



Рынок рублевых облигаций

КОММЕНТАРИИ ПО РЫНКУ

Кубаньэнерго-1: покупать под 7,8%

На среду, 25 июля, запланировано размещение дебютного выпуска облигаций ОАО «Кубаньэнерго», региональной сетевой компании, осуществляющей передачу электроэнергии и подключение к сетям в Краснодарском крае и Республике Адыгея.

Мы оцениваем справедливый уровень доходности облигаций компаний в диапазоне 7,7–7,8%.

Параметры выпуска:

- Объем – 3 млрд руб.;
- Срок обращения – 3 года;
- Амортизация – 50% номинальной стоимости через 1,5 года с даты размещения;
- Дюрация – около 2 лет.

Сильные стороны компании:

- В ходе реформы РАО ЕЭС государство сохранит контроль над распределительными сетевыми компаниями. Господдержка – значимый фактор кредитного качества на рынке облигаций.
- Федеральная программа развития г. Сочи как горноклиматического курорта и предстоящие в 2014 г. Зимние Олимпийские игры гарантируют инвестиции в развитие инфраструктуры региона, в том числе сетевого хозяйства.
- Высокий тариф на технологическое присоединение и прибыли компании обеспечат 55% финансирования капитальных затрат в период до 2011 г.
- Высокий показатель сбора платежей за технологическое присоединение. По итогам первого полугодия 2007 г. их фактические поступления на 30% превысили запланированную сумму.
- Потенциал роста тарифа на присоединение сможет обеспечить источники финансирования инвестиционной программы в случае увеличения ее объема.

Риски:

- Увеличение объема инвестиций в связи с необходимостью создания инфраструктуры для проведения в г. Сочи Зимних Олимпийских игр может привести к росту долговой нагрузки.
- С вхождением Кубаньэнерго в МРСК Юга будет сформирована укрупненная региональная компания, однако мы должны отметить неопределенность в отношении ее финансового состояния.

Сети Кубаньэнерго расположены в энергодефицитном Южном федеральном округе, где компания занимает монопольное положение на рынке транспортировки электроэнергии, обеспечивая около 80% передачи. По плану реформирования РАО ЕЭС Кубаньэнерго войдет в состав Межрегиональной распределительной сетевой компании (МРСК) Юга наряду с Калмэнерго, Астраханьэнерго, Волгоградэнерго и Ростовэнерго. Напомним, что, в отличие от генерации тепловой и электрической энергии, государство сохранит контроль над распределительными сетями с долей более 50%.

В настоящий момент основным акционером Кубаньэнерго является РАО ЕЭС (рейтинг ВВ от S&P), которому принадлежит 49% в капитале сетевой компании, а долю в размере более 26% недавно приобрела компания ООО «Нефть-Актив», аффилированная с Роснефтью.

Инвестиционной программой Кубаньэнерго, рассчитанной на 5 лет, предусмотрены инвестиции в размере 14,9 млрд. руб., из которых 2,5 млрд руб. будет вложено в 2007 г. В свете предстоящих Зимних Олимпийских игр 2014 г. этот объем инвестиций не может удовлетворить потребности региона. По оценке менеджмента, он составляет лишь 50% необходимых вложений.

Кубаньэнерго планирует финансировать большую часть предусмотренных программой инвестиций (около 55%), за счет собственных средств: прибыли и доходов от технологического присоединения. На 2007 г. для Кубаньэнерго установлен один из самых высоких тарифов на присоединение среди региональных сетевых компаний.

Несмотря на высокие потери в сетях, достигающие 13%, Кубаньэнерго не выходит пределы установленных для компании нормативов, поэтому заложенная к тарифе компенсация полностью покрывает убытки от потерь.



Напомним, что в сентябре 2006 г. ОАО «Кубаньэнерго» было реорганизовано в рамках реформы РАО ЕЭС. В результате на балансе компании остались только активы, необходимые для передачи электроэнергии по распределительным сетям, в то время как мощности по производству тепловой и электрической энергии были переданы генерирующим компаниям. Это делает невозможным сопоставление финансовых результатов 2006 и 2005 гг., а официальная отчетность за 2006 г., не отражает деятельности ОАО «Кубаньэнерго» как 100% распределительной компании, поскольку разделение произошло в сентябре 2006 г. В связи с этим для оценки финансового состояния Кубаньэнерго мы воспользовались представленными организатором займа величинами выручки и другими показателями отчета о прибылях и убытках, отражающими только деятельность по передаче электроэнергии.

Распределительные сетевые компании 2006

РСБУ	Тюменьэнерго	Пермьэнерго	Челябэнерго	Кубаньэнерго**	Ленэнерго	МОЭСК	ЕЭС
Выручка	24 193	7 278	5 318	6 497	10 510	25 448	5 074
ЕВИТ*	2 690	744	409	933	955	6 217	359
Чистая прибыль	1 739	690	0	424	424	3 736	175
Активы	33 699	8 235	7 794	10 293	29 002	48 373	3 294
Собств. капитал	30 722	7 045	6 204	7 106	17 861	30 772	2 919
Долг	129	450	369	2 062	4 564	6 404	108
Норма ЕВИТ	11,1%	10,2%	7,7%	14,4%	9,1%	24,4%	7,1%
Норма чистой прибыли	7,2%	9,5%	0,0%	6,5%	4,0%	14,7%	3,5%
Текущ. ликвидность	3,64	1,00	1,26	1,20	0,64	1,55	1,42
Краткоср. долг %	100%	100%	100%	76%	100%	0%	46%
Долг/Собств. капитал	0%	6%	6%	29%	26%	21%	4%
Долг/Активы	0%	5%	5%	20%	16%	13%	3%
ЕВИТ/Проценты	1 454,3	4,7	7,8	1,3	0,6	1,4	46,5
Долг/ЕВИТ	0,05	0,60	0,90	2,21	4,78	1,03	0,30

* соответствует строке "прибыль от продаж"

** Выручка, ЕВИТ и чистая прибыль, сформированные передачей электроэнергии

Источник: Компании, оценки Уралсипа

По итогам 2006 г. выручка Кубаньэнерго от передачи электроэнергии составила около 6,5 млрд руб. Мы считаем некорректным расчет показателя ЕВИТDA на основе отчетности по РСБУ. Прежде всего для компаний, основным видом деятельности которых является передача электроэнергии, допустима переоценка основных средств. Величина переоценки, а следовательно, и амортизации, может различаться у различных компаний, из-за чего сравнение по показателям ЕВИТDA может дать искаженное представление о финансовом состоянии.

Распределительные сетевые компании 1 кв 2007

РСБУ	Тюменьэнерго	Пермьэнерго	Челябэнерго	Кубаньэнерго	Ленэнерго	МОЭСК	ЕЭС
Выручка	7 276	2 346	2 282	3 476	3 479	9 099	2 128
ЕВИТ*	888	149	222	245	378	2 633	183
Чистая прибыль	534	92	145	-14	104	1 728	94
Активы	35 025	8 478	8 315	12 016	38 025	61 621	3 723
Собств. капитал	31 256	7 157	6 910	8 090	24 576	9 402	3 230
Долг	171	501	293	2 629	6 179	6 282	46
Норма ЕВИТ	12,2%	6,4%	9,7%	7,0%	10,9%	28,9%	8,6%
Норма чистой прибыли	7,3%	3,9%	6,3%	3,0%	19,0%	4,4%	4,4%
Текущ. ликвидность	3,14	1,47	1,69	1,02	0,88	1,49	1,62
Краткоср. долг	100%	30%	100%	81%	100%	25%	0%
Долг/Собств. капитал	1%	7%	4%	32%	25%	67%	1%
Долг/Активы	0%	6%	4%	22%	16%	10%	1%
ЕВИТ/Проценты	211,1	14,2	27,5	5,0	2,9	170,3	137,1

* соответствует строке "прибыль от продаж"

Источник: Компании, оценки Уралсипа

В 2006 г. рентабельность Кубаньэнерго на уровне ЕВИТ составила 14,4% – достаточно высокий показатель для электросетевых компаний, представленных на публичном долговом рынке.

Отношение долга к ЕВИТ равнялось 2,2х, а доля долга в совокупных активах составила по итогам года 20%. ЕВИТ покрывал процентные расходы с коэффициентом 1,3х.

Важно отметить, что большая часть долга, достигшего на конец 1 квартала 2007 г 2,6 млрд руб., была представлена бридж-кредитом Альфа-банка (около 1,7 млрд руб.). Таким образом, после размещения облигационного займа чистое увеличение задолженности компании составит около 1,3 млрд руб.

Сравнение эмитента с другими компаниями, представленными на публичном долговом рынке,



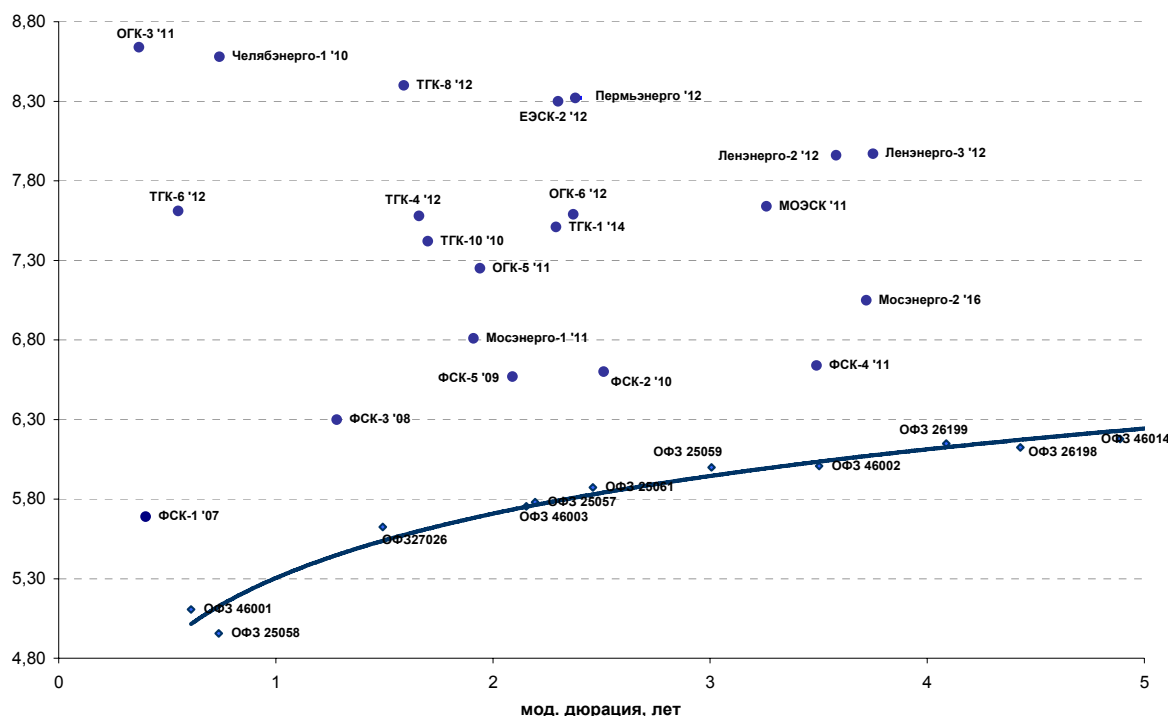
показывает, что Кубаньэнерго уступает Тюменьэнерго и МОЭСК по размеру бизнеса и стоит в одном ряду с компаниями, имеющими относительно невысокий показатель выручки по итогам 2006 г. – Челябинэнерго и Пермьэнерго. Если Челябинэнерго проигрывает Кубаньэнерго по величине выручки и рентабельности, то показатели Пермьэнерго находится приблизительно на одном уровне с эмитентом.

Как и у других крупнейших компаний сектора, долговая нагрузка Кубаньэнерго была несколько выше как по состоянию на 2006 г., так и в первом полугодии 2007 г., однако необходимо указать на существенные факторы поддержки компании. Первый из них – федеральная программа «Развитие г. Сочи как горноклиматического курорта», в рамках которой на развитие сетей в регионе из федерального бюджета будет выделено 35 млрд руб., а Кубаньэнерго профинансирует 14,9 млрд руб. за счет собственных (около 55%) и привлеченных средств.

Другим мощнейшим фактором поддержки кредитного качества Кубаньэнерго является победа г. Сочи в борьбе за право принимать Зимние Олимпийские игры 2014 г.

Подведем итог. Мы считаем, что по уровню кредитного качества Кубаньэнерго достаточно близка к таким сетевым компаниям, как Челябинэнерго и Пермьэнерго, однако ее существенное преимущество перед названными компаниями состоит в том, что региону гарантированы инфраструктурные инвестиции в ходе подготовки к проведению в Сочи Зимних Олимпийских игр, а также в рамках программы развития города как горноклиматического курорта. В предстоящие несколько лет этот фактор обеспечит высокие темпы роста энергопотребления, что приближает Кубаньэнерго к крупнейшим сетевым компаниям: МОЭСК и Тюменьэнерго.

Картина рынка



По нашему мнению, справедливая доходность Кубаньэнерго предполагает незначительный дисконт к Пермьэнерго и ЕЭСК и премию к МОЭСК и Тюменьэнерго.

Долг МОЭСК торгуется с премией около 165 бп к ОФЗ, Ленэнерго – 190 бп, Тюменьэнерго – 170 бп. Таким образом, диапазон спреда крупнейших сетевых компаний составляет 165–190 бп. Пермьэнерго и ЕЭСК, значительно уступающие лидерам по объему выручки, торгуются со спредом к ОФЗ в размере 210–230 бп. Мы исключили Челябинэнерго из нашего анализа из-за крайне низкой ликвидности выпуска, обусловленной незначительным объемом займа – всего 600 млн руб.

Исходя из текущих спредов распределительных сетевых компаний, мы оцениваем нижнюю границу доходности Кубаньэнерго в 190 бп к ОФЗ – на уровне, заданном облигациями Ленэнерго – наиболее высокодоходным долгом среди крупнейших сетевых компаний, в то время как верхняя граница – 230 бп, определена спредом ЕЭСК.

Это позволяет оценить возможный диапазон предстоящего размещения Кубаньэнерго в 7,65–8,05%.

Нам представляется, что высокий спрос, обусловленный значительной рублевой ликвидностью и уменьшением потока первичных размещений, характерным для сезона отпусков, а также устойчиво высокий интерес инвесторов к долговым обязательствам электроэнергетического сектора окажут сильное давление на ставку размещения в ходе аукциона.

Мы рекомендуем выставлять заявки на аукционе в диапазоне 7,7–7,8%.

Кити Панцхава, pantskhavaks@uralsib.ru



Бизнес-направление по операциям с долговыми инструментами

Исполнительный директор, руководитель направления
Александр Пугач, apugach@uralsib.ru

Бизнес-блок продаж и торговли

Руководитель бизнес-блока

Эдуард Колузанов, koluzanovea@uralsib.ru

Управление продаж

Сергей Шемардов, начальник управления, she_sa@uralsib.ru

Елена Довгань, вице-президент, dov_en@uralsib.ru

Анна Карпова, вице-президент, kar_am@uralsib.ru

Дмитрий Кузнецов, клиентский менеджер, kuznetsovde@uralsib.ru

Дмитрий Попов, клиентский менеджер, popovdv@uralsib.ru

Редактирование / перевод

Евгений Гринкрюг, редактор/переводчик, grinkruges@uralsib.ru

Управление торговли

Андрей Борисов, ст. трейдер, bor_av@uralsib.ru

Вячеслав Чалов, трейдер, chalovvg@uralsib.ru

Константин Макаров, репо-трейдер, makarovkv@uralsib.ru

Аналитика

Кити Панцхава, ст. аналитик, pantskhavaks@uralsib.ru

Надежда Мырскова, аналитик, mur_nv@uralsib.ru

Бизнес-блок по рынкам долгового капитала

Руководитель бизнес-блока

Дмитрий Шкловский, shklovskyda@uralsib.ru

Сопровождение проектов

Гузель Тимошкина, начальник отдела, tim_gg@uralsib.ru

Наталья Грищенко, вед. специалист, grischenkovane@uralsib.ru

Галина Гудыма, гл. специалист, gud_gi@uralsib.ru

Ольга Степаненко, вед. специалист, stepanenkaa@uralsib.ru

Виктор Орехов, вице-президент, ore_vv@uralsib.ru

Евгений Кочемазов, вице-президент, kochemazov@uralsib.ru

Ольга Красноперова, аналитик, krasnoperovaoy@uralsib.ru

Аналитическое управление по операциям с акциями

Руководители управления

Константин Чернышев, che_kb@uralsib.ru

Ким Искян, iskyanks@uralsib.ru

Стратегия / Банки

Антон Табах, CFA, tabakhav@uralsib.ru

Леонид Слипченко, slipchenkola@uralsib.ru

Политика / Экономика

Владимир Тихомиров, tih_vi@uralsib.ru

Нефть и газ / Энергетика

Каюс Рапану, rap_ca@uralsib.ru

Матвей Тайц, tai_ma@uralsib.ru

Евгения Дышлюк, dyshlyukem@uralsib.ru

Павел Попиков, popikovpn@uralsib.ru

Телекоммуникации / Медиа / Информационные технологии

Константин Чернышев, che_kb@uralsib.ru

Константин Белов, belovka@uralsib.ru

Потребительский сектор / Розничная торговля / Транспорт

Андрей Никитин, nikitinai@uralsib.ru

Мария Старцева, startsevamv@uralsib.ru

Металлургия / Горнодобывающая промышленность

Майкл Кавана, kavanaghms@uralsib.ru

Кирилл Чуйко, chu_ks@uralsib.ru

Дмитрий Смолин, smolindv@uralsib.ru

Настоящий бюллетень предназначен исключительно для информационных целей. Ни при каких обстоятельствах этот бюллетень 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 2007