

ВСЛЕД ЗА СЕСТРАМИ

Еще одна «дочка» Холдинга МРСК дебютирует на долговом рынке

Выпуск объемом 4 млрд руб. ... Как стало известно на этой неделе, МРСК Центра и Приволжья начинает премаркетинг дебютного выпуска, книгу заявок планируется открыть во второй декаде ноября. Инвесторам будут предложены трехлетние биржевые облигации в объеме 4 млрд руб., оферта не предусмотрена. Индикативная ставка купона составляет 9,2–9,7%, что соответствует доходности к погашению на уровне 9,41–9,94%. Выпуск удовлетворяет критериям ломбардного списка ЦБР, предполагается также получение листинга в котировальном списке «А1».

...представляющий интерес в случае размещения не ниже середины диапазона доходности. Нынешняя осень достаточно богата на первичные размещения распределительных сетевых компаний, «дочек» Холдинга МРСК. Так, в этот период были размещены два выпуска МОЭСК (BB-/Ba2/-) и выпуск МРСК Центра (BB-/--/-). МОЭСК – это крупнейшая и наиболее рентабельная компания сектора. Ее облигации сроком обращения три года (как и у выпуска МРСК Центра и Приволжья) были размещены на этой неделе со ставкой купона 8,8%. МРСК Центра, вторая по величине компания сектора, разместила трехлетний выпуск в середине октября по ставке 8,95%. МРСК Центра и Приволжья по масштабам занимает третье место в секторе – ее выручка в 2011 г. составила 64,6 млрд руб. против 69 млрд руб. у МРСК Центра. При этом компания отличается более низкой рентабельностью (16,6% против 22,3% у МРСК Центра), а также более высокой долговой нагрузкой (2,0 по чистый долг/ЕБИТДА против 1,2). В настоящий момент бумаги МРСК Центра торгуются с премией около 20 б.п. к выпускам МОЭСК, при этом, по нашему мнению, справедливый спред на вторичном рынке должен составлять не менее 30 б.п. Учитывая же разницу в показателях МРСК Центра и МРСК Центра и Приволжья, мы считаем, что справедливый спред дебютного выпуска последней к МОЭСК должен составлять 50–60 б.п. при размещении. Таким образом, с нашей точки зрения, размещение будет представлять интерес при ставке купона не ниже 9,4%. Впрочем, с учетом неплохой конъюнктуры на долговом рынке и высокого спроса на выпуски аналогов размещение, скорее всего, пройдет вблизи нижней границе ориентира, если к моменту открытия книги расклад сил на рынке не изменится.

Один из факторов сужения спреда, видимо, исчез. В середине октября стало известно о том, что правительство на данном этапе отказывается от идеи слияния ФСК и Холдинга МРСК. Вместо этого принято решение создать компанию, которая будет управлять или владеть государственными долями в ФСК и Холдинге МРСК. Ранее мы писали, что участие в размещении «дочек» Холдинга МРСК может рассматриваться как спекулятивная ставка на объединение ФСК и Холдинга МРСК, которое могло бы стать серьезным катализатором сужения кредитного спреда региональных сетевых компаний. Учитывая, что слияние, вероятно, не состоится,

Параметры выпуска МРСК Центра и Приволжья БО-1

Эмитент	ОАО "МРСК Центра и Приволжья"
Рейтинг (S/M/F)	-/Ba2/-
Общий объем	4,0 млрд руб.
Срок обращения	3 года
Ориентир по ставке купона	9,2-9,7%
Ориентир по доходности	УТМ 9,41-9,94%
Тип размещения	букбилдинг

Ключевые финансовые показатели МРСК Центра и Приволжья

МСФО, млн руб.	1 п/г 2011	2011	1 п/г 2012
Выручка	33 313	64 590	29 298
Операционная прибыль	4 223	6 788	1 363
ЕБИТДА	5 974	10 694	5 074
Чистая прибыль	2 860	4 524	2 17
Долг	16 452	23 150	21 656
Чистый долг	11 307	19 221	19 572
Капитал	31 469	33 132	33 027
Активы	60 884	69 064	69 097
Рентабельность по ЕБИТДА, %	17,9	16,6	17,3
Долг / ЕБИТДА		2,2	2,2
Чистый долг / ЕБИТДА		1,8	2,0
Акц. капитал / Активы	0,5	0,5	0,5
Акц. капитал / Долг	1,9	1,4	1,5
Коэф. текущей ликвидности	1,2	1,5	1,3
Доля краткосрочного долга, %	6,7	7,7	6,4
ОДП	4 747	8 435	1 595
Ден. поток от инв. деятельности	(3 645)	(15 110)	(1 968)
Ден. поток от фин. деятельности	864	7 424	(1 473)
Капзатраты	(3 826)	(12 936)	(2 547)
СДП	921	(4 501)	(951)
ОДП/Капзатраты	1,2	0,7	0,6

Источники: данные компании, оценка УРАЛСИБа

Еще одна «дочка» Холдинга МРСК дебютирует на долговом рынке

мы не видим существенного потенциала для сокращения кредитного спреда распределительных компаний относительно указанных выше справедливых значений.

Следующая по величине после МОЭСК и МРСК Центра. МРСК Центра и Приволжья – одна из крупнейших распределительных сетевых компаний России и основной поставщик услуг по передаче электроэнергии и технологическому присоединению к электросетям во Владимирской, Ивановской, Калужской, Кировской, Нижегородской, Рязанской, Тульской областях, а также в Республике Марий Эл и Удмуртской Республике. Полезный отпуск электроэнергии по итогам 2011 г. составил 54,3 млрд кВтч, общие потери – 8,97%. В октябре Moody's присвоило компании рейтинг «Ba2». Основным акционером МРСК Центра и Приволжья является Холдинг МРСК (50,4%). Акции компании обращаются на ММВБ-РТС, капитализация на 30 октября 2012 г. составляет 18 млрд руб.

Негативная динамика выручки вследствие ограничения роста сетевых тарифов. Последняя опубликованная отчетность МРСК Центра и Приволжья по МСФО – за 1 п/г 2012 г. По итогам этого периода выручка компании снизилась на 12% (здесь и далее – к показателю 1 п/г 2011 г.) до 29,3 млрд руб., из них 28,7 млрд руб. принес сегмент передачи электроэнергии. Полезный отпуск электроэнергии при этом увеличился за отчетный период на 1,7% до 27,9 млрд кВтч. Снижение выручки связано с введенными правительством ограничениями на темпы роста сетевых тарифов. EBITDA компании за 1 п/г 2012 г. упала на 15% до 5,1 млрд руб., а рентабельность – с 17,9% до 17,3%. Чистая прибыль составила 217 млн руб. против 2,9 млрд руб. годом ранее. На показателе чистой прибыли, помимо прочего, отразилось создание резерва под обесценение дебиторской задолженности, а также рост финансовых расходов.

Для финансирования инвестпрограммы компания прибегнет к долговому финансированию. Чистый операционный денежный поток за отчетный период сократился на 66% до 1,6 млрд руб., что стало отражением общей динамики показателей отчета о прибылях и убытках, а также следствием увеличения оборотного капитала. Сократился и объем капвложений – на 33% до 2,6 млрд руб. Свободный денежный поток таким образом оказался отрицательным – на уровне минус 951 млн руб. Насколько мы понимаем, всего в 2012 г. компания планировала израсходовать около 10 млрд руб. Таким образом, размещение дебютного займа – один из способов профинансировать капвложения. В целом, согласно прогнозам, общий уровень инвестиционных расходов МРСК Центра и Приволжья в 2013–2017 гг. составит 61 млрд руб. Для их финансирования компания, помимо собственных денежных потоков, рассчитывает использовать заемные средства.

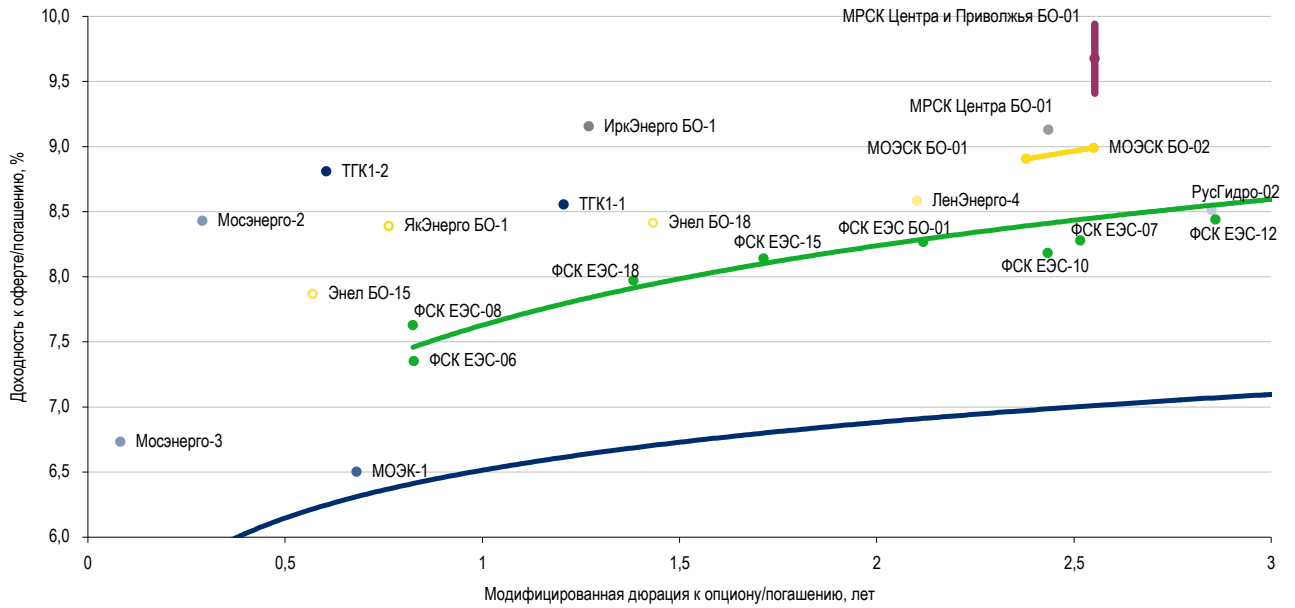
Кредитный профиль выглядит устойчивым, однако долговая нагрузка может вырасти. Общий долг компании за последние шесть отчетных месяцев сократился на 6,5% до 21,7 млрд руб., в то время как чистый долг вырос на 2% до 19,6 млрд руб. Показатель Общий долг/EBITDA не изменился, оставшись на уровне 2,2, а отношение Чистый долг/EBITDA выросло с 1,8 на конец 2011 г. до 2,0 на конец 1 п/г 2012 г. На долю краткосрочного долга приходится всего 6,4% общего долга, при этом краткосрочный долг с лихвой покрывается денежными средствами на балансе. Также на балансе находится около 2,0 млрд руб., которые классифицированы как «Другие инвестиции». К сожалению, компания не приводит расшифровки балансовых статей в отчетности за 1 п/г 2012 г., однако исходя из результатов за 2011 г., можно заключить, что в статье «Другие инвестиции» учитываются инвестиции в банковские векселя, что, по-видимому, можно рассматривать как источник дополнительной ликвидности (с поправкой на отсутствие информации о качестве эмитента). Общий долг компании почти полностью представлен в виде банковских кредитов, при этом более его половины (56%) приходится на финансирование, предоставленное Газпромбанком. Согласно прогнозам компании, к концу текущего года, ее долговая нагрузка несколько увеличится (до 2,5 в терминах Общий долг/EBITDA), однако впоследствии будет плавно снижаться и к 2016 г. достигнет 1,3. По нашему мнению, фактическая динамика кредитного профиля будет зависеть от темпа роста тарифов и объема реализуемой инвестпрограммы. Учитывая, что нынешний бизнес-план предусматривает рост тарифов менее чем на 10% год к году, вероятность пересмотра правительством порядка регулирования мы считаем низкой. Как следствие, неопределенность относительно условий деятельности компании снижается. В целом кредитный профиль компании выглядит устойчивым, без существенных рисков в обозримом будущем.

См. график на следующей странице.

Еще одна «дочка» Холдинга МРСК дебютирует на долговом рынке

Предложение МРСК Центра и Приволжья на размещении представляет интерес при премии к МОЭСК в 60 б.п.

Рублевые облигации компаний электроэнергетического сектора, 29.10.2012 г.



Источники: ММВБ, оценка 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

Анна Карпова, karpovaam@uralsib.ru

Екатерина Кочемазова, kochemazovaea@uralsib.ru

Дмитрий Попов, popovdv@uralsib.ru

Алексей Соколов, sokolovav@uralsib.ru

Яна Шнайдер, shnayderyi@uralsib.ru

Управление по рынкам долгового капитала

Корпоративные выпуски

Артемий Самойлов, samojlova@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

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 Боженко, bozhenkonv@uralsib.ru

Ольга Стерина, sterinaoa@uralsib.ru

Антон Табах, tabakhav@uralsib.ru

Андрей Кулаков, kulakovan@uralsib.ru

Татьяна Днепровская, dneprovskata@uralsib.ru

Стратегия

Вячеслав Смольянинов, smolyaninovv@uralsib.ru

Макроэкономика

Алексей Девятов, devyatovae@uralsib.ru

Ольга Стерина, sterinaoa@uralsib.ru

Наталья Майорова, mai_ng@uralsib.ru

Банки

Наталья Березина, berezinana@uralsib.ru

Анализ рыночных данных

Вячеслав Смольянинов, smolyaninovv@uralsib.ru

Дмитрий Пуш, pushds@uralsib.ru

Максим Недовесов, nedovesovmv@uralsib.ru

Нефть и газ

Алексей Кокин, kokinav@uralsib.ru

Станислав Кондратьев, kondratievds@uralsib.ru

Электроэнергетика

Матвей Тайц, tai_ma@uralsib.ru

Иван Рубинов, rubinoviv@uralsib.ru

Металлургия/Горнодобывающая промышленность

Валентина Богомолова, bogomolovava@uralsib.ru

Телекоммуникации/Медиа/ИТ

Константин Чернышев, che_kb@uralsib.ru

Константин Белов, belovka@uralsib.ru

Николай Дьячков, dyachkovna@uralsib.ru

Минеральные удобрения/

Машиностроение/Транспорт

Денис Ворчик, vorchikdb@uralsib.ru

Артем Егоренков, egorenkovag@uralsib.ru

Потребительский сектор

Тигран Оганесян, hovhannisyan@uralsib.ru

Александр Шелестович, shelestovich@uralsib.ru

Недвижимость

Марат Ибрагимов, ibragimovmy@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

Дизайн

Ангелина Фриденберг, fridenbergav@uralsib.ru

Русский язык

Андрей Пятигорский, pya_ae@uralsib.ru

Ольга Симкина, sim_oa@uralsib.ru

Степан Чугров, chugrovss@uralsib.ru

Алексей Смородин, smorodinay@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 2012