредитного риска Мосэнерго – потенциальные масштабные капвложения. В 2009 г. Мосэнерго завершает выполнение первого и второго этапов масштабной инвестиционной программы, связанной со строительством четырех энергоблоков совокупной установленной мощностью 1,8 ГВт. По итогам 2009 г. компания прогнозирует капитальные вложения в размере около 9,9 млрд руб. (в I полугодии 2009 г. капвложения Мосэнерго составили 4,4 млрд руб.). Несмотря на это, основным фактором кредитного риска эмитента мы продолжаем считать потенциальный объем инвестиций в

МОСЭНЕРГО ХОЧЕТ ДЛИННЫХ ДЕНЕГ

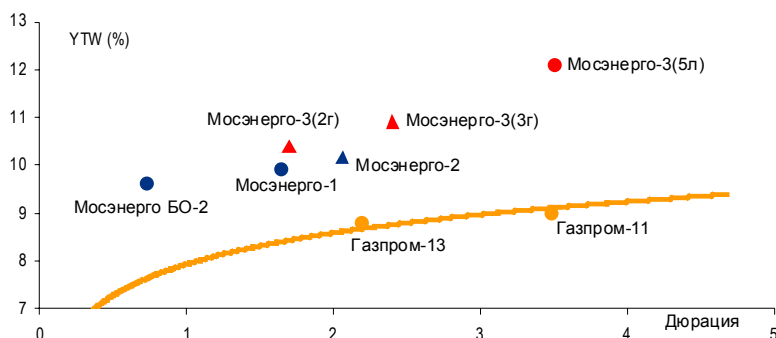
новое строительство. Третий этап инвестпрограммы Мосэнерго, реализация которого была заморожена до окончательного утверждения модели рынка новой мощности, предполагает строительство трех новых энергоблоков суммарной установленной мощностью 1,2–1,35 ГВт, возможные инвестиции в которое, по нашей оценке, могут составить порядка 50 млрд руб. В случае реализации данных проектов они могут быть завершены до 2014–2015 гг. Учитывая, что операционных денежных потоков компании будет с большой долей вероятности недостаточно для покрытия подобных расходов, Мосэнерго будет вынуждена прибегать к новым заимствованиям, что, безусловно, окажет давление на кредитные коэффициенты компании и представляет фактор риска для инвесторов, вкладывающих средства в облигации эмитента. В то же время текущие кредитные метрики обеспечивают Мосэнерго неплохой запас финансовой устойчивости и позволяют увеличивать долговую нагрузку без серьезного ущерба для кредитного качества.

S&P слишком сурово по отношению к Мосэнерго. Мы с некоторой долей скептицизма относимся к последним комментариям агентства S&P, которое в сентябре оставило прогноз по рейтингу эмитента («BB-») «негативным», отметив, что планы Мосэнерго по улучшению финансовой ликвидности до конца не выполнены. Рейтинговое агентство также указывало среди прочего на рост операций компании на волатильном спот-рынке электроэнергии, наличие крупной программы капиталовложений и высокую концентрацию клиентской базы. По-нашему мнению, данные риски в значительной мере нивелируются весомой поддержкой, которую оказывает Мосэнерго ее контролирующий акционер Газпром, почти полностью обеспечивающий компанию топливом. На наш взгляд, необходимо также принимать во внимание практически монопольное положение эмитента на рынке тепловой энергии Московского региона, которую компания поставляет по регулируемым тарифам.

Инвестиции в строительство трех новых энергоблоков, по нашим оценкам, могут составить около 50 млрд руб.

Рекомендуем ставить заявки на двух- и трехлетние бумаги

Доходности рублевых облигаций Мосэнерго и Газпрома



* - все котировки от 26 ноября 2009 г.
Источники: ММВБ, оценка УРАЛСИБа

Бизнес-департамент по операциям с долговыми инструментами

Исполнительный директор, руководитель департамента
Борис Гинзбург, ginzburgbi@uralsib.ru

Бизнес-блок продаж и торговли

Руководитель бизнес-блока
Сергей Шемардов, she_sa@uralsib.ru

Управление продаж

Коррадо Таведжиа, директор, taveggiac@uralsib.ru
Елена Довгань, ст. вице-президент, dov_en@uralsib.ru
Анна Карпова, ст. вице-президент, karpovaam@uralsib.ru
Дмитрий Попов, вице-президент, popovdv@uralsib.ru

Управление торговли

Андрей Борисов, ст. трейдер, bor_av@uralsib.ru
Вячеслав Чалов, трейдер, chalovvg@uralsib.ru

Бизнес-блок по рынкам долгового капитала

Сопровождение проектов

Артемий Самойлов, вице-президент, samojlova@uralsib.ru
Гюзель Тимошкина, начальник отдела, tim_gg@uralsib.ru
Наталья Грищенко, вед. специалист, grischenkovan@uralsib.ru
Галина Гудыма, гл. специалист, gud_gi@uralsib.ru
Анна Комова, гл. специалист, komovaav@uralsib.ru

Виктор Орехов, вице-президент, ore_vv@uralsib.ru
Алексей Чекушин, аналитик, chekushinay@uralsib.ru

Аналитическое управление

Руководитель управления
Константин Чернышев, che_kb@uralsib.ru

Долговые обязательства

Дмитрий Дудкин, dudkindi@uralsib.ru
Денис Порывай, poryvajdv@uralsib.ru
Станислав Боженко, bozhenkovs@uralsib.ru
Надежда Мырсыкова, myr_nv@uralsib.ru

Стратегия/Политика

Крис Уифер, sweafer@uralsib.ru
Леонид Слипченко, slipchenkola@uralsib.ru

Экономика

Владимир Тихомиров, tih_vi@uralsib.ru
Наталья Майорова, mai_ng@uralsib.ru

Нефть и газ

Виктор Мишняков, mishnyakovv@uralsib.ru
Михаил Занозин, zanozinmy@uralsib.ru

Энергетика

Матвей Тайц, tai_ma@uralsib.ru
Александр Селезнев, seleznevae@uralsib.ru

Металлургия/Горнодобывающая промышленность

Майкл Кавана, kavanaghms@uralsib.ru
Дмитрий Смолин, smolindv@uralsib.ru
Николай Сосновский, sosnovskyno@uralsib.ru

Телекоммуникации/Медиа/

Информационные технологии

Константин Чернышев, che_kb@uralsib.ru
Константин Белов, belovka@uralsib.ru
Кирилл Бахтин, baktinkv@uralsib.ru

Минеральные удобрения/Машиностроение/Транспорт

Анна Куприянова, kupriyanovaa@uralsib.ru
Ирина Иртегова, irtegovais@uralsib.ru

Потребительский сектор/Недвижимость

Никита Швед, shvedne@uralsib.ru

Банки

Леонид Слипченко, slipchenkola@uralsib.ru
Наталья Майорова, mai_ng@uralsib.ru

Анализ рыночных данных

Андрей Богданович, bogdanovicas@uralsib.ru
Василий Дегтярев, degtyarevmm@uralsib.ru
Владимир Косяков, kosyakovvs@uralsib.ru

Редактирование/полиграфия/перевод

Джон Уолш (англ. яз.), walshj@uralsib.ru,
Тимоти Халл, hallt@uralsib.ru
Пол Де Витт, dewittpd@uralsib.ru

Андрей Пятигорский, pya_ae@uralsib.ru
Евгений Гринкруг, grinkrug@uralsib.ru
Ольга Симкина, sim_oa@uralsib.ru
Даниил Хавронюк, khavronyukdo@uralsib.ru

Дизайн

Ангелина Шабаринова, shabarinovav@uralsib.ru

Настоящий бюллетень предназначен исключительно для информационных целей. Ни при каких обстоятельствах этот бюллетень 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 2009