

Монитор первичного рынка

Северсталь-Авто – эффективный автопроизводитель

Залеская Анастасия
Zalesskaya_AV@mmbank.ru

Группа компаний «Северсталь-Авто» является одним из крупнейших российских производителей автомобилей. Компания была создана в 2002г. в результате выделения автомобилестроительного дивизиона из состава ОАО «Северсталь». Основными видами деятельности С-Авто является производство и реализация грузовых и легковых автомобилей (65% выручки), а также автомобильных двигателей (35% выручки). По итогам 2006г. компанией было реализовано 77,2 тыс. автомобилей и 248,4 тыс. двигателей.

Помимо производства автомобилей УАЗ, с 2005г. компания занимается лицензионной сборкой автомобилей SsangYong, Fiat и Isuzu, а также является официальным дистрибьютором этих марок авто в России.

По оценкам самой компании Северсталь-Авто занимает 12,5% российского рынка внедорожников (SUV). Доля рынка в сегменте коммерческих автомобилей (LCV) составляет 15%.

Мы оцениваем справедливую доходность выпуска Северсталь-Авто-2 к оферте через три года на уровне 8,10-8,25%, что соответствует спрэду к кривой ОФЗ в размере 223-238 б.п.

Кубаньэнерго – сетевая компания государственной важности

Основной вид деятельности – передача и распределение электроэнергии по электрическим сетям напряжением не выше 110 кВ. География деятельности охватывает Краснодарский край и республику Адыгею. В состав компании входит 11 электросетевых филиалов, в том числе, Сочинский филиал. Общая протяженность линий электропередач составляет 76 тыс. кв. м.

Основные риски Кубаньэнерго – риски, связанные с продолжающейся реформой электроэнергетики. Нам известно, что государство планирует сохранить контрольный пакет в реформируемых МРСК, в том числе МРСК Юга, в состав которой войдет Кубаньэнерго. Нам известно, что план-график мероприятий по формированию МРСК в новой конфигурации предусматривает прекращение деятельности РСК в июле следующего года. Таким образом, весьма вероятно, что уже через год долг Кубаньэнерго будет являться долгом государственной МРСК Юга.

Мы считаем, что выпуск Кубаньэнерго должен быть размещен на уровне Пермэнерго и ЕЭСК. Слабость формальной отчетности РСБУ может привести к наличию небольшой премии к выпускам этих компаний, которая, на наш взгляд, не является справедливой. Мы рекомендуем инвесторам принять участие в аукционе и выставлять заявки с доходностью выше 7,9%, при более низкой доходности Кубаньэнерго, наша рекомендация – покупка выпуска ЕЭСК.

Выпуск	ОАО "Северсталь-Авто"	ОАО "Кубаньэнерго"
Серия выпуска	2	1
Объем выпуска, млн. руб.	3000	3000
Гос. номер	4-02-02461-D	4-02-36240-R
Дата начала размещения	25.07.2007	25.07.2007
Срок погашение/ оферта, лет	3 года/ 6 лет	5 лет/ год
Дата погашения	17.07.2013	21.07.2010
Организатор(ы)	Райффайзенбанк	Альфа-Банк
Место обращения (Listing)	ММВБ	ММВБ
Web	www.severstalauto.ru	www.kubanenergo.ru

Прогнозы Банка Москвы

Ставка купона, % год.	7,94 - 8,09	7,75 - 7,94
Доходность к оферте/ погашению, %	8,10 - 8,25	7,90 - 8,10
Базов. актив	ОФЗ 25061	ОФЗ 25057
Спрэд, б.п.	223 - 238	202 - 222

Источники: эмиссионные документы, расчеты и оценки Банка Москвы

Содержание

Северсталь-Авто – эффективный автопроизводитель	2
Кубаньэнерго – сетевая компания государственной важности.....	6

Северсталь-Авто – эффективный автопроизводитель

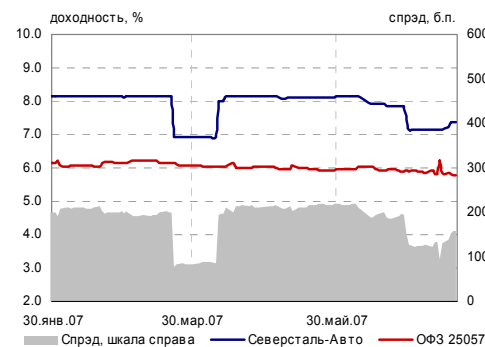
Выпуск облигаций серии 02

Залесская Анастасия
Zalesskaya_AV@mmbank.ru

Эмитент	ОАО «Северсталь-Авто»	
Серия выпуска	1	2
Объем выпуска, млн. руб.	1500	3000
Гос. номер	4-01-02461-D	4-02-02461-D
Дата начала размещения	29.01.2004	25.07.2007
Срок погашение/ оферта, лет	3 года/ 6 лет	3 года/ 6 лет
Дата погашения	21.01.2010	17.07.2013
Организатор(ы)	Райффайзенбанк	Райффайзенбанк
Место обращения (Listing)	ММББ	
Web	www.severstalauto.ru	

Итоги аукциона по размещению облигаций:	прогноз	
Ставка купона, % год.	11,25	7,94 - 8,09
Доходность к оферте/ погашению, %	11,57	8,10 - 8,25
Базов. актив	Москва-31	ОФЗ 25061
Спрэд, б.п.	352	223 - 238

Источники: эмиссионные документы, расчеты и оценки Банка Москвы



Доходность и спред за 20 торгов. дней

	ср.знач	ст.откл.	min	max
Северсталь-Авто	7.36	0.30	7.15	7.84
ОФЗ 25057	5.90	0.09	5.78	6.21
Спрэд	145	30	94	196

*По состоянию на 19.07.07

Источники: REUTERS, Банк Москвы

Группа компаний «Северсталь-Авто» (С-Авто, компания) является одним из крупнейших российских производителей автомобилей. Компания была создана в 2002г. в результате выделения автомобилестроительного дивизиона из состава ОАО «Северсталь». Основными видами деятельности С-Авто является производство и реализация грузовых и легковых автомобилей (65% выручки), а также автомобильных двигателей (35% выручки). По итогам 2006г. компанией было реализовано 77,2 тыс. автомобилей и 248,4 тыс. двигателей.

В автомобильном сегменте компания уже зарекомендовала себя как производитель внедорожников и коммерческих автомобилей. В планах С-Авто также занять долю рынка автомобилей класса «В+» и «С». В рамках двигательного направления С-Авто производит бензиновые двигатели для автомобилей класса Е, внедорожников, автобусов и легких грузовиков.

Изначально производственные мощности компании включали два завода ЗМЗ и УАЗ, которые в 2005г. были дополнены покупкой у КАМАЗа Завода Малолитражных Автомобилей (ЗМА), производящего автомобиль марки Ока. Сейчас компания ведет строительство автомобильного завода в городе Елабуга.

Портфель брендов

Помимо производства автомобилей УАЗ, с 2005г. компания собирает модель SsangYong Rexton, серийное производство началось в конце 2005г. В 2006г. С-Авто начала лицензионную сборку автомобилей под маркой Fiat (Albea и Doblo) и Isuzu. Модельный ряд SsangYoung был дополнен внедорожником Kyron.

В прошлом году С-Авто остановила производство Оки на ЗМА, в результате в 2006г. было реализовано лишь 5,1 тыс. автомобилей против 31 тыс. С января этого года мощности ЗМА используются для сборки внедорожников SsangYoung и Fiat.

По оценкам самой компании, Северсталь-Авто занимает 12,5% российского рынка внедорожников (SUV). Доля рынка в сегменте коммерческих автомобилей (LCV) составляет 15%.

Кроме лицензионной сборки Северсталь-Авто является фактически эксклюзивным дистрибьютором автомобилей SsangYoung, ISUZU и Fiat. В настоящее время компания занимается развитием национальной дилерской сети, которая должна охватить все крупные региональные центры России.

Автомобильная отрасль

Автомобильный рынок является одной из самых динамичных отраслей – средний рост (CAGR) в 2003-2006гг. составлял около 20%. Даже если мрачные прогнозы замедления темпов роста оправдаются, и рынок будет расти в среднем на 10-15% в год, автомобилестроение по-прежнему останется привлекательной отраслью с хорошим потенциалом.

Одной из основных тенденций отрасли является снижение доли российских автопроизводителей путем замещения российских авто импортными моделями, собранными в России. В 2006г. рост этого сегмента составил 86%. В 2006г. впервые число проданных импортных автомобилей почти сравнялось с числом произведенных российских авто.

Акционеры

Основным акционером С-Авто является генеральный директор компании – Вадим Швецов, которому принадлежит 58% акций компании. В 2005г. компания провела IPO. В настоящий

момент в свободном обращении находится около 30% акций компании.

Основные производственные активы

ОАО «Ульяновский автомобильный завод»

- производит внедорожники УАЗ, легкие грузовики и микроавтобусы, а также собирает грузовые автомобили ISUZU. Мощность завода составляет 110 тысяч автомобилей в год, в том числе 50 тысяч внедорожников и 60 тыс. коммерческих автомобилей.

ОАО «Заволжский моторный завод»

- производит бензиновые двигатели для автомобилей класса Е, внедорожники, автобусы, легкие грузовики. Производственная мощность – 350 тыс. автомобилей в год.

ОАО «Завод микролитражных автомобилей»

- занимается сборкой автомобилей SSangYoung и Fiat. Мощность – 80 тыс. автомобилей в год.

ООО «Северстальавто-ЕЛАБУГА»

- будет собирать автомобили под маркой Fiat Ducato. Запуск производства еще не осуществлен, проектная мощность завода – 130 тыс. автомобилей в год. Особенностью предприятия является льготное налогообложение.

Инвестиции

Пик инвестиций С-Авто приходится на 2007г., в этом году компания планирует потратить более 7,3 млрд. руб. В 2008-2009гг. запланированы инвестиции в объеме 1,8 и 0,8 млрд. руб. соответственно.

Основные проекты:

- Строительство завода в Елабуге под производство коммерческих автомобилей FIAT-Ducato
- Сборка двигателей Fiat и Isuzu
- Расширение портфеля марок автомобилей SSangYoung и FIAT
- Развитие собственной дилерской сети

Масштабная инвестиционная программа С-Авто будет финансироваться за счет трех источников:

1. облигационного займа
2. собственных средств
3. долгосрочных кредитов

Цель займа

Средства, привлеченные в ходе размещения облигационного займа, будут пущены компанией на рефинансирование кредитов, уже привлеченных в этом году под финансирование описанной выше инвестиционной программы.

Финансовые показатели – основные моменты

Северсталь-Авто отчитывается по МСФО с 2001г., наш анализ основан на аудированной отчетности компании за 2005-2006г. В консолидированную отчетность, помимо деятельности производственных мощностей, включены потоки по дилерской деятельности компании.

Долг

Согласно информационному меморандуму, совокупный долг Северсталь-Авто по состоянию на 1 июля 2007г. составлял 7,6 млрд. руб. (около 300 млн. долл.). Поскольку цель нового облигационного займа – рефинансирование, долговая нагрузка эмитента не увеличится в результате размещения займа по сравнению с текущими показателями компании.

Однако нам следует обратить внимание на тот факт, что по сравнению с началом года рост долга уже превысил 100%. По нашей оценке показатель Долг/ЕБИТДА на конец года превысит 1X, и будет находиться в диапазоне 1,0x-1,5X.

Рост долговой нагрузки компании не вызывает у нас опасений, поскольку, по нашим прогнозам, будет нейтрализован соответствующим ростом выручки и ЕБИТДА.

Отчет о прибылях и убытках

В 2006г. выручка компании выросла более чем на 30%. Рост выручки произошел благодаря развитию автомобильного сегмента, рост продаж которого составил 43%. Компания нарастила продажи UAZ-Patriot (рост – 110%) и начала сборку и дилерскую деятельность по автомобилям марок SSangYoung, FIAT и ISUZU.

Рост выручки не был транслирован в рост ЕБИТДА, рентабельность ЕБИТДА снизилась – с 13,9% до 13,4%. Снижение рентабельности связано с ростом затрат – масштабной реструктуризацией ЗМА (остановка производства Оки) и значительными рекламными расходами на вывод брендов SsangYong и Fiat.

Жесткая конкуренция среди автопроизводителей не позволит С-Авто зарабатывать большую маржу на лицензионной сборке, однако хорошим конкурентным преимуществом являются другие направления бизнеса (УАЗ и двигатели), которые генерируют большую

Основные финансовые показатели Северсталь-Авто по МСФО в 2005-2006гг., млн. долл.

Показатель	2005	2006	Изменение, в %
Выручка	937.5	1 233.1	32%
Валовая прибыль	218.1	290.1	33%
ЕБИТДА	129.9	165.3	27%
Чистая прибыль	67.7	90.8	34%
Активы	843.2	1 075.3	28%
Долг	119.9	137.6	15%
СК	513.5	636.7	24%
Долгоср. долг/ Долг	49.3%	47.9%	
Валовая рент-ть	23.3%	23.5%	
Рент-ть по ЕБИТДА	13.9%	13.4%	
Чистая рент-ть	7.2%	7.4%	
Долг/ЕБИТДА	0.9	0.8	
ЕБИТДА/Проценты	10.5	13.4	
Долг/Активы	14.2%	12.8%	
Долг/Выручка	12.8%	11.2%	

Источники: данные компании, оценки Банка Москвы

прибыль, которая может перераспределяться на менее рентабельные сегменты. Пока продажи в прибыльных сегментах не будут стагнировать, средняя рентабельность С-Авто будет оставаться на высоком уровне. В дальнейшем мы ожидаем роста рентабельности от лицензионной сборки, в том числе за счет локализации сборки двигателей Fiat и Isuzu.

Финансовые показатели российских автомобилестроительных компаний в 2006г., млн. долл.

	Северсталь-Авто МСФО	ГАЗ МСФО	Иж-Авто РСБУ	КАМАЗ РСБУ	Автоваз РСБУ
Выручка	1 233.1	4 377.8	668.6	2 486.4	5 617.9
Валовая прибыль	290.1	856.4	58.3	360.8	654.0
ЕБИТДА	165.3	466.5	36.3	152.4	430.6
Чистая прибыль	90.8	221.2	10.1	26.6	92.6
Активы	1 075.3	2 163.9	474.9	2 530.2	4 482.3
Долг	137.6	795.8	261.7	409.9	876.0
СК	636.7	620.3	146.0	1 760.4	1 842.5
Долгоср. долг/ Долг	47.9%	34.5%	20.2%	57%	60%
Валовая рент-ть	23.5%	20.0%	8.7%	14.5%	11.6%
Рент-ть по ЕБИТДА	13.4%	10.7%	5.4%	6.1%	7.7%
Чистая рент-ть	7.4%	5.1%	1.5%	1.1%	1.6%
Долг/ЕБИТДА	0.8	1.7	7.2	2.7	2.0
ЕБИТДА/Проценты	13.4	13.3	2.7	7.7	6.9
Долг/Активы	12.8%	36.8%	55.1%	16.2%	19.5%
Долг/Выручка	11.2%	18.2%	39.1%	16.5%	15.6%

Источники: данные компании, оценки Банка Москвы

Позиционирование выпуска

Организатор выпуска (Райффайзенбанк) ориентирует рынок на доходность 7,75%-8,25% к офферте через 3 года. Согласно организатору торговая идея выпуска заключается в том, что облигации в торой серии в скором времени также попадут в список «А1», а следовательно будут пользоваться повышенным спросом на рынке.

Сегмент производителей автомобилей довольно хорошо представлен на рынке рублевых бондов:

- квазигосударственные компании КАМАЗ и Автоваз;
- ГАЗ, входящий в холдинг Русские машины, принадлежащий Олегу Дерипаске;
- ИжАвто, входящий в Группу СОК-Автокомпоненты;
- Северсталь-Авто (выпуск серии 01).

Северсталь-Авто уступает автомобилестроительным гигантам по объему выручки, однако, с точки зрения финансовой отчетности и прозрачности, это компания №1 среди представленных на рынке эмитентов. С-Авто вовремя публикует аудированные отчеты по МСФО (для сравнения, от КАМАЗа и Автоваза мы еще их не дождались) и имеет эффективную управленческую команду. По эффективности мы отдаем С-Авто заслуженное первое место.

Если взглянуть, как торгуются выпуски автомобилестроительного сегмента, то можно заметить, что Северсталь-Авто обладает наименьшей доходностью – 7,28% при дюрации 2,08 года. Это обстоятельство лишь частично связано с высокой оценкой кредитоспособности компании инвесторами. С конца июня выпуск торгуется в списке «А1», что повысило цену С-Авто-1 на 30 б.п., доходность упала с 8,0% до 7,3%.

Выпуски автомобилестроителей:

- Камаз-2, доходность – 8,09%, дюрация – 1 год.
- Автоваз-3, доходность – 7,55%, дюрация 0,84 года
- Автоваз-4, доходность при размещении – 7,95%, дюрация 1,75 года
- Иж-Авто-2, доходность при размещении – 10,03%, дюрация 1,3 года
- Газ-Финанс, доходность – 7,88%, дюрация – 0,55 года
- Северсталь-Авто-1, доходность – 7,28%, дюрация – 2,08 года

Низкие доходности Автоваза и Камаза, в основном, обусловлены госучастием и ожидаемой господдержкой. В отличие от Газа, на доходность которого оказывает влияние материнского холдинга (Русские машины), Северсталь полностью вышла из акционерного капитала С-Авто. Таким образом, доходность Северсталь-Авто должна отражать справедливую оценку кредитного качества и перспектив деятельности компании без оглядки на поддержку влиятельных акционеров или государства.

Вывод: Мы оцениваем справедливую доходность выпуска Северсталь-Авто-2 к офферте через три года на уровне 8,1-8,25%, что соответствует спреду к кривой ОФЗ в размере 223-238 б.п. Мы считаем, что выпуск должен размещаться как минимум на уровне выпусков

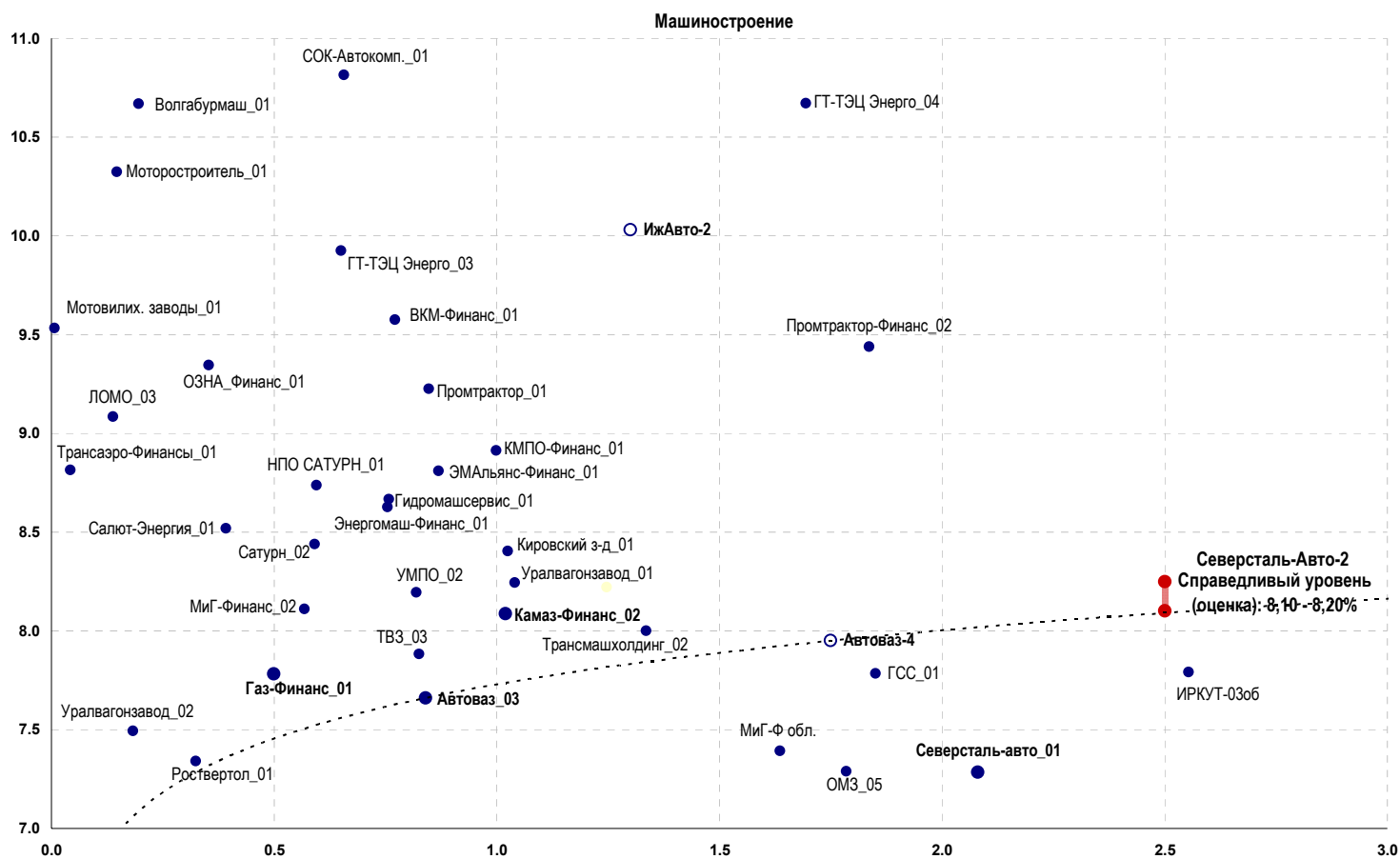
Плюсы

- Хорошая рентабельность
- Низкая долговая нагрузка
- Высочайшая финансовая прозрачность
- Высокий уровень корпоративного управления

Минусы

- Ограниченная рентабельность лицензионной сборки
- Масштабная инвестпрограмма увеличивает долговую нагрузку эмитента

Автоваза. В то же время мы допускаем, что технический фактор (попадание в список «А1») может сузить спрэд выпуска к ОФЗ, мы не раз наблюдали подобную картину на примере других бумаг. В случае более низкой доходности выпуска предлагаем покупать на форвардном рынке облигации выпуска ИжАвто, доходность которого, по нашему мнению, более привлекательна.



Источники: REUTERS, расчеты и оценки Банка Москвы

Кубаньэнерго – сетевая компания государственной важности

Выпуск облигаций серии 01

Залеская Анастасия
Zalesskaya_AV@mmbank.ru

Эмитент	ОАО "Кубаньэнерго"
Серия выпуска	1
Объем выпуска, млн. руб.	3000
Гос. номер	4-02-36240-R
Дата начала размещения	25.07.2007
Срок погашения/ оферта, лет	5 лет/ год
Дата погашения	21.07.2010
Организатор(ы)	Альфа-Банк
Место обращения (Listing)	ММВБ
Web	www.kubanenergo.ru
Прогноз	
Ставка купона, % год.	7,75 - 7,94
Доходность к оферте/ погашению, %	7,90 - 8,10
Базов. актив	ОФЗ 25057
Спрэд, б.п.	202 - 222

Источники: эмиссионные документы, расчеты и оценки Банка Москвы

ОАО «Кубаньэнерго» – региональная сетевая компания, входит в состав МРСК Юга. Основной вид деятельности – передача и распределение электроэнергии по электрическим сетям напряжением не выше 110 кВ. География деятельности охватывает Краснодарский край и республику Адыгея. В состав компании входит 11 электросетевых филиалов, в том числе, Сочинский филиал. Общая протяженность линий электропередач составляет 76 тыс. кв. м.

В текущем виде компания существует с июля 2006г., когда в ходе реформы из состава Кубаньэнерго были выделены генерирующие активы, магистральные сети и сбытовое подразделение.

Основные виды услуг

- передача электроэнергии по распределительным сетям, не относящимся к Единой национальной электрической сети;
- подключение потребителей к собственным электрическим сетям;
- услуги по ремонтно-эксплуатационному обслуживанию электросетевых сооружений ФСК и других организаций.

В настоящий момент основу операционных потоков компании составляют тарифы на транспорт электроэнергии. С 2007г. Кубаньэнерго ожидает роста доли платы за подключение новых потребителей в общей выручке. По итогам 2006г. компания заключила 7900 договора на общую мощность 207 МВт, выручка от технологических подключений составила всего 19 млн. долл. (около 4,5% выручки).

Реформа

15 марта 2007г. функции единоличного исполнительного органа в 28 региональных сетевых компаниях были переданы управляющим организациям соответствующих МРСК. В свою очередь акции МРСК переданы в доверительное управление ОАО «ФСК ЕЭС».

27 апреля 2007г. совет директоров РАО ЕЭС утвердил новую конфигурацию межрегиональных распределительных сетевых компаний. В июле этого года начала свою деятельность МРСК Юга, в которую помимо Кубаньэнерго вошли ОАО «Ростовэнерго», ОАО «Волгоградэнерго», ОАО «Астраханьэнерго» и ОАО «Калмэнерго». В дальнейшем акции каждой из региональных сетевых компаний будут конвертированы в акции МРСК.

Техническое и финансовое состояние каждой из РСК важно акционерам этих компаний с точки зрения определения коэффициента обмена акций РСК на акции МРСК. С позиций оценки кредитного качества РСК, как эмитента облигационного займа, принципиальным является вхождение компании в состав МРСК. Поскольку пакет ЮКОСа перешел к Роснефти, то мы не ожидаем, что последняя будет пытаться блокировать переход Кубаньэнерго на единую акцию МРСК Юга.

Сочи

Модернизация и реконструкция сетей в Сочинском филиале компании будут под особым надзором государства, поскольку необходимы для бесперебойного электроснабжения района в ходе олимпиады. Установленные мощности компании только за счет Сочи могут вырасти к 2014г. на 15-20%, что существенно увеличит инвестиционную привлекательность компании.

Акционеры

49% акций компании принадлежит ПАО ЕЭС России. До недавних пор 26,3% акций Кубаньэнерго принадлежало НК «ЮКОС». На состоявшемся 3 мая этого года аукционе по продаже активов ЮКОСа, пакет акций в Кубаньэнерго был продан Промрегион Холдингу, который по неофициальной информации аффилирован с нефтяной компанией Лукойл. Однако сделка не состоялась, поскольку Промрегион не смог добиться разрешения ФАС, которая опротестовала сделку. Вслед за этим комитет кредиторов ЮКОСа принял решение продать активы участнику аукциона, который занял второе место на аукционе, им оказалось «внучка» госкомпании Роснефть.

Цель займа

Средства, привлеченные с помощью облигационного займа, будут направлены эмитентом на финансирование инвестиционной программы по развитию электрических сетей Краснодарского края и республики Адыгея.

Инвестиции

Общий объем инвестпрограммы компании на 2007-2010гг. составляет более 18 млрд. (~ 700 млн. долл.) руб. На 2007г. запланированы инвестиции в размере 2,8 млрд. руб. (112 млн. долл.).

Основными источниками финансирования должны стать инвестиционная составляющая в тарифе, привлеченные и заемные средства, плата за подключение. Размер ежегодной инвестиционной составляющей в тарифе на транспортировку электроэнергии равен 800-900 млн. руб.

Финансовые показатели

В текущем виде компания существует только с 2006г., поэтому у компании отсутствует полноценная годовая отчетность. Остановимся на основных показателях бухгалтерской отчетности в 2006г. и 1 квартале 2007г.

- Рост долга составил 29%,
- Умеренная долговая нагрузка – 2,7X на конец квартала 2007г.
- Снижающаяся рентабельность по EBITDA
- Чистый убыток по итогам 1 квартала 2007г.

В целом, показатели бухгалтерской отчетности компании выглядят значительно слабее других РСК – компаний ЕЭСК и Пермэнерго. Тем не менее, мы призываем инвесторов в меньшей степени обращать внимание на показатели неполной бухгалтерской отчетности за 2006-2007гг., и оценивать Кубаньэнерго как квазигосударственную компанию, высокой важности для РФ ввиду зимней Олимпиады, которая пройдет в Сочи.

Аналогами Кубаньэнерго могут служить обращающиеся на рынке Пермэнерго и ЕЭСК. С высокой долей вероятности эти компании войдут в состав единой госструктуры – МРСК Урала, в дальнейшем инвесторам предстоит сравнивать различные МРСК, а не отдельные сетевые компании.

Безусловным бенчмарком для всех сетевых компаний является компания МОЭСК, облигации которой торгуются на рынке с сентября прошлого года. МОЭСК существенно больше Кубаньэнерго, ЕЭСК и Пермэнерго, имеет лучшую рентабельность и низкую долговую нагрузку.

Кубаньэнерго имеет самый высокий показатель Долг/EBITDA, однако не стоит забывать, что обширная инвестиционная программа МОЭСК предусматривает выпуск облигаций в 2006-2009гг. на сумму 1,2 млрд. долл. (около ~7,5 млрд. руб. ежегодно). Кредитный профиль Кубаньэнерго выглядит слабее ЕЭСК и Пермэнерго, однако в целом мы не считаем, что разница между кредитным качеством данных компаний существенна.

Выводы: Основные риски Кубаньэнерго – риски, связанные с продолжающейся реформой электроэнергетики. Нам известно, что государство планирует сохранить контрольный пакет в реформируемых МРСК, в том числе МРСК Юга, в состав которой войдет Кубаньэнерго. Нам известно, что план-график мероприятий по формированию МРСК в новой конфигурации предусматривает прекращение деятельности РСК в июле следующего года. Таким образом, весьма вероятно, что уже через год долг Кубаньэнерго будет являться долгом государственной МРСК Юга.

Другим не менее важным фактором в пользу Кубаньэнерго является важность реализации инвестиционной программы Кубаньэнерго, от которой частично зависит энергоснабжение зимней столицы Олимпиады-2014.

Основные финансовые показатели Кубаньэнерго, млн. долл.

	2006	Q1 2007
Выручка	423.3	132.2
EBITDA	36.7	9.3
Чистая прибыль	2.4	-0.5
Активы	428.8	462.0
Долг	78.3	101.1
Долгоср. долг/ Долг	24%	19%
Рент-ть по EBITDA	8.7%	7.0%
Долг/EBITDA*	2.1	2.7
EBITDA/Проценты	6.9	5.0
Долг/Активы	18.3%	21.9%
Долг/Выручка*	18.5%	19.1%

Источник: Кубаньэнерго, оценки Банка Москвы
* используются аннуализированные показатели

Плюсы

- Высокая значимость компании для государства в свете сочинской олимпиады
- Масштабная модернизация и ввод новых мощностей увеличат инвестиционную привлекательность компании
- В течение года компания вольется в госкомпанию МРСК Юга

Минусы

- Слабые формальные показатели по бухгалтерской отчетности
- Масштабная инвестпрограмма увеличит долговую нагрузку эмитента

Финансовые показатели распределительных компаний в 2006г., млн. долл.

Показатель	Кубаньэнерго	Пермэнерго	ЕЭСК	МОЭСК*
Выручка	423.3	268.2	187.0	937.6
ЕВITDA	36.7	43.9	24.8	298.6
Чистая прибыль	2.4	25.4	6.5	137.6
Активы	428.8	312.7	125.1	1 837.1
Долг	78.3	45.2	4.1	243.2
Долгоср. долг/ Долг	24.4%	42.2%	53.7%	100.0%
Рент-ть по ЕВITDA	8.7%	16.4%	13.3%	31.9%
Чистая рент-ть	0.6%	9.5%	3.5%	14.7%
Долг/ЕВITDA	2.1	1.0	0.2	0.81
ЕВITDA/Проценты	6.9	-	224.7	73.2
Долг/Активы	18.3%	14.4%	3.3%	13.2%
Долг/Выручка	18.5%	16.8%	2.1%	25.9%

Источники: данные компаний, оценки Банка Москвы

* долг приводится без учета лизинговых обязательств

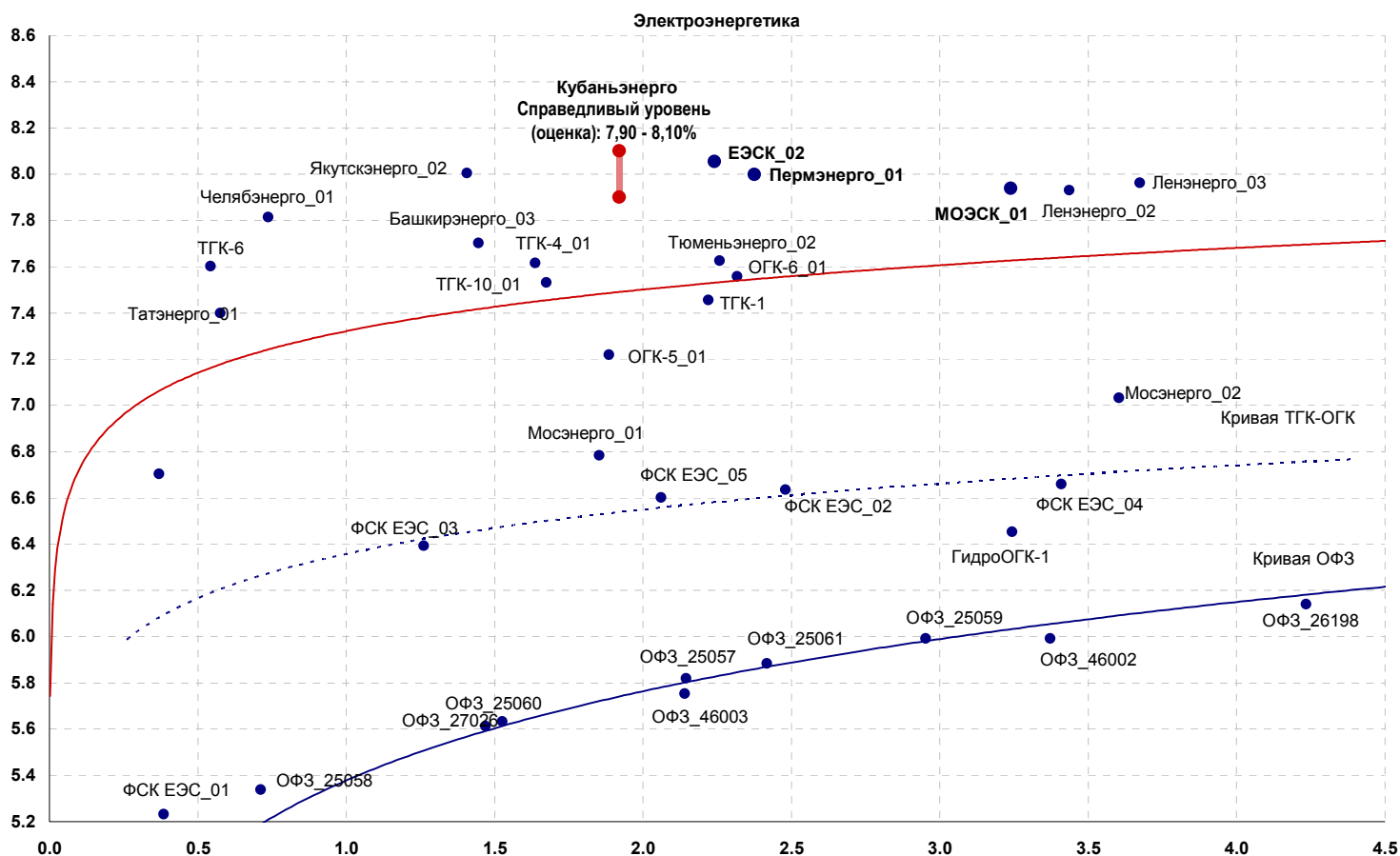
Позиционирование выпуска.

Альфа-Банк, выступающий организатором выпуска, прогнозирует доходность при размещении в диапазоне 8,3 – 8,5% годовых. Структурой выпуска предусмотрена амортизация через 1,5 года, модифицированная дюрация составляет всего 1,92 года (а не 2,5 года, как обычно) при длине выпуска в 3 года.

Выпуски электросетевых компаний:

- ЕЭСК, доходность – 8,05%, дюрация – 2,24 года;
- Пермэнерго, доходность – 8,0%, дюрация – 2,38 года;
- Тюменьэнерго, доходность – 7,62%, дюрация – 2,25 года;
- МОЭСК, доходность – 7,93%, дюрация – 3,24 года;
- Челябинэнерго, доходность – 7,82%, дюрация – 0,83 года;
- Ленэнерго-2 и Ленэнерго-3, доходности – 7,93% и 7,96%, дюрация – 3,44 и 3,67 года.

Мы считаем, что выпуск Кубаньэнерго должен быть размещен на уровне Пермэнерго и ЕЭСК. Слабость формальной отчетности РСБУ Кубаньэнерго может привести к наличию небольшой премии к выпускам этих компаний, которая, на наш взгляд, не является справедливой. Мы рекомендуем инвесторам принять участие в аукционе и выставлять заявки с доходностью выше 7,9%, при более низкой доходности Кубаньэнерго, наша рекомендация – покупка выпуска ЕЭСК.



Источники: REUTERS, расчеты и оценки Банка Москвы

Аналитический департамент
Тел: +7 495 624 00 80
Факс: +7 495 105 80 00 доб. 2822
Bank_of_Moscow_Research@mmbank.ru
Bank_of_Moscow_FI_Research@mmbank.ru

Директор департамента

Тремасов Кирилл

Tremasov_KV@mmbank.ru**Начальник управления анализа рынка акций**

Веденеев Владимир

Vedeneev_VY@mmbank.ru**Экономика**

Тремасов Кирилл

Tremasov_KV@mmbank.ru**Нефть и газ**

Веденеев Владимир

Vedeneev_VY@mmbank.ru**Машиностроение/Транспорт**

Лямин Михаил

Lyamin_MY@mmbank.ru**Телекоммуникации**

Мусяенко Ростислав

Musienko_RI@mmbank.ru**Химия, минеральные удобрения**

Волов Юрий

Volov_YM@mmbank.ru**Стратегия**

Тремасов Кирилл

Tremasov_KV@mmbank.ru

Веденеев Владимир

Vedeneev_VY@mmbank.ru**Электроэнергетика**

Скворцов Дмитрий

Skvortsov_DV@mmbank.ru**Металлургия**

Скворцов Дмитрий

Skvortsov_DV@mmbank.ru**Потребительский сектор**

Мухамеджанова Сабина

Muhamedzhanova_SR@mmbank.ru**Отдел анализа рынка облигаций****Стратегия/ кредитный анализ**

Федоров Егор

Fedorov_EY@mmbank.ru**Стратегия**

Ковалева Наталья

Kovaleva_NY@mmbank.ru**Кредитный анализ**

Залеская Анастасия

Zaleskaya_AV@mmbank.ru**Стратегия**

Чупрына Татьяна

Chupryna_TV@mmbank.ru

Настоящий документ предоставлен исключительно в порядке информации и не является предложением о проведении операций на рынке ценных бумаг, и, в частности, предложением об их покупке или продаже. Настоящий документ содержит информацию, полученную из источников, которые Банк Москвы рассматривает в качестве достоверных. Однако Банк Москвы, его руководство и сотрудники не могут гарантировать абсолютную точность, полноту и достоверность такой информации и не несут ответственности за возможные потери клиента в связи с ее использованием. Оценки и мнения, представленные в настоящем документе, основаны исключительно на заключениях аналитиков Банка в отношении анализируемых ценных бумаг и эмитентов. Вознаграждение аналитиков не связано и не зависит от содержания аналитических обзоров, которые они готовят, или от существа даваемых ими рекомендаций.

Банк Москвы, его руководство и сотрудники не несут ответственности за инвестиционные решения клиента, основанные на информации, содержащейся в настоящем документе. Банк Москвы, его руководство и сотрудники не несут ответственности в связи с прямыми или косвенными потерями и/или ущербом, возникшим в результате использования клиентом информации или какой-либо ее части при совершении операций с ценными бумагами. Банк Москвы не берет на себя обязательства регулярно обновлять информацию, которая содержится в настоящем документе или исправлять возможные неточности. Сделки, совершенные в прошлом и упомянутые в настоящем документе, не всегда являются индикативными для определения результатов будущих сделок. На стоимость, цену или величину дохода по ценным бумагам или производным инструментам, упомянутым в настоящем документе, могут оказывать неблагоприятное воздействие колебания обменных курсов валют. Инвестирование в российские ценные бумаги несет значительный риск, в связи с чем клиенту необходимо проводить собственный анализ рынка и исследование надежности российских эмитентов до совершения сделок.

Настоящий документ не может быть воспроизведен, полностью или частично, с него нельзя делать копии, выдержки из него не могут использоваться для каких-либо публикаций без предварительного письменного разрешения Банка Москвы. Банк Москвы не несет ответственности за несанкционированные действия третьих лиц, связанные с распространением настоящего документа или любой его части.