

ДЕБЮТ БЕЗ ПРЕМИИ

Компания размещает дебютный выпуск рублевых облигаций

Отдельно от СУЭКа... Энергетический дивизион группы СУЭК выходит на публичный долговой рынок. Заем структурирован таким образом, что эмитентом выступает SPV ООО «Кузбассэнерго-Финанс» при поручительстве двух крупнейших генерирующих компаний Сибири: ОАО «Кузбассэнерго» (ТГК-12) и Енисейской ТГК (ТГК-13), в которых СУЭК напрямую и через дочерние общества контролирует 74,98% и 72,87% соответственно. Параметры выпуска приведены в таблице справа. Подчеркнем, у эмитента и поручителей отсутствует кредитный рейтинг, что не позволит включить выпуск в ломбардный список Банка России.

...и почти без премии. Организаторы размещения первоначально ориентировали на ставку купона в диапазоне 8,85–9,05%, что соответствовало доходности к оферте на уровне 9,05–9,31%. Однако позже ориентир был понижен до уровня 8,7%–9% по купону, или 8,89–9,2% по доходности, что предполагает премию к кривой ОФЗ в размере 180–210 б.п. Следует иметь в виду, что единственный находящийся в обращении и включенный в список РЕПО ЦБ выпуск облигаций компании СУЭК (В1) в настоящее время торгуется с премией к ОФЗ как раз в размере 180 б.п. на горизонте двух лет. Несмотря на устойчивый кредитный профиль ТГК-12 и ТГК-13, премию в размере 30 б.п. к облигациям СУЭКа, которую размещаемый выпуск предлагает по верхней границе диапазона, едва ли можно считать достаточной компенсацией за более длинный срок обращения бумаг энергохолдинга, невозможность включения выпуска в ломбардный список и невысокий уровень финансовой открытости ТГК-12 и ТГК-13. В связи с этим мы полагаем, что справедливая доходность размещаемого выпуска находится не ниже 9,2%, то есть по верхней границе ориентира организаторов.

Информация о выпуске

Кузбассэнерго-Финанс-2	
Эмитент	ООО "Кузбассэнерго-Финанс"
Поручители	ОАО "Кузбассэнерго" (ТГК-12) ОАО "Енисейская ТГК" (ТГК-13)
Рейтинг эмитента/поручителя	Отсутствует
Общий объем выпуска	5 млрд руб.
Купон	Полугодовой
Срок обращения	10 лет
Оферта	через 5 лет
Ориентир ставки купона	8,7–9,0%
Ориентир по доходности	УТР 8,89–9,2%
Тип размещения	По книге заявок
Дата закрытия книги	26 апреля 2011 г.

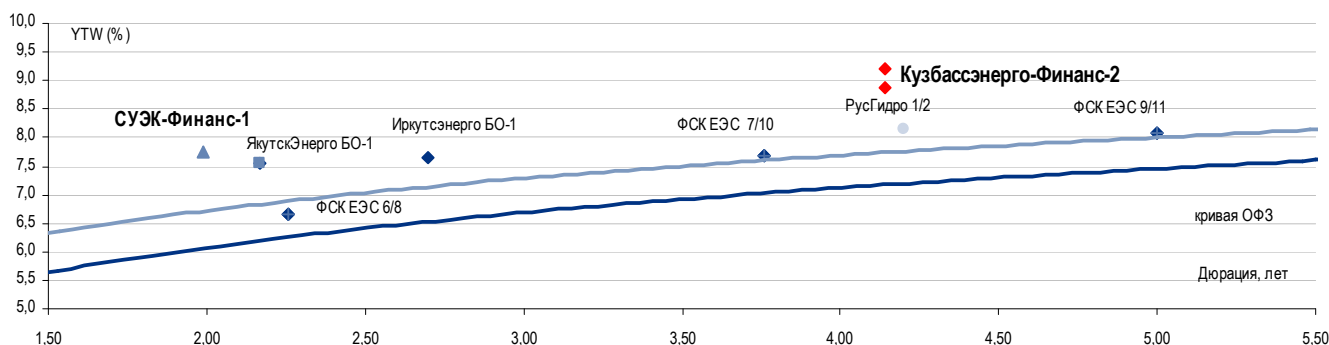
Ключевые финансовые показатели ТГК-12 и ТГК-13

Pro-forma, млн руб.	2009	2010
Выручка	41931	49410
ЕВИТДА	3762	6042
Совокупный долг	1724	4229
Чистый долг	752	(640)
Капитал	41810	43226
<i>Коэффициенты</i>		
Рентабельность ЕВИТДА, %	9,0	12,2
Долг/ЕВИТДА	0,5	0,7
Чистый долг/ЕВИТДА	0,2	-
Долг/Капитал	0,04	0,1

Источники: данные компании, оценка УРАЛСИБа

Справедливой доходности соответствует верхняя граница диапазона

Диаграмма доходностей рублевых облигаций*



Источники: ММВБ, оценка УРАЛСИБа

*Данные указаны по состоянию на 25 апреля 2011 г.

- ОАО «Кузбассэнерго» (ТГК-12) и ОАО «Енисейская ТГК» (ТГК-13) являются крупнейшими в Сибири теплоэнергетическими генерирующими компаниями. Компаниям принадлежит в общей сложности 18 теплогенерирующих станций совокупной установленной мощностью 7МВт и 16.3 тыс. Гкал/час. На их долю приходится почти 20% электроэнергии и 50% тепла, вырабатываемого в Сибирской ОЭС. В топливном балансе двух ТГК не менее 90% приходится на энергетический уголь; остальное – на природный газ и мазут. При этом почти 80% всех поставок угля осуществляется в рамках долгосрочных контрактов, а основным поставщиком выступает материнская компания СУЭК. Акции ТГК-12 и ТГК-13 торгуются на бирже, на 25 апреля капитализация компаний составляла 22,3 млрд руб. и 16 млрд руб. соответственно. В настоящий момент крупнейшим акционером ТГК-12 и ТГК-13 является угольно-энергетический холдинг СУЭК, который через компанию Donalink Ltd на паритетных началах контролируют Андрей Мельниченко и Сергей Попов – каждому из них принадлежит по 48,65% Donalink Ltd.

Основные сильные стороны ТГК-12 и ТГК-13:

- Принадлежность к отрасли с тарифным регулированием, традиционно отличающейся низким уровнем кредитного риска и устойчивой к экономическим циклам. Так, потребление электроэнергии в России на протяжении последних десяти лет стабильно росло. Исключением стал лишь кризисный 2009 г., когда спрос снизился на 5%, но уже в 2010 г. этот показатель вернулся на пиковый уровень 2008 г. (989 млрд кВтч). Однако, несмотря на снижение спроса, совокупная выручка ТГК 12 и ТГК 13 продолжала расти и в 2009 г., увеличившись почти на 17%.
- Высокая доля продаж на свободном рынке. Обе компании в 2010 г. реализовали около 60% электроэнергии и мощности в конкурентном сегменте рынка.
- В конце 2010 г. ТГК-12 и ТГК-13 подписали с потребителями долгосрочные договоры о предоставлении мощности, в которых приняли на себя обязательства по модернизации текущих и строительству новых мощностей, потребители же за это согласились платить за вводимую мощность по более высоким тарифам. Инвестиционный бюджет двух компаний на 2011–2014 гг. весьма внушителен – 76 млрд руб. Хотя реализация программы приведет к увеличению долга (особенно на пике инвестиционного цикла в 2011–2012 г.), в дальнейшем это позволит компаниям увеличить рентабельность за счет высоких тарифов на мощность.
- Приемлемое кредитное качество. Кредитный профиль обеих компаний достаточно устойчив и характеризуется стабильной величиной выручки, а также весьма низким уровнем долговой нагрузки.

Ключевые финансовые показатели энергетических компаний, млн руб.

	ТГК-12		ТГК-13		ТГК-12 и ТГК-13		СУЭК	
	РСБУ		МСФО		pro-forma		МСФО	
	2009	2010	2009	2010	2009	2010	2009	2010
Выручка	25 888	30 617	16 043	18 793	41 931	49 410	148 980	165 244
ЕБИТДА	2 882	5 188	880	854	3 762	6 042	26 837	35 110
Совокупный долг	-	2 000	1 724	2 229	1 724	4 229	90 249	86 192
Чистый долг	(377)	(2 638)	1 129	1 998	752	(640)	77 053	77 935
Капитал	25 587	27 754	16 223	15 472	41 810	43 226	72 045	69 625
<i>Коэффициенты</i>								
Рентабельность ЕБИТДА, %	11,1	16,9	5,5	4,5	9,0	12,2	18,0	21,2
Долг/ЕБИТДА	-	0,4	2,0	2,6	0,5	0,7	3,4	2,5
Чистый долг/ЕБИТДА	-	-	1,3	2,3	0,2	-	2,9	2,2
Долг/Капитал	-	0,1	0,1	0,1	0,04	0,1	1,3	1,2

Источники: данные компании, оценка УРАЛСИБа

Основные факторы риска вложений в долговые обязательства ТГК-12 и ТГК-13:

- Значительный рост долговой нагрузки в ближайшей перспективе. Инвестиционная программа двух компаний на 2011–2014 гг. составляет 76 млрд руб. (в то время как в 2008–2010 гг. объем инвестиций был равен 21 млрд

Компания размещает дебютный выпуск рублевых облигаций

руб.), что на пике инвестиционного цикла в 2011–2012 гг. приведет к увеличению отношения Чистый долг/ЕБИТДА до 4,0–5,0. По данным организаторов займа, долговая нагрузка сократится до уровня 2,5 не ранее конца 2014 г. Несколько смягчить кредитные риски должен долгосрочный характер новых займов (не менее пяти лет).

- Смена контролирующего акционера в ближайшее время. До конца I полугодия нынешнего года СУЭК перестанет быть основным акционером ТГК-12 и ТГК-13, а контролирующим бенефициаром СУЭКА и энергетических компаний будет Андрей Мельниченко. Мы надеемся, что изменение структуры собственности не скажется на отношениях между энергетическими компаниями и СУЭКом, на долю которого приходится почти 80% поставок угля на станции ТГК-12 и ТГК-13
- Невысокий уровень информационной и финансовой открытости. Хотя акции компаний обращаются на бирже, компания не представила отчетность по МСФО за 2010 г.

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 Союшкина, 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

Металлургия/Горнодобывающая промышленность

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

Макроэкономика

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

Телекоммуникации/Медиа/ Информационные технологии

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

Банки

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

Минеральные удобрения/ Машиностроение/Транспорт

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

Анализ рыночных данных

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

Потребительский сектор/Недвижимость

Тигран Оганесян, hovhannisyan@uralsib.ru
Александр Шелестович, shelestovich@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 Гринкруг, 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