

ФСК УВЕЛИЧИВАЕТ ПРЕДЛОЖЕНИЕ ДЛИННЫХ ОБЛИГАЦИЙ

Компания размещает очередной выпуск для финансирования инвестпрограммы

ФСК вновь выходит на рынок. ФСК вновь выходит на первичный долговой рынок, на этот раз предлагая инвесторам 12-летний выпуск 19-ой серии объемом 20 млрд руб. с семилетней офертой. Изначально ФСК намеревалась разместить семилетний выпуск 16-ой серии на 15 млрд руб., однако в четверг, 14 июля, решила увеличить объем предложения. Между тем ориентир по ставке купона остался неизменным – 8,0–8,2%, что соответствовало доходности УТР 8,16–8,37%. Однако в середине дня пятницы диапазон купона был снижен до 7,9–8,0%. Как мы отмечали ранее, заявленный ориентир не предполагает премии к кривой ФСК, в отличие от параметров предыдущего размещения, состоявшегося 5 июля. Мы связываем увеличение объема главным образом с высоким спросом в ходе формирования книги заявок. Это подтверждается и понижением ориентира по купону. ФСК – хорошо известный на рынке эмитент, так что в подробном описании кредитного профиля компании нет необходимости. Мы постараемся отметить наиболее актуальные особенности профиля ФСК.

Финансы в порядке, впереди огромные капзатраты. Выручка компании по итогам 2010 г. составила 3,74 млрд долл. (+35,4%), EBITDA – 1,94 млрд долл. (+65,2%). Переход ФСК на RAB-регулирование положительно сказался на рентабельности бизнеса – по показателю EBITDA она повысилась со среднего значения 39–43% в предыдущие годы до 52% по итогам 2010 г. Совокупный долг компании на конец 2010 г. составил 1,89 млрд долл. и был почти целиком представлен облигационным займами. Кроме того, ФСК располагает двумя невыбранными кредитными линиями Сбербанк и Альфа-банк – каждая по 15 млрд руб. Чистый долг компании на конец 2010 г. составил 1,44 млрд долл.

Если же принять во внимание, что на балансе ФСК числятся краткосрочные векселя общим объемом 1,42 млрд долл., а 95% из них приходится на госкомпании или крупнейшие банки страны, то чистый долг компании стремится к нулю. При этом следует отметить масштабную инвестиционную программу на срок до 2014 г. (оценивается в 952,4 млрд руб.), которую ФСК намерена финансировать за счет заимствований. Согласно финансовой модели наших аналитиков по акциям, к 2012 г. чистый долг компании может достичь 6,22 млрд долл., а к 2014 г. – 9,1 млрд долл. Коэффициент Чистый долг/EBITDA на те же даты может составить 1,67 и 1,4 соответственно. Не исключено, что подобный рост коэффициента долговой нагрузки приведет к снижению рейтингов компании, хотя вероятность этого мы пока считаем невысокой.

Рост тарифов на электроэнергию может быть в скором времени ограничен. С таким предложением в начале июля выступило Минэкономразвития. Согласно базовому сценарию министерства, в 2012 г. тарифы ФСК на передачу электроэнергии вырастут лишь на 14% (вместо изначально запланированных 26%), кроме того, министерство всерьез намерено снизить темпы роста тарифов на 2013 и 2014 гг. Сама компания основывается на среднегодовых темпах роста тарифов на уровне 26% до 2014 г. Ограничение роста тарифов может привести и к сокращению капзатрат, а значит, возможно, и долгового финансирования, что может быть умеренно положительно воспринято долговым рынком в краткосрочной перспективе. Однако можно посмотреть на ситуацию и иначе: компания ускоряет привлечение долгового финансирования, чтобы побудить правительство не снижать темпы роста тарифов либо снижать их не столь радикально. Если эта догадка имеет под собой реальные основания, то это может привести к большому навесу первичного предложения долга ФСК в ближайшей перспективе, что станет умеренно негативным фактором для котировок на вторичном рынке.

Основные показатели ФСК

Финансовые результаты по МСФО, млн долл.

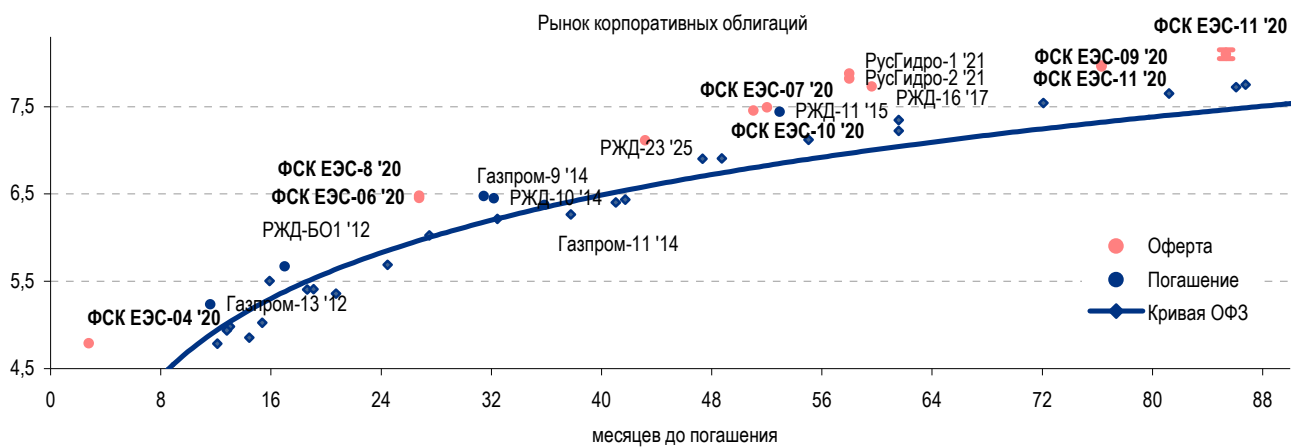
	2008	2009	2010
Выручка	2 848,97	2 759,29	3 735,70
ЕВITDA	1 095,98	1 176,15	1 943,14
Чистая прибыль	-959,10	-1 935,89	610,38
Краткофр. долг	652,26	237,71	243,09
Долгоср. долг	696,80	189,04	1 645,82
Чистый долг	(1 682)	(636)	1 441,55
Совокупн. долг	1 349,06	426,75	1 888,91
Собст. капитал	23 828,77	25 221,33	28 810,28
Активы	28 074,10	30 763,20	35 274,79
Рент-ть EBITDA	38,5	42,6	52,0
Чист. рент-ть	(34)	(70,2)	16,3
Долг/EBITDA	1,2	0,4	1,0
Чист. долг/EBITDA	-	-	0,7
Кап-л/Активы	0,85	0,82	0,82
Кап-л/Долг	17,66	59,10	15,25
Краткдолг/Долг, %	48,35	55,70	12,87
Опер. ден. поток	817,55	1 022,53	1 759,35
Ден. пот ок от инвест	(1 553)	(1 100)	(4 499)
Ден. пот. от финанс. д-ти	621,51	576,84	2 124,59
Капзатраты	(4 462)	(2 838)	(4 639)

Источники: данные компании, оценка УРАЛСИБа

Облигации ФСК – комфортная замена другим бумагам первого эшелона. В настоящий момент кривая ФСК предлагает премию в размере 50 б.п. к суверенной кривой, что мы считаем вполне справедливым. Однако мы не видим идей для игры на сужение спреда. Потенциал сужения ограничен как минимум техническими особенностями обращения облигаций, в силу которых госбумаги более привлекательны для многих участников рынка (имеются в виду разница в дисконтах при сделках РЕПО, налогообложение ряда участников рынка и др.). Привлекательными могут стать длинные выпуски ввиду нехватки предложения в рублевом сегменте рынка подобной срочности. Между тем в долгосрочной перспективе существуют потенциальные факторы расширения спреда, главными из которых следует считать рост долговой нагрузки, а заодно и объема рыночного предложения. Помимо размещаемого, у компании зарегистрировано еще семь выпусков, совокупным объемом 95 млрд руб. Более того, неясны и перспективы развития ситуации после завершения первого этапа долгосрочного регулирования в 2014 г. В целом же облигации ФСК являются хорошей альтернативой другим бумагам первого эшелона в управлении ликвидностью, а названные выше положительные и отрицательные факторы могут лишь умеренно влиять на кредитный спред в средне- и долгосрочной перспективе.

Новый выпуск ФСК ложится на кривую

Рублевые облигации первого эшелона, на 15.07.11



Источники: ММВБ, расчеты УРАЛСИБа

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

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

Алексей Соколов, sokolovav@uralsib.ru
Дэниэл Фельцман, feltsmand@uralsib.ru

Управление торговли

Вячеслав Чалов, chalovvg@uralsib.ru
Наталья Храброва, khrabrovann@uralsib.ru
Александр Глебов, glebovav@uralsib.ru

Управление по рынкам долгового капитала

Корпоративные выпуски

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

Региональные выпуски

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

Сопровождение проектов

Гюзель Тимошкина, tim_gg@uralsib.ru
Галина Гудыма, gud_gi@uralsib.ru
Наталья Грищенко, grischenkovane@uralsib.ru
Антон Кулаков, kulakovak@uralsib.ru
Ольга Степаненко, stepanenkaa@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 Мырсыкова, myrsikovanv@uralsib.ru
Ольга Стерина, sterinaoa@uralsib.ru
Юрий Голбан, golbanyv@uralsib.ru
Антон Табах, tabakhav@uralsib.ru
Андрей Кулаков, kulakovan@uralsib.ru

Нефть и газ

Алексей Кокин, kokinav@uralsib.ru
Юлия Новиченкова, novichenkova@uralsib.ru
Станислав Кондратьев, kondratievds@uralsib.ru

Стратегия/Политика

Вячеслав Смольянинов, smolyaninovv@uralsib.ru
Леонид Слипченко, slipchenkola@uralsib.ru

Электроэнергетика

Матвей Тайц, tai_ma@uralsib.ru

Макроэкономика

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

Металлургия/Горнодобывающая промышленность

Дмитрий Смолин, smolindv@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

Артем Егоренков, egorenkovag@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

Потребительский сектор/Недвижимость

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

Редактирование/Перевод

Английский язык

Джон Уолш, walshj@uralsib.ru,
Тимоти Халл, haltt@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 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 2011