

ВСЕ РЕШАЕТ СЕКТОР?

Энергокомпания размещает рублевые облигации

Возвращение на рынок рублевых облигаций. Иркутскэнерго, крупнейшая энергокомпания в Сибирской энергетической системе, завтра закрывает книгу заявок на выпуск рублевых облигаций. Параметры выпуска приведены в таблице справа. Следует обратить внимание на то, что у компании отсутствует кредитный рейтинг, – это не позволит выпуску быть включенным в ломбардный список Банка России.

Справедливой доходности соответствует верхняя граница обозначенного диапазона, но дефицит предложения в секторе может подстегнуть спрос. При открытии книги заявок организатор ориентировал инвесторов на ставку купона в диапазоне 7,6–8,1%, что соответствовало доходности в размере 7,75–8,26%. Сегодня же ориентир по купону был понижен до 7,6–7,9%, и диапазон доходности облигаций Иркутскэнерго соответственно сократился до 7,75–8,06%, что предполагает премию к ОФЗ на уровне 135–166 б.п. Мы считаем, что с точки зрения relative value облигации Иркутскэнерго можно сравнить с выпусками Мосэнерго (S&P: BB-) и Якутскэнерго (Fitch: BB). Нижняя граница диапазона размещения Иркутскэнерго соответствует уровню, на котором торгуются облигации Якутскэнерго. Несмотря на меньший объем бизнеса и существенную долговую нагрузку, высокая социальная значимость ввиду монопольного положения обуславливает значительную поддержку Якутскэнерго со стороны государства, что подтверждается высоким кредитным рейтингом компании. В отличие от облигаций Якутскэнерго выпуск Иркутскэнерго БО-1 не будет включен в список репо ЦБ, что оправдывает необходимость оценки этого выпуска с премией. Что касается верхней границы диапазона, то тут облигации Иркутскэнерго предлагают совсем небольшую премию – в размере 85 б.п. – к кривой доходности выпусков Мосэнерго, компании высокого кредитного качества, облигации которой включены в список «А1». Вместе с тем, принимая во внимание дефицит предложения в секторе электроэнергетики и невысокую ликвидность обращающихся выпусков, можно ожидать, что спрос на облигации Иркутскэнерго будет значительным, и инвесторы предпочтут умерить аппетиты в отношении доходности в пользу того, чтобы принять участие размещении облигаций эмитента, относящегося к сектору, традиционно характеризующемуся невысоким уровнем кредитного риска. В итоге компания, как мы полагаем, сможет привлечь средства по ставке даже ниже верхней границы по купону, составляющей 7,9%.

Информация о выпуске Иркутскэнерго БО-1

Эмитент	ОАО "Иркутскэнерго"
Рейтинг эмитента	отсутствует
Общий объем	3 млрд руб.
Купон	полугодовой
Срок обращения	три года
Оферта	отсутствует
Ориентир ставки купона	7,6 - 7,9%
Ориентир по доходности	УТМ 7,75 - 8,06%
Тип размещения	по книге заявок
Дата закрытия книги	8 апреля 2011 г.

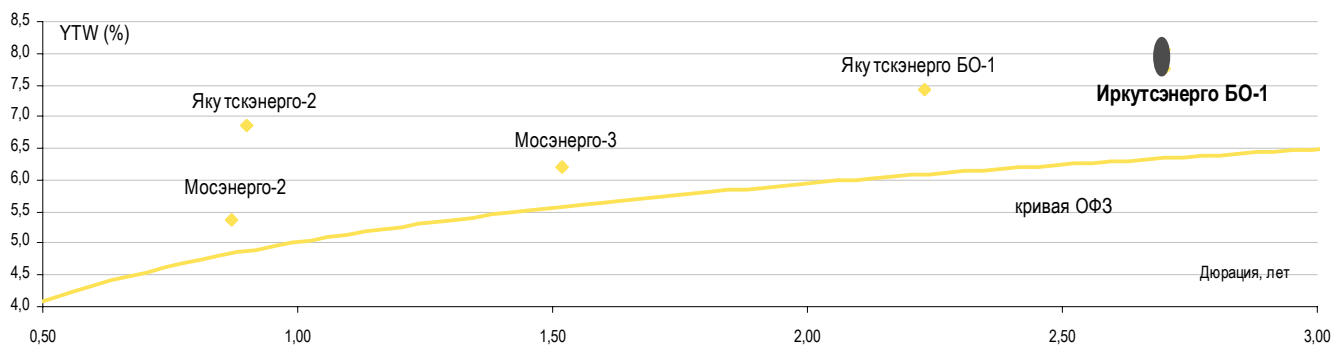
Ключевые финансовые показатели

млн руб.	МСФО		РСБУ	
	2009	2009	2009	2010
Выручка	52 909	38 839	52 353	
ЕБИТДА	10 628	10 175	16 771	
Совокупный долг	21 631	13 623	10 606	
Денежные средства	500	234	271	
Чистый долг	21 130	13 389	10 335	
Капитал	43 705	44 801	54 451	
Активы	83 361	66 468	70 237	
<i>Коэффициенты</i>				
Рентабельность ЕБИТДА (%)	20,1	26,2	32,0	
Долг/ЕБИТДА	2,0	1,3	0,6	
Чистый долг/ЕБИТДА	2,0	1,3	0,6	
Долг/Капитал	0,5	0,3	0,2	
Доля краткосрочного долга (%)	55,5	21,7	30,8	

Источники: данные компании, оценка УРАЛСИБа

Справедливой доходности соответствует верхняя граница диапазона

Диаграмма доходностей рублевых облигаций*



*Данные указаны по состоянию на 7 апреля 2011 г.

Источники: ММВБ, оценка УРАЛСИБа

Крупнейшая в России энергоугольная компания. ОАО «Иркутскэнерго» – крупнейшая в России энергоугольная компания, владеющая тепловыми и гидроэлектростанциями, тепловыми сетями, а также угольными разрезами и обогатительной фабрикой. Установленная мощность электростанций Иркутскэнерго – 12,9 ГВт, из которых порядка 9 ГВт (70%) приходится на ГЭС. Суммарная производственная мощность угольных разрезов подконтрольной Иркутскэнерго компании «Востсибуголь» составляет 14,9 млн т в год, а балансовые запасы бурых и каменных углей по состоянию на 1 января 2011 г. достигают 1,245 млрд т. Основным акционером Иркутскэнерго с долей 50,19% является ОАО «ЕвроСибЭнерго» (входит в En+ Group Олега Дерипаски). Крупный акционер компании, владеющий 40-процентным пакетом, – Интер РАО ЕЭС. Остальные 9,81% акций находятся в свободном обращении. На 7 марта 2011 г. капитализация Иркутскэнерго составляла 107 млрд руб.

Сильные стороны кредитного профиля. Кредитный профиль Иркутскэнерго мы считаем достаточно устойчивым. Основными сильными сторонами компании, на наш взгляд, являются следующие.

- **Ожидаемое усиление влияния государства на бизнес компании.** На сегодняшний день 40% акций Иркутскэнерго принадлежит Интер РАО ЕЭС. В рамках реформы электроэнергетики предполагается, что Интер РАО ЕЭС передаст этот пакет РусГидро в качестве оплаты доэмиссии акций последней. Кроме того, на баланс РусГидро будут переданы плотины Братской, Иркутской и Усть-илимской ГЭС, которые в настоящий момент Иркутскэнерго арендует по долгосрочному контракту до 2022 г. В дальнейшем РусГидро планирует консолидировать долю не ниже блокирующей в ЕвроСибЭнерго (компания может провести IPO до конца текущего года). При этом менеджмент ЕвроСибЭнерго рассчитывает воспользоваться опытом и возможностями РусГидро для повышения эффективности гидроэлектростанций.
- **Низкая стоимость производства электроэнергии,** учитывая, что 70% генерирующих мощностей представлено ГЭС. Что касается ТЭЦ, работающих на угле, стоит отметить, что порядка 88% потребностей в угле компания закрывает за счет собственного сырья, а оставшиеся 12% поставляется по долгосрочному контракту с СУЭКом.
- **Принадлежность к тарифорегулируемой отрасли** традиционно отличавшейся низким уровнем кредитного риска. Тарифные ставки на электроэнергию, поставляемую компанией на оптовый рынок по регулируемым договорам, заметно выросли в 2011 г.: ставка на энергию увеличилась на 36,7% до 120,2 руб./тыс. кВтч, а на ставку на мощность – на 11,3% до 57,4 тыс. руб./МВт/мес.
- **Сильные рыночные позиции.** Иркутскэнерго является крупнейшей энергокомпанией в Сибирской энергетической системе с долей порядка 28% от совокупной установленной мощности электростанций ОЭС Сибири.
- **Увеличение объемов выработки электроэнергии** в 2010 г. в связи с ростом промышленного производства, сопровождающимся ростом энергопотребления. В прошлом году электростанции компании выработали 61,4 млрд кВтч, что на 8,1% превышает уровень 2009 г., при этом увеличение полезного отпуска составило 8,2% (58,8 млрд кВтч).
- **Положительная кредитная история на публичном долговом рынке и низкие риски рефинансирования.** Компания успешно погасила ранее размещенный выпуск облигаций. В структуре долгового портфеля Иркутскэнерго на 31 декабря 2010 г. порядка 80% приходится на кредиты, предоставленные госбанками (Сбербанком, Газпромбанком и Связь-Банком), и риски рефинансирования обязательств мы находим весьма низкими.
- **Приемлемое кредитное качество.** Кредитный профиль компании является довольно устойчивым и характеризуется стабильной выручкой, заметным улучшением рентабельности в 2010 г., а также низкой долговой нагрузкой (на конец 2010 г. отношение Чистый долг/ЕБИТДА по РСБУ находилось на более чем комфортном уровне 0,6). Среди компаний-аналогов Иркутскэнерго отличается самым высоким уровнем рентабельности, что объясняется наличием доступа к дешевым энергоресурсам, а также высоким темпом роста выручки в связи с восстановлением промышленного производства в Сибири в 2010 г.

Ключевые финансовые показатели энергетических компаний, млн руб.

Эмитент	Иркутскэнерго			Якутскэнерго		Мосэнерго	
	Отсутствует			(Fitch: BB)		(S&P: BB-)	
	МСФО		РСБУ	РСБУ		МСФО	
Кредитный рейтинг	2009	2009	2010	2009	2010	2009	2010
Стандарты отчетности	2009	2009	2010	2009	2010	2009	2010
Выручка	52 909	38 839	52 353	20 489	16 489	112 636	145 298
ЕБИТДА	10 628	10 175	16 771	2 464	1 080	15 857	20 071
Совокупный долг	21 631	13 623	10 606	7 167	5 953	18 765	16 746
Денежные средства	500	234	271	383	206	2 267	28 334
Чистый долг	21 130	13 389	10 335	6 784	5 747	16 498	(11 588)
Капитал	43 705	44 801	54 451	17 028	17 260	185 708	193 769
Активы	83 361	66 468	70 237	28 648	27 580	250 432	255 701
Операц.ден. Поток	10 282	4 730	5 162	105	2 443	12 054	22 445
Капвложения	3 391	2 132	4 323	512	213	11 579	6 663
<i>Коэффициенты</i>							
Рентабельность ЕБИТДА (%)	20,1	26,2	32,0	12,0	6,6	14,1	13,8
Долг/ЕБИТДА	2,0	1,3	0,6	2,9	5,5	1,2	0,8
Чистый долг/ЕБИТДА	2,0	1,3	0,6	2,8	5,3	1,0	n/a
Долг/Капитал	0,5	0,3	0,2	0,4	0,3	0,1	0,1
Доля краткосрочного долга (%)	55,5	21,7	30,8	77,7	6,8	11,1	29,7

Источники: данные компании, оценка УРАЛСИБа

Факторы риска. Основные факторы риска вложений в долговые обязательства Иркутскэнерго представлены ниже.

- **Значительный износ основных средств** (около 60%). Данная проблема, однако, является общей для компаний сектора. Примечательно, что инвестиционная программа Иркутскэнерго на 2011–2012 г. составляет 10,2 млрд руб. – довольно скромная величина.
- **Высокая сезонность бизнеса.** Большая часть спроса приходится на I и IV кварталы, в то же время структура генерирующих активов позволяет снизить влияние сезонности на стоимость генерации.
- **Возможности воспользоваться ростом цен на электроэнергию ограничены долгосрочным контрактом с РУСАЛом.** Подконтрольный Олегу Дерипаске алюминиевый холдинг «РУСАЛ» является крупнейшим потребителем электроэнергии, производимой Иркутскэнерго, с долей порядка 40%. Если до 2009 г. максимальный срок договоров на поставку электроэнергии РУСАЛу на превышал один год, то в настоящее время с алюминиевым холдингом подписан долгосрочный контракт на срок 8–10 лет, фиксирующий рентабельность Иркутскэнерго на уровне не менее 12,5% и предусматривающий премию в зависимости от рыночных цен на алюминий. На наш взгляд, подобный подход к определению цены ограничивает возможности Иркутскэнерго по повышению цен (отметим, что низкие затраты на электроэнергию – ключевое конкурентное преимущество РУСАЛа).
- **Относительно невысокая финансовая прозрачность.** Консолидированная отчетность Иркутскэнерго по МСФО за 2010 г. все еще недоступна, в то время как отчетность по РСБУ не является в достаточной мере репрезентативной для понимания уровня долговой нагрузки Иркутскэнерго. Отчетность по МСФО основного акционера Иркутскэнерго – компании «Евросибэнерго» – также недоступна. Мы надеемся, что в связи с планами Евросибэнерго провести IPO уже в ближайшее время, уровень информационной и финансовой прозрачности компании повысится.

Департамент по операциям с долговыми инструментами

Исполнительный директор, руководитель департамента

Борис Гинзбург, ginzburgbi@uralsib.ru

Управление продаж и торговли

Руководитель управления

Сергей Шемардов, she_sa@uralsib.ru

Управление продаж

Коррадо Таведжиа, taveggiac@uralsib.ru
Елена Довгань, dov_en@uralsib.ru
Анна Карпова, karpovaam@uralsib.ru
Екатерина Кочемазова, kochemazovaea@uralsib.ru
Дмитрий Попов, popovdv@uralsib.ru
Алексей Соколов, sokolovav@uralsib.ru
Дэниэл Фельцман, feltsmad@uralsib.ru

Управление торговли

Андрей Борисов, bor_av@uralsib.ru
Вячеслав Чалов, chalovvg@uralsib.ru
Наталья Храброва, khrabrovann@uralsib.ru

Корпоративные выпуски

Артемий Самойлов, samojlova@uralsib.ru
Виктор Орехов, ore_vv@uralsib.ru
Дарья Сонюшкина, sonyushkinada@uralsib.ru
Алексей Чекушин, chekushinay@uralsib.ru

Управление по рынкам долгового капитала

Сопровождение проектов

Гюзель Тимошкина, tim_gg@uralsib.ru
Галина Гудыма, gud_gi@uralsib.ru
Наталья Грищенко, grischenkovane@uralsib.ru
Антон Кулаков, kulakovak@uralsib.ru

Региональные выпуски

Кирилл Иванов, ivanovkv@uralsib.ru
Александр Маргеев, margeevas@uralsib.ru

Аналитическое управление

Руководитель управления

Константин Чернышев, che_kb@uralsib.ru

Дирекция анализа долговых инструментов

Руководитель Дмитрий Дудкин, dudkindi@uralsib.ru

Заместитель руководителя управления

Вячеслав Смольянинов, smolyaninovv@uralsib.ru

Долговые обязательства

Дмитрий Дудкин, dudkindi@uralsib.ru
Надежда Мырסיкова, myrsikovav@uralsib.ru
Мария Радченко, radchenkomg@uralsib.ru
Ольга Стерина, sterinaoa@uralsib.ru
Юрий Голбан, golbanyv@uralsib.ru

Нефть и газ

Алексей Кокин, kokinav@uralsib.ru
Юлия Новиченкова, novichenkova@uralsib.ru

Стратегия/Политика

Крис Уифер, cwaefer@uralsib.ru
Вячеслав Смольянинов, smolyaninovv@uralsib.ru
Леонид Слипченко, slipchenkola@uralsib.ru

Электроэнергетика

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

Макроэкономика

Алексей Девятов, devyatovae@uralsib.ru
Наталья Майорова, mai_ng@uralsib.ru
Ольга Стерина, sterinaoa@uralsib.ru

Металлургия/Горнодобывающая промышленность

Дмитрий Смолин, smolindv@uralsib.ru
Николай Сосновский, sosnovskyno@uralsib.ru

Банки

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

Телекоммуникации/Медиа/ Информационные технологии

Константин Чернышев, che_kb@uralsib.ru
Константин Белов, belovka@uralsib.ru

Анализ рыночных данных

Вячеслав Смольянинов, smolyaninovv@uralsib.ru
Василий Дегтярев, degtyarevm@uralsib.ru
Дмитрий Пуш, pushds@uralsib.ru
Максим Недовесов, nedovesovmv@uralsib.ru

Минеральные удобрения/ Машиностроение/Транспорт

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

Потребительский сектор/Недвижимость

Тигран Оганесян, hovhannisyan@uralsib.ru
Александр Шелестович, shelestoviav@uralsib.ru

Редактирование/Перевод

Английский язык

Джон Уолш, walshj@uralsib.ru,
Тимоти Халл, hallt@uralsib.ru
Пол Де Витт, dewittpd@uralsib.ru
Хиссам Латиф, latifh@uralsib.ru

Русский язык

Андрей Пятигорский, pya_ae@uralsib.ru
Евгений Гринкрюг, grinkruges@uralsib.ru
Ольга Симкина, sim_oa@uralsib.ru
Анна Разинцева, razintsevaav@uralsib.ru
Степан Чургов, chugrovss@uralsib.ru

Дизайн

Ангелина Шабаринова, shabarinovav@uralsib.ru

Настоящий бюллетень предназначен исключительно для информационных целей. Ни при каких обстоятельствах он не должен использоваться или рассматриваться как оферта или предложение делать оферты. 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 2011