

Екатерина Леонова

Тел. (+7 495) 785-9678

Марина Власенко

Тел. (+7 495) 783-5029

20 июля 2006 г

Электроэнергетика

www.alfa-bank.com

МОЭСК: лучшее кредитное качество среди электросетей

Мы считаем дебютные облигации МОЭСК привлекательными по сравнению с обращающимися выпусками энергетических компаний, ожидаем роста курсовой стоимости бумаг в результате экономического роста в регионе. Наша рекомендация – ПОКУПАТЬ.

- **Возможность получения солидной премии** к облигациям ФСК и Мосэнерго при аналогичном или более низком риске
- **Ликвидность выпуска** будет обеспечена большим объемом (6 млрд руб) и длиной (5 лет), а также опытными организаторами (Альфа-Банк, Внешторгбанк)
- **Надежный эмитент облигаций:**
 - **Крупнейшая публичная региональная энергоснабжающая компания** в России, расположенная в Москве и Московской области, обеспечивающих платежеспособный спрос и высокие тарифы, и практически не имеющая конкурентов
 - **Естественная монополия при поддержке государства** (50,901% акций принадлежит РАО «ЕЭС России, около 30% Газпромбанку, около 7,5% - Правительству Москвы)
 - Бизнес распределительных сетей имеет **пониженный риск** по сравнению с генерирующими и сбытовыми компаниями
 - **Сильные финансовые показатели и перспективы развития:** *максимальная рентабельность и минимальная долговая нагрузка среди аналогов, большая очередь заявок на присоединение, планы по расширению бизнеса.*

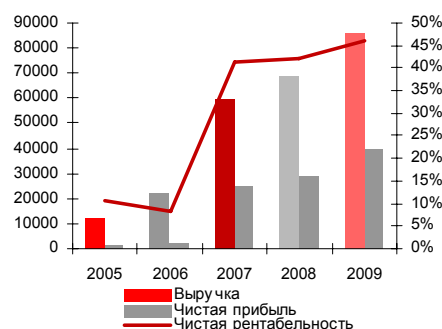


Параметры выпуска

Эмитент	ОАО МОЭСК
Серия	01
Номинальная стоимость	1 000 руб
Депозитарий, платежный агент	НДЦ
Вторичное обращение	ФБ ММВБ
Объем выпуска	6 000 000 000 рублей
Начало размещения	Август 2006 года
Срок обращения	5 лет (1 820 дней)
Цена размещения	100% от номинала
Количество купонов	10
Купонный период	182 дня
Процентная ставка по купонам	Ставка 1 купона определяется на конкурсе при размещении и фиксируется до погашения
Организаторы	Альфа-Банк, Внешторгбанк

Источник: МОЭСК

Динамика рентабельности МОЭСК (прогноз)



Основные финансовые показатели МОЭСК (млн. руб)

	2005 *	1 кв 2006
Выручка	12254	6489
Чистая прибыль	1294	1727
Чистая рентабельность	10.6%	26.6%
Активы	32305	33809
Платный долг (кредиты и займы)	1506	1161
Капитал	27102	28829
Платный долг/Выручка **	12.3%	4.5%
Платный долг/Активы	4.7%	3.4%
Капитал/Активы	83.9%	85.3%

*Финансовый год считается с 1 апреля 2005 года – дата выделения из Мосэнерго – и заканчивается 31 декабря 2005 г

**Выручка скорректирована на годовой объем

Источник: МОЭСК, расчеты Альфа-Банка

Аналитический отдел research@alfabank.ru

Инвесторы могут исходить из предположения, что Альфа-Банк или аффилированные с ним структуры получили компенсацию за инвестиционно-банковские или неинвестиционно-банковские услуги, связанные с ценными бумагами, в течение 12 месяцев, предшествующих дате рассылки данного исследования, и намерен получить компенсацию за другие инвестиционно-банковские или неинвестиционно-банковские услуги, связанные с ценными бумагами, от компаний, анализируемых в данном исследовании, в течение следующих трех месяцев. Все заключения, прогнозы и оценки, содержащиеся в данном исследовании, отражают мнение его авторов на дату публикации и могут быть изменены без предупреждения.

МОЭСК: вне конкуренции в региональном энергоснабжении

Информация о компании

МОЭСК – крупнейшая публичная региональная энергоснабжающая компания в России

МОЭСК – крупнейшая публичная региональная энергоснабжающая компания в России. Обслуживает 1,4 млн потребителей на территории площадью 47 тыс кв. км. и распределяет около 92% производимой в Московском регионе электроэнергии. Компания в ближайшее время планирует заменить в своем названии слово "областная" на слово "объединенная" - и ее акционеры уже одобрили внесение соответствующих поправок в устав, которые, однако, еще не прошли регистрацию.

ОАО «МОЭСК» было создано путем выделения электросетевых и сервисных филиалов ОАО «Мосэнерго», расположенных на территории Москвы и Московской области. В состав МОЭСК входят 17 филиалов, 14 из которых обеспечивают передачу электроэнергии потребителям, а остальные 3 филиала относятся к ремонтно-сервисным предприятиям.

Компания имеет выгодное географическое положение, находясь в регионе с одним из наибольших уровней доходов и энергопотребления в России, что обеспечивает стабильный платежеспособный спрос и гарантированный рынок сбыта.

Компания относится к естественно-монопольному виду деятельности, который сохранит государственную поддержку и контроль. РАО ЕЭС является основным акционером МОЭСК, владея 50,901% акций компании. Этот пакет, в соответствии с наиболее вероятным сценарием, будет передан ФСК. Еще 30%, по неофициальным данным, принадлежат Газпрому.

Имеет хорошее географическое положение и перспективы развития в рамках стратегии реформирования отрасли

Илл. 1: Структура акционерного капитала МОЭСК



Основные источники дохода – передача и присоединение

Источник: МОЭСК

Основными источниками дохода ОАО «МОЭСК» являются подключение новых потребителей к распределительным сетям и передача им электроэнергии по своей энергосистеме.

Подключение потребителей – инвестиционный ресурс компании

Высокие темпы экономического развития Москвы и Московской области, увеличение населения региона приводят к постоянно растущему спросу на услуги ОАО «МОЭСК». В течение 2004-2005 годов в компанию поступило свыше 10 000 заявок на подключение к электрической сети. Компания прогнозирует дальнейший рост спроса на эту услугу.

Стоимость подключения зависит от мощности присоединения и колеблется в Московской области в диапазоне от 10,5 тыс рублей до 13 тыс рублей за один кВт. По Москве тарифы еще не установлены, однако ожидается, что они будут определены в сентябре и значительно превысят областные (в Санкт-Петербурге тариф составляет около 30 тыс руб). Средства, полученные от присоединения к электросетям новых потребителей, имеют высокую долю инвестиционной составляющей. Полученные ресурсы компания намерена использовать для финансирования инвестиционной программы, объем которой на 2006-2009 гг составит, в соответствии с планами, 146 млрд рублей.

Передача электроэнергии – основная задача: снижение потерь э/э

Вторым, более постоянным источником формирования доходов компании, выступает услуга по передаче электроэнергии потребителям. В 2005 году МОЭСК провела 65 320 млн. кВт.ч электроэнергии, но лишь 59 342 млн. кВт.ч. дошло до конечного потребителя. Таким образом, фактические потери электроэнергии составили около 9,15%.

В настоящее время компания видит своей главной задачей снижение объемов потерь электроэнергии при передаче конечному потребителю. Для решения этой проблемы ОАО «МОЭСК» разработало мероприятия, направленные на достижение показателя потерь к концу 2009 года на уровне 9% от сальдированного отпуска электроэнергии.

SWOT анализ

Плюсы	<ul style="list-style-type: none"> + Лидирующее положение в отрасли + Удачное географическое положение + Высокий и стабильный уровень спроса + Высокие финансовые показатели и низкий уровень долговой нагрузки + Поддержка государства + Прозрачность и стабильность бизнеса
Минусы	<ul style="list-style-type: none"> ⊖ Потери электроэнергии выше норматива ⊖ Превышение нормы износа в секторе
Возможности для роста	<ul style="list-style-type: none"> ↑ Дальнейшее реформирование электроэнергетики ↑ Масштабный ввод новых сетевых мощностей ↑ Экономический рост в регионе ↑ Увеличение отпуска и снижение потерь электроэнергии ↑ Новые подключения ↑ Обширные возможности заимствований для финансирования капвложений
Возможные проблемы	<ul style="list-style-type: none"> ↓ Неэффективный навязанный государством механизм ценообразования ↓ Рост долговой нагрузки

Перспективы развития

- **Развитие сетевых компаний в рамках энергореформы**

Реформирование МОЭСК практически завершено. Наиболее вероятным сценарием является передача контрольного пакета (50,901%), принадлежащего РАО ЕЭС Федеральной Сетевой Компании.

Менее вероятным является переход под контроль Правительства Москвы. Консолидация под контролем Правительства Москвы, скорее всего, будет заблокирована Газпромом. Однако в случае, если это произойдет, облигации МОЭСК будут рассматриваться как квазисуверенные. Поддержка московских властей благоприятно

отразится на деятельности компании, которая к тому же получит долю в сетевых мощностях, принадлежащих городу.

- **Увеличение отпуска электроэнергии**

Модель развития бизнеса компании на ближайшие годы подразумевает отчисление свыше 90% чистой прибыли в фонд накопления. Основная доля чистой прибыли в 2007-2009 гг будет формироваться за счет выручки от услуг присоединения (себестоимость таких услуг невелика). Накопленные средства будут направлены на капитальные затраты на развитие электрических сетей.

По мере роста количества присоединяемых пользователей и увеличения суммарной пропускной мощности будет расти отпуск электроэнергии. В 2006 году компания планирует увеличить отпуск электроэнергии на 2,1%, до 66,67 млн кВт/ч, полезный отпуск – на 2,6% до уровня 60,85 кВт/ч. В 2006-2009 годах отпуск, по прогнозам компании, будет увеличиваться на 2,5-2,6% ежегодно.

Рост полезного отпуска будет также способствовать росту рентабельности продаж.

- **Снижение потерь**

Фактические потери МОЭСК при отпуске и транспортировке электроэнергии в 2005 году составили 9,15% от сальдированного отпуска электроэнергии с учетом данных Мосэнерго за 1 квартал. За 9 месяцев 2005 года (апрель-декабрь) потери в сетях МОЭСК составили 9,36% при установленном плане потерь на уровне 11,15%. Однако компания продолжает заниматься снижением потерь электроэнергии, рассчитывая довести их до нормативного уровня 9,0%. В рамках этого процесса разработан комплекс мер:

- Инвентаризация потребителей электроэнергии;
- Создание подразделений по транспорту электроэнергии;
- Отключение ненагруженных трансформаторов подстанций;
- Контроль за несанкционированными подключениями к сети;
- Модернизация измерительных комплексов
- Монтаж и установка комплексных распределительных устройств в распределительной сети и др.

Суммарные затраты на эти мероприятия планируются в 2006 году на уровне 125 млн. рублей, тогда как экономический эффект от снижения потерь составит порядка 440 млн. рублей.

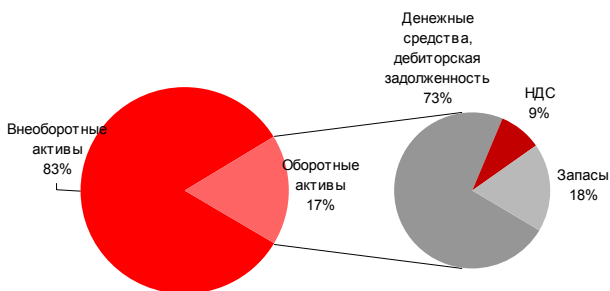
Текущее финансовое состояние

- **Активы**

Активы компании по состоянию на конец 2005 года составили 32,3 млрд рублей, увеличившись по сравнению с 1 апреля 2005 года на 14,2%. За 1 квартал 2006 года активы приросли еще на 4,6%, или 1,5 млрд руб, составив 33,8 млрд руб. Стоимость чистых активов компании на конец 2005 года составляла 27,1 млрд руб.

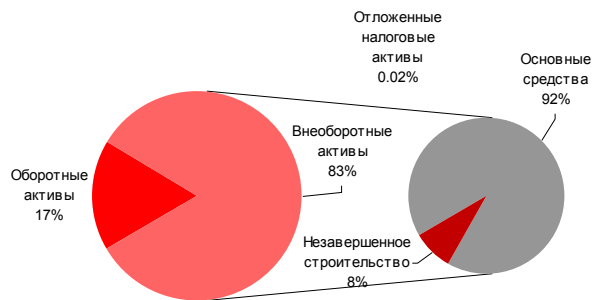
Экономический эффект почти вчетверо превысит затраты

Илл. 2: Структура оборотных активов МОЭСК на 31 марта 2006 г



Источник: МОЭСК, расчеты Альфа-Банка

Илл. 3: Структура внеоборотных активов МОЭСК на 31 марта 2006 г



Источник: МОЭСК, расчеты Альфа-Банка

Финансовые показатели демонстрируют динамичное развитие и отличное кредитное качество

Внеоборотные активы составляют 83% валюты баланса за счет основных средств. Доля основных средств в структуре активов на конец 1 квартала 2006 г составила 75,8%, что обусловлено спецификой деятельности компании. Высокая стоимость основных средств (25,7 млрд руб) служит причиной значительных амортизационных отчислений и обеспечит высокий показатель EBITDA (в настоящее время компания не предоставляет отчетности по международным стандартам, которые сделали бы возможным расчет данного показателя, однако уже начала работу по подготовке такой отчетности).

Оборотные активы составляют 17% валюты баланса. В основном они сформированы за счет краткосрочной (менее года) дебиторской задолженности. Подобная структура характерна для распределительных сетей и связана со спецификой их деятельности. Более 30% задолженности приходится на ОАО «Мосэнергосбыт», так как сотрудничество предполагает внесение 60%-ной предоплаты за услуги транспортировки электроэнергии, остальные 40% поступают сетевой компании от «Мосэнергосбыта» в конце месяца, до этого момента увеличивая объем дебиторской задолженности. Еще около трети приходится на авансовые платежи поставщикам материалов, строительным и ремонтным организациям, что связано со значительными капиталовложениями компании в новое строительство и обновление существующих мощностей.

• Пассивы

Капитал и резервы составляют около 85% пассивов компании, и в I квартале 2006 года продемонстрировали тенденцию к росту за счет увеличения объема нераспределенной прибыли на 45%.

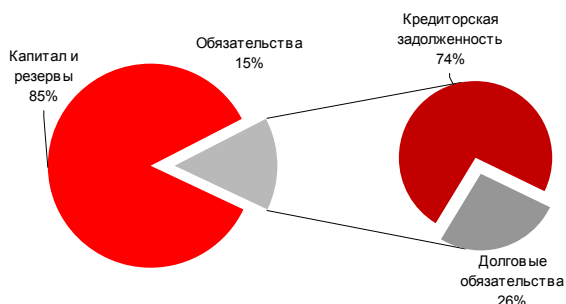
Обязательства МОЭСК в основном приходятся на кредиторскую задолженность, которая почти наполовину состоит из задолженности перед поставщиками и подрядчиками. Это также соответствует характеру деятельности эмитента.

Доля платного долга в пассивах составляет менее 4%, при этом компания пока не имеет долгосрочных займов. Выпуск облигаций позволит МОЭСК диверсифицировать структуру заимствований.

Объем краткосрочных займов составляет 1,16 млрд руб, и за 1 квартал снизился на 23%. В соответствии с долговым отчетом компании, почти 30% кредиторской задолженности составляет задолженность по

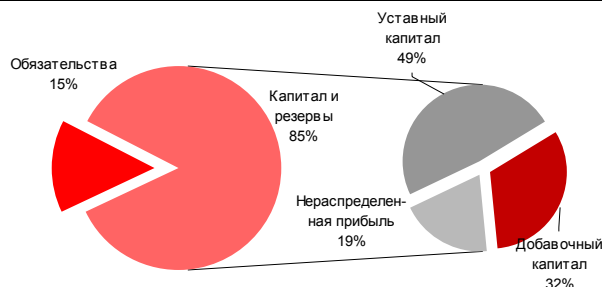
капитальному строительству, более 10% приходится на задолженность по капитальному ремонту.

Илл. 4: Структура обязательств МОЭСК на 31 марта 2006 г



Источник: МОЭСК, расчеты Альфа-Банка

Илл. 5: Структура капитала и резервов МОЭСК на 31 марта 2006 г



Источник: МОЭСК, расчеты Альфа-Банка

• Дебиторская и кредиторская задолженность

Компания в силу характера финансово-хозяйственной деятельности имеет высокий объем дебиторской и кредиторской задолженности. При этом, дебиторская задолженность на 93% покрывает кредиторскую и имеет более короткий срок оборачиваемости. Срок оборачиваемости дебиторской задолженности, рассчитанный на основании отчета за 2005 год составляет 45 дней, кредиторской – 64 дня. Таким образом, дебиторская задолженность позволяет финансировать расчеты с кредиторами за счет поступающих от дебиторов средств.

• Показатели рентабельности

МОЭСК характеризуется высокими показателями рентабельности: в 2005 году рентабельность продаж составила 17,5%, чистая рентабельность составила 10,6%. В 1 квартале 2006 года рентабельность продаж возросла до 37%, чистая рентабельность - до 26,6%.

Причины резкого роста рентабельности в начале 2006 года объясняются большим объемом чистой прибыли (превышающей годовой объем 2005 года). Это связано с сезонностью, а также невозможностью компании провести ряд запланированных ремонтных работ в зимний период, что способствовало временному снижению затрат.

Во 2-4 квартале компания прогнозирует снижение прибыли в результате проведения работ, отложенных зимой. Запланированная на 2006 год рентабельность по чистой прибыли составит 8,1%, исходя из расчета, что подключение новых пользователей в 2006 году еще не будет проводиться. Такой сценарий представляется консервативным, так как тарифы на подключение по Московской области уже установлены Постановлением Правительства от 25 мая, а тарифы для московских пользователей будут установлены в сентябре.

• Показатели долговой нагрузки

Отношение чистого долга к активам по состоянию на 30 марта 2006 г составило около 1%.

Платный долг компании (краткосрочные и долгосрочные кредиты и займы) на конец 2005 года составил 1,5 млрд рублей, что соответствует 4,7% активов и 12,3% выручки. В 1 квартале 2006 года долг снизился до 1,16 млрд руб, то есть 3,4% активов и 4,5% скорректированной на годовой объем выручки.

Отношение долг/капитал на конец 1 квартала 2006 г составило 4% (против 5,6% на конец 2005 года). Отношение **чистого долга** к активам по состоянию на 30 марта 2006 года - около 1%.

Таблица 1. Основные финансовые показатели ОАО «МОЭСК» в 2005 – 1 квартале 2006 гг

Финансовые показатели, млн рублей	Апрель-декабрь 2005 года	1 квартал 2006 года
Выручка	12 254	6 489
Чистая прибыль	1 294	1 727
Чистая рентабельность	10.6%	26.6%
Активы (всего)	32 305	33 809
Капитал и резервы	27 102	25 808
Долгосрочные обязательства	136	140
Краткосрочные обязательства	5 067	4 840
В т.ч. займы и кредиты	1 506	1 161
Капитал/активы	0.84	0.85
Чистый долг/капитал	0.05	0.01

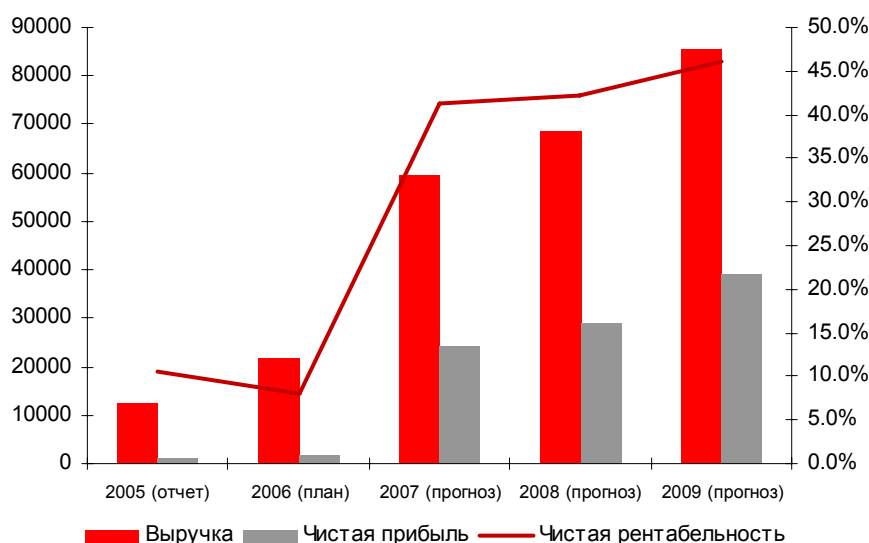
Источник: ОАО «МОЭСК»

Прогноз финансового развития

- **Ожидаемый рост рентабельности в результате присоединения новых пользователей**

Доход МОЭСК формируется из двух источников – (1) передачи электроэнергии потребителям и (2) подключения новых потребителей. На данный момент компания обслуживает только абонентов, подключенных еще в составе Мосэнерго. МОЭСК имеет большой объем заявок на присоединение, которые будут приняты к рассмотрению после установления тарифов по Москве (ориентировочно, сентябрь 2006 г). Выручка от присоединения новых потребителей в 2007 году составит по оценкам эмитента более 26 млрд руб и продолжит ежегодно увеличиваться нарастающими темпами – до 44 млрд руб в 2009 году.

Илл. 6: Динамика рентабельности МОЭСК (прогноз)



Источник: МОЭСК, Альфа-Банк

При этом себестоимость подключения пользователей намного ниже себестоимости передачи электроэнергии. В результате общий объем выручки увеличится в 2007 году в 2,7 раза, чистая прибыль – в 13,8 раза.

Таблица 2. Прогноз финансовых показателей компании на 2006-2009 гг

Финансовые показатели, млн рублей	2006 год	2007 год	2008 год	2009 год
Выручка от передачи э/э	21 929	33 033	36 726	41 254
Выручка от услуг присоединения		26 457	31 889	44 347
Чистая прибыль	1 775	24 547	28 890	39 398
В т.ч. от передачи э/э	1 775	4 539	4 760	5 807
Валовая рентабельность передачи э/э	17.4%	25.5%	26.5%	27.9%
Капитальные вложения	17 973	36 700	43 725	47 532
В т.ч. доля собственных средств	19%	71%	73%	91%

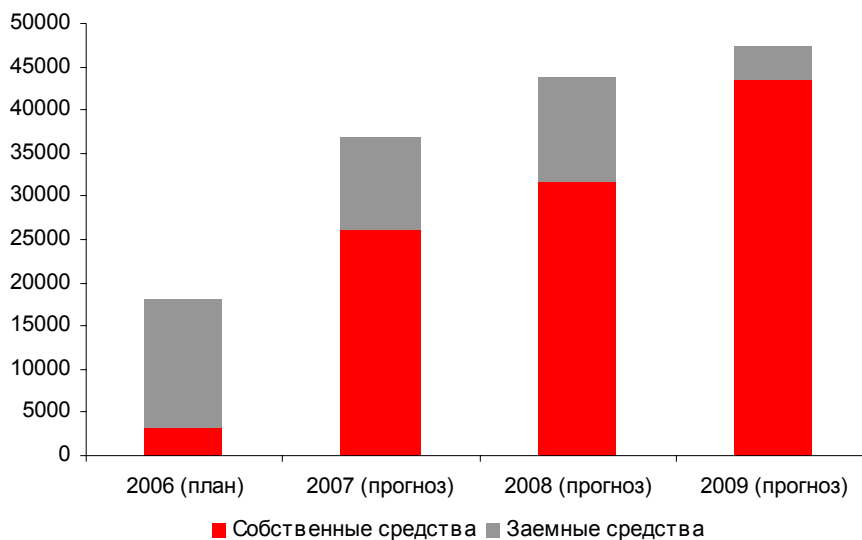
Источник: ОАО «МОЭСК»

• Инвестиционная деятельность

Компания планирует в 2007-2009 годах отчислять более 90% чистой прибыли в фонд накоплений. Средства предполагается направить на капитальные вложения в создание новых мощностей. Основным источником капитальных затрат ОАО «МОЭСК» в ближайшие годы станут собственные средства, полученные, прежде всего, за счет инвестиционной составляющей тарифа на подключение потребителей к электросети.

Однако компания не отказывается и от внешних источников финансирования инвестиционной деятельности. В течение 2006-2009 гг МОЭСК намерена активно привлекать средства с публичного долгового рынка, выпуская корпоративные облигации. Суммарный объем планируемых на этот период выпусков оценивается в сумму, эквивалентную \$1 млрд.

Илл. 7: Планируемые капитальные затраты МОЭСК в 2006-2009 гг



Источник: МОЭСК

Российская электроэнергетика

Обзор отрасли

4-е место в мире, 7% мировой мощности

Государство контролирует главных участников энергетического сектора

Парадокс российской энергетики: высокая энергоемкость ВВП и низкие тарифы

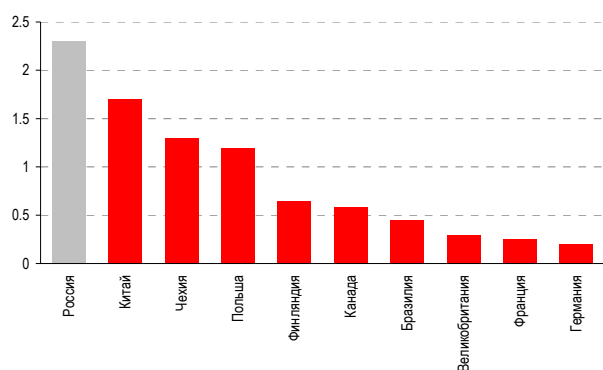
Электроэнергетическая отрасль России является одной из крупнейших в мире по установленной мощности, выработке и сбыту электроэнергии. В 2005 году в России было выработано свыше 950 МВтч электроэнергии (более 5,5% от мирового объема), что ставит российский энергетический сектор на 4-е место в мире после США, Китая и Японии. Совокупная установленная мощность в России насчитывает 216 ГВт, что составляет более 7% от мировой величины.

Ключевыми компаниями, работающими в электроэнергетическом секторе России, являются РАО «ЕЭС» и его дочерние компании, Росэнергоатом и ряд независимых энергокомпаний, таких как Иркутскэнерго. Государство владеет более чем 52% акций РАО «ЕЭС», 40% акций Иркутскэнерго и полностью контролирует Росэнергоатом.

По сравнению с другими странами тарифы на электроэнергию в России – одни из самых низких, главным образом из-за внутренних цен на газ, которые существенно ниже средних мировых тарифов. Природный газ составляет более 60% от суммарного объема потребления топлива российскими электростанциями, работающими на природном топливе, и, следовательно, является главным фактором в ценообразовании по принципу «издержки плюс».

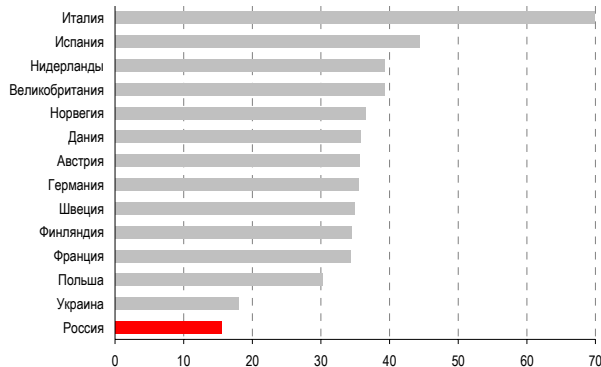
Российская экономика характеризуется одним из самых высоких в мире уровней энергопотребления, который достался России по наследству от советских промышленных технологий, основанных на изобилии и доступности природных ресурсов. Текущий уровень энергопотребления на \$1 ВВП России составляет 2,3 кВтч.

Илл.8. Доля потребления электроэнергии в ВВП, кВтч/\$



Источник: МЭА, Росстат, оценки Альфа-Банка

Илл.9. Оптовые тарифы на электроэнергию, \$/МВтч (2004 г.)



Источник: МЭА, Росстат, оценки Альфа-Банка

Потери экономики от дефицита электроэнергии составляют 5% ВВП

Причина – на 70% выработанное оборудование

Однако основные средства энергетического сектора устарели на 65–70%. Электрические сети изнашиваются, в некоторых энергосистемах не хватает линий высоковольтных электропередач. Устаревшее, выработавшее свой ресурс оборудование приводит к возникновению дефицита электроэнергии, наиболее ощутимого промышленностью центральной части страны, Сибири и Урала. Подобная ситуация затормаживает экономический рост (потери экономики от нехватки генерирующих и передающих мощностей составляют около 5% ВВП) и ставит под удар энергетическую безопасность России. Таким образом, отрасль нуждается в огромных инвестициях.

Реформа сектора

С конца 1990-х годов российский электроэнергетический сектор столкнулся с рядом сложных проблем, нерешенных и по сей день:

- Высокая степень износа основных средств сектора (>70%).
- Неэффективный метод ценообразования: по принципу «издержки плюс» (не может обеспечить приемлемую доходность на инвестиции)
- Высокий уровень соотношения дебиторской и кредиторской задолженности
- Проблема перекрестного субсидирования: фактически, крупные промышленные потребители субсидируют потребление электроэнергии населением, цены для которого значительно ниже рыночных.

Для решения этих проблем, повышения эффективности деятельности энергокомпаний и увеличения инвестиций в отрасль было принято решение о реформировании сектора. Процесс начался в 2003 году и проходит по следующему плану:

- Разделение сектора по видам деятельности на естественно-монопольные (передача и распределение электроэнергии, диспетчирование) и конкурентные (генерация и сбыт) компании.
- Создание системы эффективных рыночных отношений в конкурентных сферах деятельности.
- Свободный доступ к услугам естественных монополий.

- Эффективное и прозрачное государственное регулирование монопольной деятельности, стимулирование снижения расходов и притока инвестиций.

По окончании реформы конкурентная генерация будет представлена семью крупными оптовыми генерирующими компаниями (шестью тепловыми и одной ГидроОГК), четырнадцатью территориальными генерирующими компаниями и несколькими независимыми генерирующими компаниями, которые включают существующие энергокомпании, независимые от РАО «ЕЭС», а также новые электростанции, построенные частными инвесторами. Монопольные сетевые сферы деятельности, такие как передача и распределение, будут представлены Федеральной сетевой компанией (ФСК) и четырьмя крупными межрегиональными распределительными компаниями (МРСК).

Процесс реорганизации подразумевает две стадии. На первой стадии проходит процесс разделения вертикально-интегрированных АО-энерго. Вторая стадия подразумевает консолидацию мелких отделенных компаний согласно их сферам деятельности в соответствующие генерирующие компании (ОГК и ТГК), межрегиональные распределительные сетевые компании (МРСК), Федеральную сетевую компанию и т.д.

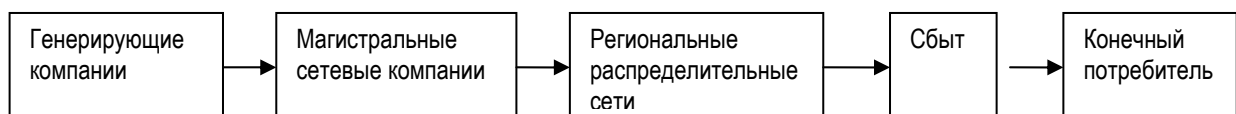
Распределительные сети

Распределительные сети – монопольный бизнес под контролем государства

Распределительные сети являются монопольным бизнесом, который традиционно находится под контролем государства. Для него характерна стабильность, прозрачность и значительно более низкие по сравнению с генерирующими и сбытовыми компаниями риски. Распределительные сети не берут на себя риска сбыта, который приходится на сбытовые компании, которые закупают электроэнергию у генерирующих компаний.

Риск неплатежей полностью лежит на Мосэнергосбыте

Основным заказчиком распределительных сетей является ОАО «Мосэнергосбыт», который сотрудничает с сетевыми компаниями на основе 60%-ной предоплаты, а остальные 40% оплаты поступают через месяц вне зависимости от поступления платежей от конечного потребителя. Ответственность перед потребителями и риск неплатежей берет на себя «Мосэнергосбыт». Распределительная сеть несет ответственность только за транспортировку электроэнергии, что делает структуру бизнеса предельно прозрачной.



Высокий износ и необходимость развития сетей обостряют потребность в инвестициях

Российская сетевая инфраструктура характеризуется высокой возрастной структурой, а следовательно, износом распределительного комплекса (65,7% в 2006 году). Стратегия развития российской электроэнергетики нацелена на снижение возрастной структуры до 50%-ного износа и стабилизацию на этом уровне.

Более 60% вводимых мощностей придется на Москву и область

В 2006-2010 годах планируются существенные инвестиции в электросетевой комплекс, которые позволят ввести в строй свыше 100 тыс км ЛЭП и подстанции общей мощностью свыше 100 МВА. Наибольший ввод сетевых мощностей придется на Москву и Московскую область, Урал, Поволжье. На Московский регион придется более 60% ремонтируемых и строящихся в рамках правительственной программы мощностей.

В рамках решения вопроса по обновлению электросетевого комплекса Московского региона Мосгордума 7 июля 2006 года одобрила программу комплексного развития системы электроснабжения Москвы на 2006-2010 годы. Программа предусматривает строительство в столице 2 600 км линий электропередачи, 276 трансформаторных подстанций, около 100 км кабельных коллекторов, реконструкцию 320 трансформаторных подстанций.

Затраты на обновление составят свыше 200 млрд рублей и будут обеспечены за счет выполнения четырех инвестиционных программ – ОАО "Мосэнерго", ОАО "Московская областная электросетевая компания" (МОЭСК), правительства Москвы и ОАО "Энергокомплекс".

Факторы роста:

Мы выделяем два долгосрочных фактора роста для распределительных компаний:

консолидация в МРСК

- **Консолидация в укрупненные МРСК** - межрегиональные распределительные сетевые компании. В соответствии с ожидаемой в итоге реформы структурой электроэнергетического сектора все региональные распределительные компании, созданные путем выделения из АО-энерго, должны быть объединены в пять межрегиональных распределительных сетевых компаний (МРСК). Мы полагаем, что процесс консолидации этих компаний может начаться в конце 2006 года, но основные события в этой связи произойдут в 2007 году.

отказ от модели ценообразования «издержки плюс»

- **Новый механизм установления тарифов.** Текущий принцип тарифного регулирования сетевого бизнеса («издержки плюс») должен уступить место принципу регулирования на основе регуляторной базы активов. Потенциально это может привести к экономии издержек и росту эффективности распределительных компаний.

Мы не ожидаем завершения создания всех МРСК в текущем году. Решение государства и руководства РАО «ЕЭС» о механизме создания МРСК пока не принято.

Анализ рыночной конъюнктуры при размещении облигаций МОЭСК

В настоящее время на рынке корпоративного долга обращаются облигации 6 эмитентов электроэнергетического сектора. Но лишь два из них могут быть отнесены к компаниям, занимающимся распределением электроэнергии - ФСК ЕЭС, отвечающая за передачу энергии на федеральном уровне, и Ленэнерго.

С точки зрения масштабов компании МОЭСК меньше по размерам, чем межрегиональная компания ФСК, но крупнее Ленэнерго. В частности, активы и капитал МОЭСК в 4,3-4,5 раза ниже, чем у ФСК (при сопоставимости с Ленэнерго). В то же время, выручка МОЭСК лишь в 2,4 раза ниже ФСК и Ленэнерго (принимая во внимание, что финансовый год начался для МОЭСК 1 апреля 2005 года) при сопоставимости прибыли с обеими компаниями, а по долговой нагрузке имеет существенно лучшие показатели по сравнению как с ФСК, так и с Ленэнерго.

Таким образом, МОЭСК в выгодную сторону отличается как от ФСК, так и от Ленэнерго с точки зрения долговой нагрузки и рентабельности.

Таблица 3. Сравнительная характеристика финансовых показателей распределительных компаний-эмитентов

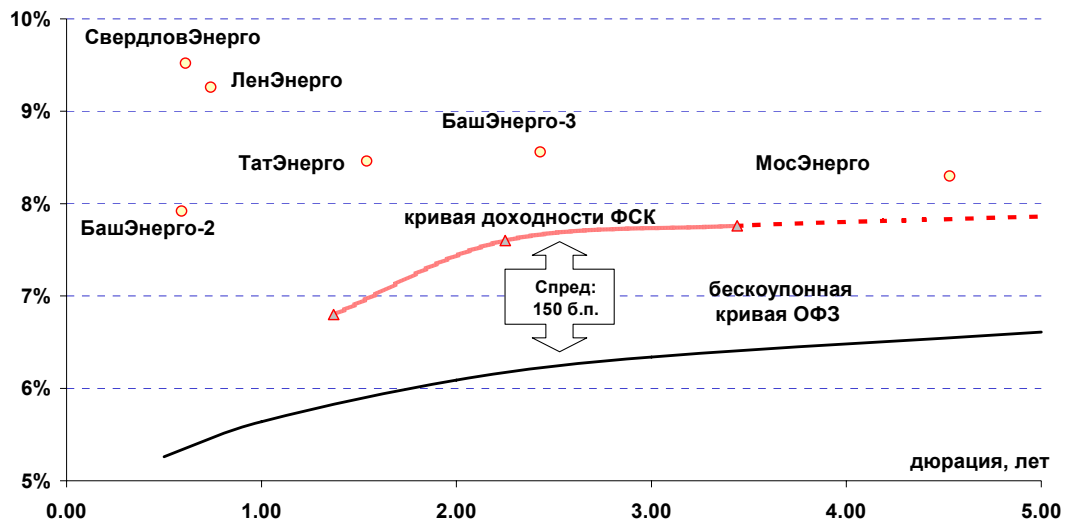
	ФСК ЕЭС (2005)	МОЭСК (Апрель-декабрь 2005)	ЛенЭнерго (2005)
Выручка	29 886	12 254	30 189
Чистая прибыль	1 997	1 294	840
Чистая рентабельность	6.7%	10.6%	2.8%
Активы	141 078	32 305	27 588
Платный долг	19 834	1 506	4 583
Капитал	121 607	27 102	17 469
Долг/Выручка	66.4%	12.3%	15.2%
Долг/Активы	14.1%	4.7%	16.6%
Капитал/Активы	86.2%	83.9%	63.3%

Источник: данные компаний, оценки Альфа-Банка

МОЭСК: спред к ФСК, возможность курсовой стоимости после окончания реформирования

Как следствие, мы считаем, что облигации МОЭСК должны размещаться с премией к кривой доходности ФСК. В то же время, после окончания процесса реформирования контрольный пакет акций МОЭСК перейдет либо к ФСК, либо – к Правительству Москвы, что повысит кредитное качество компании в глазах инвесторов, и будет способствовать курсовой стоимости облигаций компании.

Доходности облигаций электроэнергетического сектора



Факторы увеличения доходности при размещении:

Однако при размещении облигаций необходимо учитывать следующие факторы, способные привести к увеличению стоимости заимствований:

1. **Высокая волатильность рублевого долгового рынка.** Текущая конъюнктура отличается повышенной неопределенностью. В отсутствие внутренних сигналов, рублевый долговой рынок следует за динамикой внешнедолгового сектора, где в настоящее время преобладают тенденции предпочтения низкорисковых активов и вывод средств из секторов с повышенным риском (развивающихся рынков, облигаций с высокой дюрацией).

Дополнительное давление на внутренний рынок во второй половине июля окажет разочарование инвесторов, ожидавших повышения суверенного рейтинга после достижения принципиальных

– **негативная конъюнктура рынка: +30 б.п.**

договоренностей с США относительно вступления России в ВТО. Однако это событие было отложено, как минимум, на конец октября и теперь повышения рейтинга следует ожидать не ранее конца августа – после фактических выплат долга Парижскому клубу кредиторов.

Негативные тенденции отразятся на секторе корпоративного долга в форме снижения спроса на новые выпуски, предпочтения облигаций с невысокой дюрацией

Ситуация остается крайне нестабильной. Если до момента размещения кардинального улучшения взгляда инвесторов на развивающиеся рынки не произойдет, это потребует от эмитента дополнительной премии в размере порядка 20-40 б.п.

2. Крупный объем займа. С точки зрения вторичного обращения масштабный объем обращающегося выпуска способствует высокой ликвидности облигаций. Однако при первичном размещении этот фактор может привести к увеличению стоимости заимствований.

В летний период активность финансовых рынков традиционно снижается. Инвесторы предпочитают не принимать стратегических решений. Учитывая, что компания является дебютантом на рынке публичного долга, приобретение ее облигаций потребует открытия новых лимитов профессиональными участниками рынка. В то же время, многие из них сформировали длинные позиции на период до сентября.

– **размещение крупного объема эмиссии компанией-дебютантом в летний период: +25 б.п.**

Таким образом, может потребоваться реализация части существующих портфелей для высвобождения длинных позиций, что позволит банкам принять участие в размещении.

Учитывая эти факторы, размещение крупного объема эмиссии компанией-дебютантом в летний период может потребовать премии при размещении в размере около 20-30 б.п.

3. Длинный срок обращения выпуска. Начиная со II квартала 2006 года, на рынке наблюдается тенденция к укорачиванию портфелей. Это связано с ожиданиями инвесторов относительно продолжительного периода роста ставок. Данные ожидания опираются на мировые тенденции, где наблюдается рост стоимости денег на фоне повышения ключевых процентных ставок монетарными органами власти (ФРС, ЕЦБ, Банком Японии).

– **высокая (около 4,1 года) дюрация выпуска: +25 б.п.**

Хотя на российскую экономику этот процесс имеет опосредованное влияние (Банк России, напротив, проводит политику, направленную на снижение ставки рефинансирования), рост стоимости международных заимствований не может не отражаться на российских финансовых рынках. Этот процесс способствовал тому, что эмитенты, выходящие на рынок корпоративного долга с новыми заимствованиями, все чаще предпочитают укорачивать сроки, вставляя в структуру выпуска промежуточную оферту. В частности, по такому пути пошли такие эмитенты как ВТБ, РТК-Лизинг, Энергомашкорпорация и др.

Таблица 4. Предпочтения эмитентов относительно срочности займов

Параметры	Июль 2006 г	Июнь 2006 г	Июнь 2005 г
Общее количество размещенных выпусков, в т.ч.	16	21	15
- с офертой через 1 год	50%	24%	47%
- с офертой/ погашением через 1,5-2 года	38%	43%	27%
с офертой/ погашением от 3 лет	12%	33%	13%

Источник: оценки Альфа-Банка

В условиях сохранения предпочтения инвесторов выпусков с невысокой дюрацией, размещение облигаций с 5-летним сроком обращения может потребовать дополнительной премии в размере 20-30 б.п.

Таким образом, мы считаем, что при сохранении давления негативных факторов на рынок корпоративного долга в период размещения МОЭСК дополнительная премия может достигать 70 б.п.

Информация

Управление ценных бумаг с фиксированной доходностью	Олег Белов, управляющий директор (7 495) 785-7403
Вице-президент по работе на долговом рынке капитала	Ольга Гороховская (7 495) 786-4877
Старший менеджер	Мария Хабарова (7 495) 786-4893
Торговые операции	Игорь Панков, вице-президент по продажам (7 495) 786-4892 Ольга Паркина, менеджер по продажам (7 495) 785-74-09 Константин Зайцев, старший трейдер (7-495) 785-7408 Олег Артеменко (7 495) 785-7405
Вице-президент по операциям РЕПО и финансированию	Саймон Вайн, начальник Управления (7 495) 792-5844
Управление производных инструментов	Игорь Васильев, начальник Управления (7 495) 788-6497
Управление валютно-финансовых операций	Рональд Смит, начальник отдела (7 495) 795-3613
Аналитический отдел	Екатерина Леонова (7 495) 785-9678
Рублевые облигации, новости	Марина Власенко (7 495) 783-50-29
Еврооблигации	Проспект Академика Сахарова, 12
Адрес	Москва Россия 107078
Alfa Securities (Лондон)	(4420) 7588-8400
Debt Capital Markets Sales	Виктор Иванов
Адрес	City Tower, 40 Basinghall Street, London, EC2V 5DE

© **Альфа-Банк, 2006 г. Все права защищены.**

Настоящий отчет и содержащаяся в нем информация являются исключительной собственностью Альфа-Банка. Несанкционированное копирование, воспроизводство и распространение настоящего материала, частично или полностью, в отсутствие разрешения Альфа-Банка в письменной форме строго запрещено.

Данный материал предназначен для распространения в Российской Федерации ОАО «Альфа-Банк» (далее Альфа-Банк). Он не предназначен для распространения среди частных инвесторов. Приведенная в данном материале информация получена из источников, которые, по мнению Альфа-Банка, являются надежными, Альфа-Банк, его руководящие и прочие сотрудники не делают заявлений и не дают заверений ни в прямой, ни в косвенной форме, относительно своей ответственности за точность, полноту такой информации и отсутствие в данном материале каких-либо важных сведений. Любая информация и любые суждения, приведенные в данном материале, могут быть изменены без предупреждения. Альфа-Банк не дает заверений и не заявляет, что упомянутые в данном материале ценные бумаги и (или) суждения предназначены для всех его получателей. Данный материал и содержащиеся в нем сведения носят исключительно информативный характер и не могут рассматриваться ни как приглашение или побуждение сделать оферту, ни как просьба купить или продать ценные бумаги или другие финансовые инструменты, или осуществить какую-либо иную инвестиционную деятельность. Альфа-Банк и его дочерние компании, руководящие сотрудники и прочие сотрудники всех этих структур, в т.ч. лица, участвующие в подготовке и издании данного материала, могут иметь отношения с маркет-мейкерами, а иногда и выступать в качестве таковых, а также в качестве консультантов, брокеров или представителей коммерческого или инвестиционного банка в отношении ценных бумаг, финансовых инструментов или компаний, упомянутых в данном материале, либо входить в органы управления таких компаний. Ценные бумаги с номиналом в иностранной валюте подвержены колебаниям валютного курса, которые могут привести к снижению их стоимости, цены или дохода от вложений в них. Кроме того, инвесторы, вкладывающие средства в ценные бумаги типа АДР, стоимость которых изменяется в зависимости от курса иностранных валют, берут на себя валютный риск. Вложения в России сопряжены со значительным риском, и поэтому инвесторы, прежде чем вкладывать средства в такие бумаги, должны провести собственное исследование и изучить экономические и финансовые показатели самостоятельно. Инвесторы должны обсудить со своими финансовыми консультантами риски, связанные с таким приобретением. Альфа-Банк и их дочерние компании могут публиковать данный материал в других странах. Поскольку распространение данной публикации на территории других государств может быть ограничено законом, лица, в чьем распоряжении окажется данный материал, должны быть информированы о таких ограничениях и соблюдать их. Любые случаи несоблюдения указанных ограничений могут рассматриваться как нарушение закона о ценных бумагах и других соответствующих законов, действующих в той или иной третьей стране. Примечание, касающееся законодательства США о ценных бумагах: Данная публикация распространяется в США компанией Alfa Capital Markets (USA) Inc. (далее «Alfa Capital»), являющейся дочерним предприятием Альфа-групп, постольку, поскольку это разрешено законодательством США по ценным бумагам и другими соответствующими законами и положениями. В этой связи Alfa Capital несет ответственность за содержание данного исследования. Лица, на территории США, получившие данную публикацию и желающие осуществить сделку с той или иной ценной бумагой или финансовым инструментом, анализируемым в ней, должны делать это только после уведомления об этом представителя Alfa Capital в США. Любые случаи несоблюдения данных ограничений могут рассматриваться как нарушение законодательства США о ценных бумагах.